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

FIN DE LA MISE À JOUR DE CE DOCUMENT COURANT AOÛT (2025)

Une table des matières est en fin de document

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

Réflexion préalable sur le « grand retournement du monde »

• François Miquet-Marty, Président de Viavoice et de Bloom Time, écrit dans 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 de l'actuel président américain, il me semble que ce "grand retournement" est notamment imputable à deux fractures essentielles, 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 l'auteur 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 [avec le clivage entre les « Anywhere » et les « Somewhere, clivage qu'il présente d'ailleurs comme « une explication générale de la révolte populiste »]. 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 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 ».

• Alexandre Boulègue, Directeur de Xerfi Intlligence Stratégique, propose le 17 juillet sur XerfiCanal une vidéo :

« Il y a des come-backs qui font basculer l’histoire. Celui de Donald Trump à la présidence des États-Unis n’est pas une simple parenthèse populiste, mais un basculement stratégique. Sa politique économique ne relève ni de l’idéologie, ni de l’improvisation : elle vise à déconstruire méthodiquement l’ordre né de la mondialisation. Ce n’est pas un orage passager, c’est un tremblement de terre qui rebat durablement les cartes pour toutes les puissances.

1. La mondialisation fluide appartient au passé

En réinstaurant des droits de douane massifs et en contournant les règles multilatérales, l’administration Trump a mis fin au libre-échange généralisé. Les chaînes de valeur se fragmentent, la logique de blocs remplace celle des marchés ouverts. Le monde devient un archipel d’alliances instables, dominé par la souveraineté économique.

2. **Le commerce devient un instrument de puissance**

Face à l’offensive américaine, la Chine, l’UE, l’Inde ont répondu coup pour coup. Le commerce, autrefois levier d’intégration, devient une scène de confrontation. Les traités multilatéraux s’effacent devant les rapports de force bilatéraux. L’interdépendance n’unit plus : elle devient une arme.

3. Le protectionnisme s’érige en doctrine

Il ne s’agit plus de sauver des usines, mais de reconstruire une base productive nationale à tout prix. Subventions, relocalisations dirigées, commandes publiques : la compétitivité passe derrière la sécurité économique. L’autonomie devient une politique d’État, quitte à sacrifier l’efficience.

4. Une croissance mondiale fracturée

Ce nouveau régime fragilise les échanges, ralentit les investissements, désorganise les filières globales. À l’instabilité commerciale s’ajoutent les tensions géopolitiques. Ce n’est pas une crise, c’est une mutation. L’économie mondiale devient moins fluide, moins prévisible, plus vulnérable.

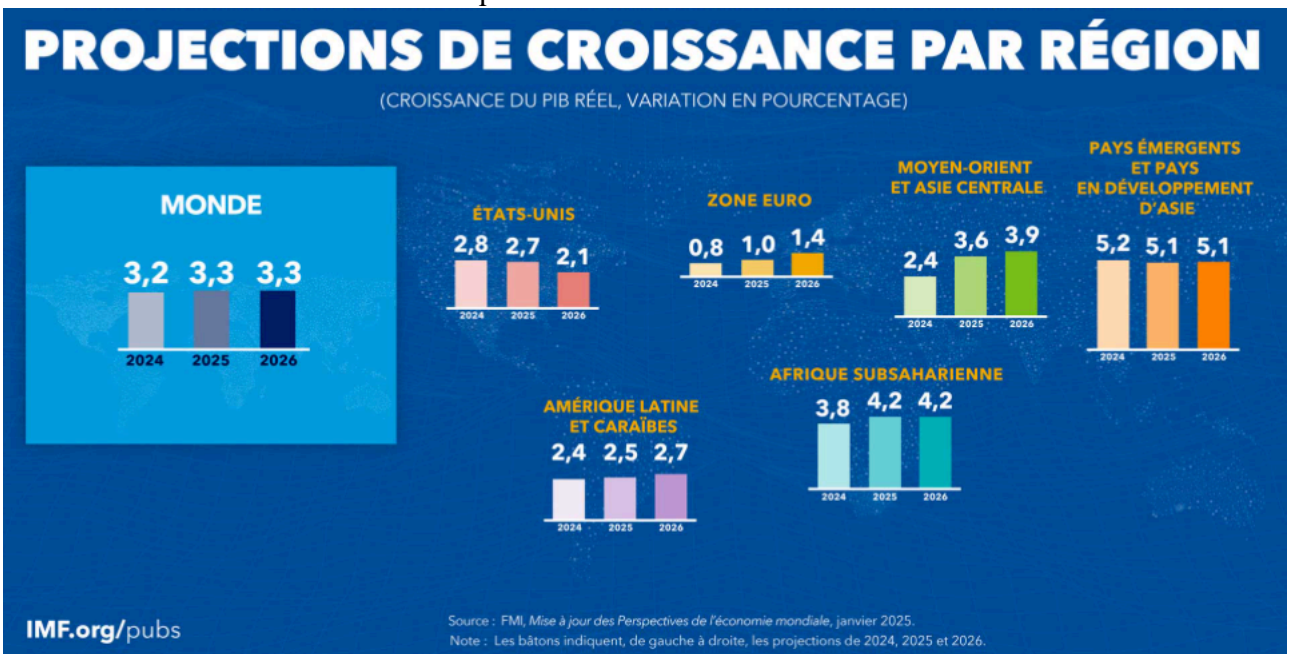
5. L’Europe face à ses contradictions

Dans ce monde durci, l’Europe hésite. Alignement sur Washington ou autonomie stratégique ? Les demi-mesures ne suffisent plus. Sans projet industriel cohérent, elle risque de devenir la variable d’ajustement d’un monde redessiné sans elle.

6. La fin de l’illusion coopérative

Trump n'a pas provoqué un accident. Il a mis fin à l'idée que le commerce pouvait rapprocher pacifiquement les nations et garantir la paix. La mondialisation devient méfiante, segmentée, dominée par le rapport de force. Dans ce nouvel ordre, les gagnants seront ceux qui allient puissance politique et militaire, autonomie technologique et industrielle, et vision stratégique. Les autres suivront… ou subiront. Et l'Europe, si elle reste indécise, pourrait bien être marginalisée et satellisée … au risque d'éclater ».

• Il faut avoir aussi en tête les statistiques suivantes :



On doit en particulier se souvenir qu'actuellement les taux annuels moyens de croissance, qui en disent long sur les rapports de force au sein de l'économie mondiale, sont :

- 4%-5% pour la Chine,
- 2%-3% pour les États-Unis,
- 1% pour l'Europe.

PARTIE 1 : LA GUERRE COMMERCIALE ENGAGÉE PAR LES ÉTATS-UNIS

I- La guerre commerciale : les causes

Cette guerre tarifaire est la conséquence obligée de l'accumulation et de la concomittance de plusieurs causes.

A) Les États-Unis veulent préserver les avantages de leur leadership, tout en gérant les servitudes qui en découlent

Quand on fait un survol de l'histoire économique de l'Occident depuis la révolution industrielle, on s'aperçoit que celui-ci a toujours été dominé par un pays qui avait le leadership grâce au premier chef à sa puissance économique en général et industrielle, en particulier technologique, également démographique, sa puissance monétaire, sa puissance militaire et diplomatique (qui en fait le « gendarme du monde »).
À ces facteurs s'ajoutent des facteurs culturels et idéologiques, et même religieux (protestantisme pour les États-Unis, confucianisme pour la Chine).

Le 20ème siècle a vu un déplacement du centre de gravité de l'économie mondiale de ce côté de l'Atlantique avec le leadership de l'Angleterre, creuset de la révolution industrielle, maîtresse du commerce maritime et la domination de la Livre Sterling et du monde financier avec la City, à l'autre côté de l'Atlantique avec la prise fulgurante du leadership par les États-Unis, fondé au départ sur un décollage très rapide de la production, un territoire très important et riche en d'importantes ressources, une croissance démographique forte, un degré élevé de protectionnisme marié à un puissant marché de capitaux sous la houlette du dollar qui devient la référence monétaire planétaire, et un grand dynamisme de l'innovation, qui, d'ailleurs, a fait se déplacer le centre de gravité de la côte Est vers la côte Ouest.
Notes :
• 1- Le passage du leadership anglais au leadership américain se voit très bien dans l'histoire des Accords de Bretton Woods, à l'issue desquels c'est White qui gagne sur Keynes… (Pour des raisons de logique de construction du SMI et pour la suite de l'histoire économique, c'est profondément dommage que l'idée du Bancor ne l'ait pas emporté ; voir d'ailleurs sur ce point les analyses de Varoufakis et de Keen à la fin de ce document).
Notons aussi que le 17 février 1941, le magnat de la presse américaine Henry Luce écrit dans l'un de ses magazines, Life, un article « The American Century », de 5 pages (pages 61 et suivantes) ! Voici sa conclusion : « Tout au long des XVIIe, XVIIIe et XIXe siècles, ce continent fourmillait de projets multiples et de nobles ambitions. Au-dessus de tous, et les unissant pour former le drapeau le plus exaltant du monde et de toute l'histoire, se trouvait l'objectif triomphal de la liberté.
C'est dans cet esprit que nous sommes tous appelés, chacun selon ses capacités et dans l'horizon le plus large de sa vision, à créer le premier grand siècle américain ».
Le professeur d'histoire américaine à l'Université de Virginie, Olivier Zunz, fait paraître en 2000 chez Fayard la version française de son livre : « Le siècle américain ; essai sur l'essor d'une grande puissance ». L'auteur y montre notamment l'efficacité économique de l'alliance entre les milieux d'affaires, la recherche fondamentale, les Universités et l'État fédéral.
Il faut aussi mentionner deux autres publications :
. *L'une*, le 2 juin, dans « Foreign Affairs », qui est celle de l'article de Robert O. Keohane et Joseph S. Nye, « The End of Long American Century ; Trump and the Sources of U.S. Power », dans lequel les auteurs considèrent que les E1tats-Unis ne peuvent pas maintenir leur leadership sans « soft power » et que les mesures prises par le Président Trump l'ont précisément réduit pour longtemps.
. *L'autre*, le 29 juin, sur Atlantico.fr, qui est celle de l'entretien donné par J.-M. Siroën et Gabriel Solans, sur « Vers la fin du long siècle américain ». Comme le dit le premier de ces auteurs, « Après la seconde guerre mondiale, les États-Unis étaient parvenus à trouver un équilibre à peu près stable (la "stabilité hégémonique" de Kindleberger) basé sur le principe que ce qui était bon pour le monde l'était aussi (et si possible davantage) pour eux. Donald Trump croit exactement l'inverse : ce qui est bon pour le monde est mauvais pour les États-Unis.
La politique économique menée par Donald Trump se caractérise par quelques traits forts : baisse des impôts censée être (très partiellement) compensée par les nouvelles recettes douanières et des coupes budgétaires (US Aid, licenciements de fonctionnaires, etc.) qui visent pourtant davantage à satisfaire les idéologues qu'à assurer la croissance à long terme (baisse des subventions aux universités les plus prestigieuses), freins à l'immigration malgré des tensions sur le marché de l'emploi. Reste

la politique monétaire qui, pour l'instant, lui échappe du fait de la détermination du Président de la Banque centrale (Fed) Jérôme Powell qui a le tort de s'inquiéter des effets inflationnistes de la politique d'un Président qui se satisferait bien de son départ. Comme le déficit budgétaire, déjà abyssal sous la présidence Biden, risque de se creuser encore davantage, la dette américaine pourrait remettre en cause le statut du dollar comme monnaie pivot du système monétaire international et menacer la stabilité des marchés financiers. La hausse des taux d'intérêt, plus élevés aux Etats-Unis que dans la zone euro, confirme ce déclin du "privilège exorbitant" dont bénéficiait le dollar. (…) Henry Luce, est avec d'autres, l'incarnation de l'internationaliste américain qui voulait que les États-Unis rompent avec leur isolationnisme pour que le 20ème siècle soit américain. Donald Trump pense exactement le contraire et renoue avec l'isolationnisme de ses lointains prédécesseurs comme James Monroe ou William McKinley. Les premiers pensaient qu'"investir" (politiquement, militairement, économiquement,...) dans le reste du monde était rentable puisque cette politique facilitait l'ouverture et la stabilité des marchés. L'établissement de règles internationales même contraignantes pour eux-mêmes serait plus favorable à leurs intérêts qu'un monde qui en serait dépourvu. Pour les seconds, incarnés aujourd'hui par Trump, cet internationalisme est contre-productif et conduit à un transfert net de moyens au profit des autres pays qui ne seront même pas gré aux États-Unis de leur générosité. L'Amérique internationaliste est pour eux l'Amérique "nice guy", le "brave » gars" un peu simplet qui se fait toujours avoir par ses faux amis à qui il ne saurait refuser un service.
Oui, le 20ème siècle, fortement influencé par l'internationalisme post-rooseveltien, a incontestablement été américain : privilège "exorbitant" du dollar (dont Trump semble se désintéresser), ouverture progressive et contrôlée des marchés, domination scientifique et culturelle (*soft power*), influence déterminante dans les organisations multilatérales, etc... L'aurait-il été si un isolationnisme "dur" à la Trump avait triomphé ? Difficile de refaire l'histoire, mais on peut en douter du fait même qu'une Amérique isolée aurait été moins tentée par la volonté de puissance. C'est d'ailleurs là une des grandes ambiguïtés du trumpisme qui utilise ce qui reste de la puissance américaine pour mettre en place un régime dont il croit qu'il en aurait moins besoin. Qu'a fait d'autre Donald Trump que s'appliquer à "déconstruire" les piliers de la puissance américaine ? (…)
Le multilatéralisme fut, après la seconde guerre mondiale, la pierre angulaire du nouvel ordre économique international voulu par les États-Unis. Cette forme d'organisation repose sur des organisations et des accords internationaux censés répondre efficacement aux grandes questions globales. Cette forme d'organisation faite de droits et de devoirs est censée être un jeu gagnant-gagnant qui se substituerait aux jeux non coopératifs perdants-perdants qui sinon, s'imposeraient quasi spontanément dans un (dés)ordre international anarchique. Le problème avec Trump est qu'il est convaincu que le "jeu" de poker menteur qui s'est joué après 1945 n'était pas "gagnant-gagnant", mais gagnant seulement pour les autres et perdant pour les États-Unis.
La guerre commerciale actuelle montre bien pourtant que mettre à terre le multilatéralisme, incarné en l'occurrence par l'OMC, conduit bien à ce que les internationalistes craignaient : ne faire que des perdants.
Quand les questions sont de nature globale, comme le climat et les grandes épidémies, il n'est de solution que globales, c'est-à-dire multilatérales, avec ses organisations et/ou ses traités aussi imparfaits et limités soient-ils. (…) [Le retrait relatif des États-Unis] peut-il remettre en cause la domination des États-Unis ? Oui dans la mesure où l'influence américaine se diffusait aussi via ces organisations internationales. Leur retrait, s'il persistait, pourrait conduire à l'émergence d'autres formes de coopération (sur lesquelles cogitent aujourd'hui les géopoliticiens) qui pourraient bien les marginaliser. Après le néoconservatisme des années Bush Jr, qui n'a pas laissé de bons souvenirs, son opposé, l'isolationnisme trumpien, ne pourrait qu'accélérer ce retrait (relatif) des États-Unis ».

• 2- Selon le Professeur Jeffrey Sachs, « La source de tous les conflits dans le monde est la Grande-Bretagne. Cela vaut pour la bande de Gaza, la Chine, le Pakistan, l'Inde et tout le Moyen-Orient. C'est la Grande-Bretagne qui a créé tout ce chaos. Pendant 200 ans, elle a été l'empire le plus puissant du monde, ne laissant derrière elle que conflits à son départ. Le désastre qui frappe Gaza aujourd'hui est en partie dû au fait qu'entre 1915 et 1917, la Grande-Bretagne a promis ce territoire à trois groupes différents. D'abord, dans l'accord McMahon, elle l'a promis aux Arabes. Ils ont dit : combattez avec nous contre les Turcs et cette terre est à vous ! Ensuite, ils ont conclu l'accord Sykes-Picot, en vertu duquel ils l'ont donnée aux Français. Et dans la déclaration Balfour de 1917, ils ont déclaré ce territoire patrie des Juifs. Ils ont cédé trois fois des terres qui ne leur appartenaient même pas. Quelle audace ! C'est là que tous les problèmes ont commencé. »

<u>Ce leadership qu'exercent les États-Unis sur l'économie mondiale leur donne à la fois des privilèges et des servitudes.</u>

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.

Surtout, **les États-Unis bénéficient de deux privilèges** qui leur permettent de défendre efficacement leur leadership mondial : **une arme monétaire avec le dollar**, monnaie internationale de référence, et **une arme juridique avec le droit extraterritorial américain**.

Ces deux privilèges sont pour eux des armes pour exercer leur leadership et, en même temps, ils sont deux motifs importants de tout faire pour conserver ce leadership.

• 1- Le « privilège exorbitant » du dollar et ses servitudes

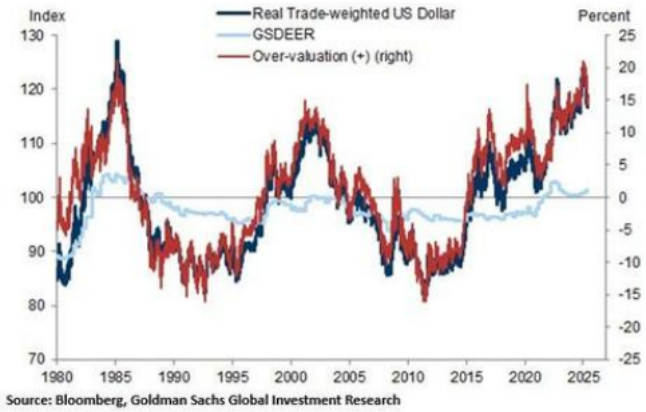
comme monnaie de réserve internationale et comme véhicule monétaire incontesté pour les transactions commerciales et financières.

• Le privilège

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 une 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 leur 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. La surévaluation du dollar favorise les États-Unis peut-être sur le plan financier mais pas sur le plan commercial ; leur secteur financier est favorisé mais pas leur secteur manufacturier. Cette surévaluation du dollar est un facteur explicatif de l'évolution négative des classes populaire et moyenne des États-Unis qui ont formé l'électorat de D. Trump, d'où le souci de ce dernier de viser la dépréciation du dollar, par l'entremise de la guerre tarifaire, ce qui devrait permettre aussi de réduire les déficits jumeaux, commercial et public.

Voici l'évolution récente du taux de change de l'euro/dollar :

Et tout début juin, Goldman Sachs estime que le dollar est encore surévalué de 15% :



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....

• Les servitudes

La servitude monétaire spécifique :

Tout privilège a ses limites et a même ici son revers sous forme d'une servitude.

Comme elle émet la monnaie de référence internationale, la Fed a la responsabilité de « calibrer » au mieux, pour éviter tout déséquilibre mondial, la masse monétaire qu'elle produit en fonction des besoins de toute l'économie mondiale (besoins non seulement intérieurs mais aussi extérieurs pour le commerce international et l'ensemble des marchés de capitaux).

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'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, 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.

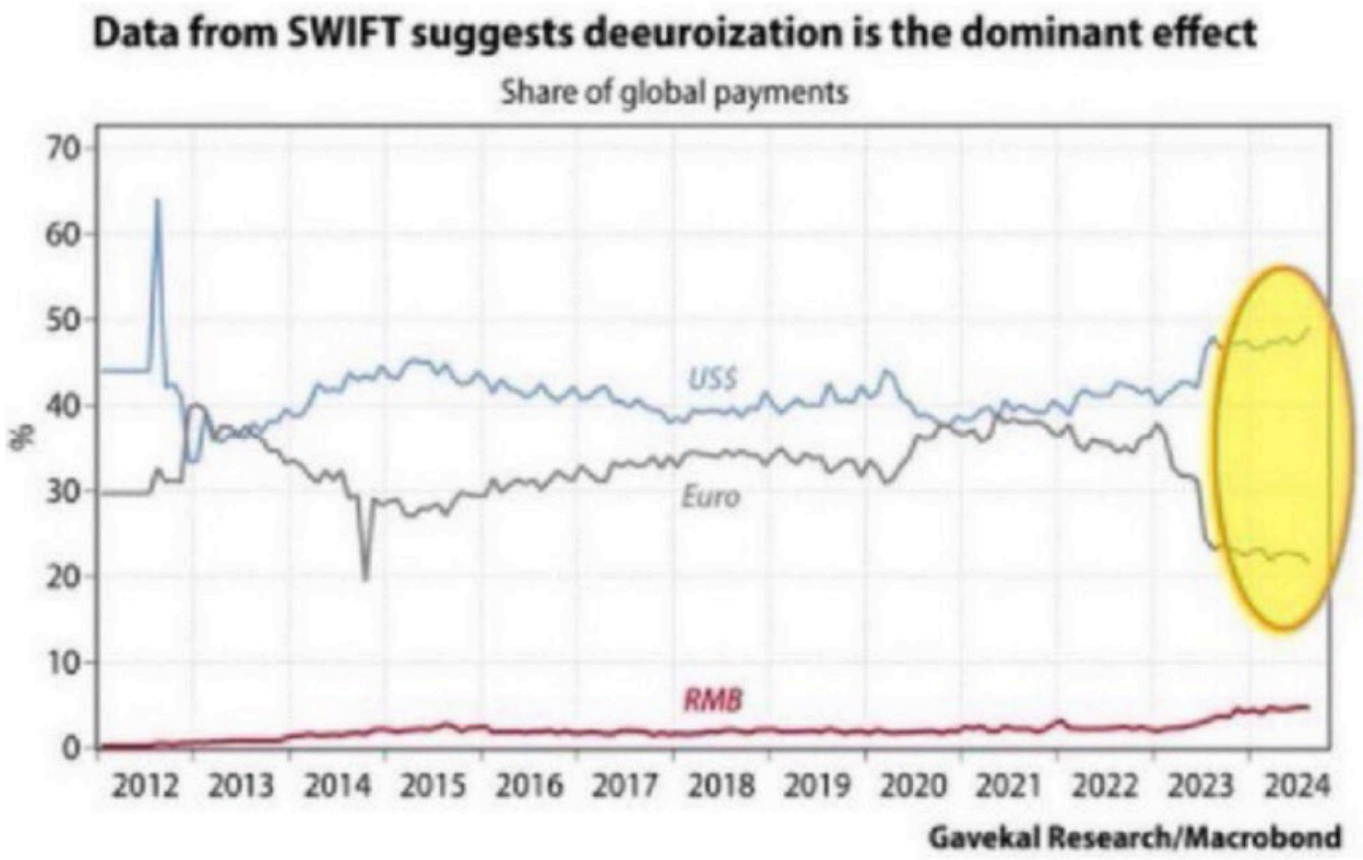
Si dans un premier temps les ventes massives d'actions ont été accompagnées d'achats de titres de dette du Trésor et ont ainsi permis une baisse des taux américains, dans un second temps, ce sont à la fois une baisse des prix des actions et une hausse simultanée des taux qui se sont produites reflétant 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 ».

Note : le 28 juillet, Barchart écrit sur X : « le dollar américain est désormais utilisé dans près de 50 % des paiements mondiaux, le niveau le plus élevé depuis plus de 12 ans. L'euro pas tellement… »



3- *Dans l'Ecoweek du 2 juin (n°25.22) de BNP Paribas, un article pose la question : « L'Euro, futur véritable billet vert ? »*

L'EURO, FUTUR VÉRITABLE BILLET VERT?

Le dollar intervient dans neuf transactions de change sur dix et représente encore 58% du total des réserves en devises. Matières premières, taux, dérivés : il est la monnaie dominante sur presque tous les marchés, à l'exception de celui des obligations vertes ou green bonds, majoritairement libellées en euro, et dont le décollage est surtout le fait d'entreprises ou d'acteurs publics basés sur le Vieux Continent. En 2025, le volume d'émissions de green bonds devrait encore atteindre un record. Reste à savoir si, par la suite, la controffensive américaine sur le terrain de la responsabilité sociale et environnementale constituera une menace ou une opportunité pour la finance durable. Beaucoup d'arguments militent en faveur de la seconde option.

Depuis l'Accord de Paris sur le climat de 2015 et la mise en place, par l'International Capital Market Association (ICMA), des principes qui lui sont applicables, le marché des obligations vertes connaît une ascension verticale. Bien qu'encore modeste à l'échelle mondiale (USD 2 900 milliards, soit à peine 2,5% du total des encours obligataires), sa taille a plus que quintuplé durant les cinq dernières années. Dans ce décollage, la zone euro a joué un rôle moteur, loin devant les États-Unis et la Chine. À l'aune des émissions cumulées, la monnaie unique se taille la part du lion : 46% du marché en 2024, contre 28% seulement pour le dollar US (*cf. graphique*).

Le contexte géopolitique, marqué par la guerre en Ukraine, la course au réarmement et le retour aux affaires de Donald Trump, amène toutefois à s'interroger sur la poursuite de cette expansion. La « contre-réaction » (*backlash*) des gouvernements, face aux questions climatiques et environnementales, ne risque-t-elle pas de couper dans son élan le marché des green bonds, et, incidemment l'usage de l'euro qui lui est associé ? C'est en réalité peu probable, la finance durable continuant d'opposer de solides arguments face aux offensives politiques qui la visent.

En lutte contre les critères sociaux et de gouvernance, l'Administration Trump ne peut décider à la place des investisseurs. La diffusion des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) obéit à une tendance lourde pas seulement dictée par les États mais aussi par les attentes du secteur privé. Fait symptomatique, les grands gestionnaires d'actifs « invités » à ne plus privilégier les placements responsables aux États-Unis, maintiennent leur offre ailleurs, quand ils ne la renforcent pas (Financial Times, 2025[1]). En Europe, les critères ESG continuent de faire partie du « *business as usual* » pour bon nombre d'entreprises. Au-delà de la réglementation, le marché reste animé par un « mur d'échéances » (tombées de dettes) qui crée une poussée naturelle pour le réinvestissement. En 2025, les émissions d'obligations vertes devraient encore croître de 8%, pour atteindre USD 660 milliards[2].

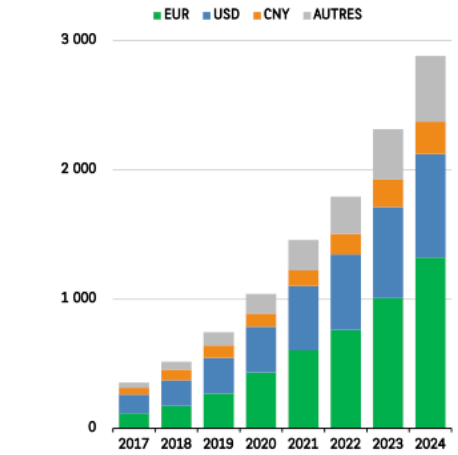
Du côté des épargnants, l'ESG reste un facteur discriminant pour les placements, notamment depuis que ces derniers peuvent bénéficier, avec le Green Bond Standard européen (EuGBS), d'une transparence et d'un cadre réglementaire renforcés. Une étude récente de la Banque des règlements internationaux (BRI, 2025)[3] met d'ailleurs en évidence une corrélation statistique forte entre taxonomie et investissements durables.

Les obligations vertes répondent de mieux en mieux à leur objectif de décarbonation ; elles se présentent en outre comme un outil de financement avantageux pour les émetteurs, souverains ou privés. Sans contester l'existence d'effets d'aubaine ou d'affichage (*greenwashing*), l'étude précitée montre que le marché des obligations vertes contribue malgré tout, et de manière significative, à la décarbonation des entreprises. Celles qui y ont recours réduiraient de 21% en moyenne au bout d'un an leurs émissions unitaires de gaz à effet des serre (GES), les progrès les plus significatifs étant obtenus dans les secteurs énergo-intensifs[4].

1 Ross A. (2025) Can sustainable investing survive Trump 2.0?, Financial Times, January 17.
2 Cf. notre point d'actualité disponible sur le site institutionnel de BNP Paribas : Les obligations durables en 2025 : un marché en pleine évolution - BNP Paribas
3 BIS (2025), Growth of the green bond market and greenhouse gas emissions, Quarterly Review, March.
4 Ibid, pp 64-65. Les résultats - obtenus sur dix ans à partir d'un panel de 736 entreprises - sont significatifs au seuil de 5% (intervalle de confiance à 95%) et tiennent compte de l'addition de variables de contrôle, telles les pertes de PIB liées à la Covid-19. Les émissions de GES sont rapportées au total du chiffre d'affaires.
5 Cappiello, L., Ferrucci G., Maddaloni A., Vegente, V. (2025), Creditworthy: do climate change risks matter for sovereign credit ratings?, European Central Bank Working Paper n° 3042, March.

MARCHÉ DES OBLIGATIONS VERTES PAR DEVISE

Encours, en USD milliards



GRAPHIQUE 1 SOURCE : BRI

Les décideurs publics freineraient-ils l'expansion du marché des green bonds qu'ils agiraient contre leur propre intérêt. De plus en plus souvent, les agences de notations intègrent les trajectoires de réduction d'émissions de CO_2 dans leurs évaluations de la dette des États, les mieux-disants minimisant le risque de transition désordonnée et obtenant, ainsi, de meilleurs *ratings* (Capiello & al., 2025)[5]. Sur les marchés, les primes à l'émission d'obligations vertes (*greenium*) restent variables et, globalement, modestes (quelques points de base). Mais ce début de reconnaissance est à souligner, à l'heure où la question de la soutenabilité des finances publiques refait surface.

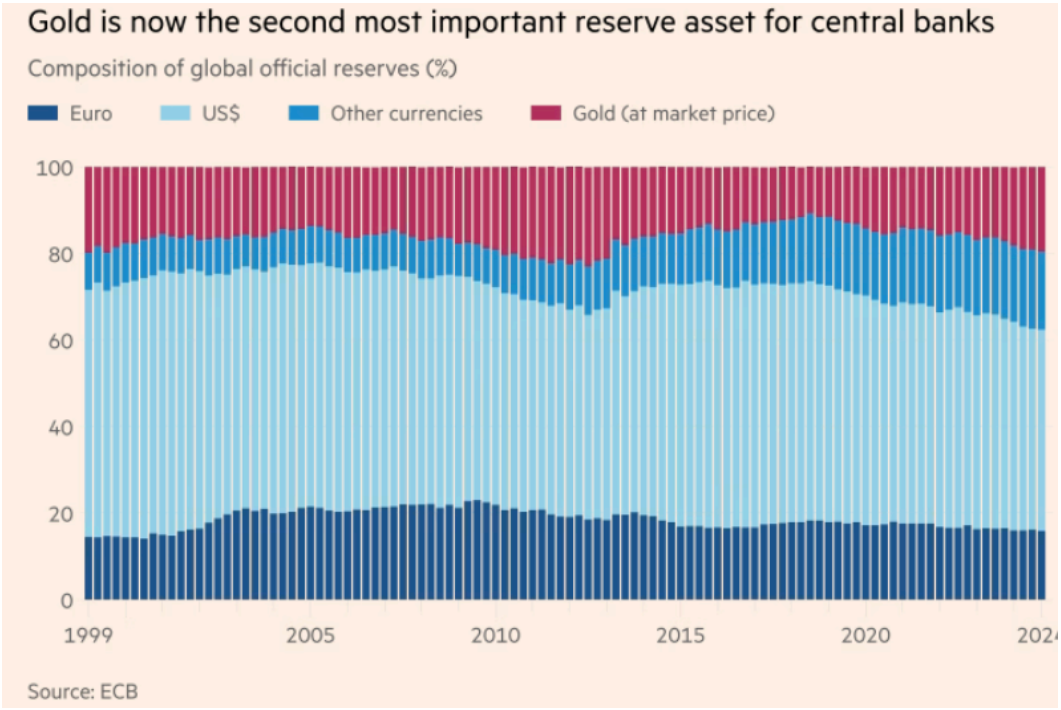
En résumé, bien que dans le viseur des autorités américaines, la finance responsable et durable n'en continue pas moins d'avancer. Moins bienvenue aux États-Unis, elle se redéploie au bénéfice de sa place forte traditionnelle : l'Europe. Tout comme les pétrodollars ont pu contribuer, il y a cinquante ans, à l'internationalisation du dollar, la transition écologique pourrait bien, dans le futur, consacrer l'euro en tant que véritable monnaie « verte ».

Jean-Luc PROUTAT
jean-luc.proutat@bnpparibas.com

Le 11 juin, Christine Lagarde, Présidente de la BCE, communique :
« Le rôle international de l'euro est resté globalement stable en 2024. La part de l'euro dans les différents indicateurs d'utilisation des devises internationales est restée globalement inchangée, autour de 19 %, depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie. L'euro a conservé sa position de deuxième monnaie mondiale.
Cette stabilité est remarquable dans une année où la BCE a commencé à abaisser ses taux directeurs, suite à une nouvelle baisse de l'inflation et à la persistance des tensions géopolitiques. L'accumulation d'or par les banques centrales s'est poursuivie à un rythme record et certains pays ont activement exploré des alternatives aux systèmes de paiement transfrontaliers traditionnels. Il existe des preuves d'un lien entre l'évolution des modèles de facturation des devises dans le commerce mondial et les alignements géopolitiques, en particulier depuis l'invasion de l'Ukraine. De nouveaux défis au rôle international de l'euro sont également apparus, notamment des initiatives favorisant l'utilisation mondiale des cryptomonnaies.
Au moment de la rédaction de ce document, de nouvelles évolutions pourraient être en cours dans le paysage des devises internationales. Les droits de douane imposés par l'administration américaine ont entraîné des corrélations inter-actifs très inhabituelles. Cela pourrait renforcer le rôle mondial de l'euro et souligne l'importance pour les décideurs politiques européens de créer les conditions nécessaires à cet effet. La priorité absolue doit être de faire progresser l'union de l'épargne et de l'investissement afin de

tirer pleinement parti des marchés financiers européens. L'élimination des barrières au sein de l'UE est essentielle pour accroître la profondeur et la liquidité des marchés de financement en euros, condition préalable à une utilisation plus large de l'euro. L'émission prévue d'obligations au niveau de l'UE – alors que l'Europe prend en charge sa propre défense – pourrait contribuer de manière significative à la réalisation de ces objectifs.
La BCE jouera son rôle. Dans un environnement géopolitique plus instable, l'accélération des progrès vers un euro numérique est cruciale pour renforcer la souveraineté européenne. L'amélioration des systèmes de paiement transfrontaliers entre l'euro et les autres monnaies renforcera également la résilience. De plus, proposer des solutions de règlement des transactions financières de gros enregistrées sur des plateformes technologiques de registres distribués en monnaie de banque centrale renforcera l'efficacité des marchés financiers européens et l'attrait mondial de l'euro. En outre, nos lignes de liquidité en euros accordées aux banques centrales hors zone euro, qui témoignent de la volonté de la BCE d'apporter un soutien en cas de tensions sur les marchés, favorisent l'utilisation de l'euro dans les transactions financières et commerciales mondiales.
Enfin, l'attrait mondial de l'euro repose sur des politiques saines au sein de la zone euro et sur des institutions solides et fondées sur des règles. Le respect de l'État de droit demeure essentiel pour maintenir, et potentiellement accroître, la confiance mondiale dans l'euro.
La BCE continuera de suivre l'évolution de la situation et de publier régulièrement des informations sur le rôle international de l'euro ».
Voir : https://www.ecb.europa.eu/press/other-publications/ire/html/ecb.ire202506.fr.html

Mais le 12 juin, « Barchart » constate que « l'or a dépassé l'euro comme deuxième actif de réserve mondial, représentant 20 % des réserves, l'euro reculant à 16 %. Le dollar américain reste fermement numéro un avec 46 % des réserves ».



Des servitudes plus générales : l'excellent article de Michael Pettis

Article paru le 16 juillet 2024, « Which Country Should Design U.S. Industrial Policy ? »

(China Financial Markets ; Carnegie Endowment for International Peace)

« Dans un monde hypermondialisé, les politiques commerciales et industrielles d'un pays se répercutent, par le biais des déséquilibres commerciaux, sur leurs contreparties parmi les partenaires commerciaux de ce pays. La décision que les Américains doivent prendre en matière de politique industrielle est de savoir si les politiques qui déterminent la nature et l'orientation de l'économie américaine doivent être élaborées au niveau national ou international par leurs partenaires commerciaux.

(…) Les récentes politiques mises en œuvre par le président américain Joe Biden et son administration ont ravivé un vieux débat américain sur les gains ou les pertes que l'économie américaine pourrait tirer des politiques commerciales et industrielles. Si certains affirment que ces politiques consistent principalement à dorloter les industries inefficaces, d'autres soulignent qu'elles stimulent depuis longtemps l'activité industrielle et la croissance de la productivité.

Mais dans le contexte actuel, débattre de la question de savoir si les États-Unis devraient ou non soumettre leur économie à des politiques commerciales et industrielles est largement hors sujet. Qu'on le veuille ou non, l'économie américaine est déjà soumise à des politiques commerciales et industrielles agressives, et ce depuis des décennies, à la différence près que ces politiques ont été conçues au moins autant à l'étranger qu'aux États-Unis.

En effet, dans un monde hypermondialisé, chaque pays est affecté par les politiques et les conditions mises en place à l'étranger. Lorsqu'un pays stimule son secteur manufacturier par rapport à sa demande intérieure, par exemple, tant qu'il peut exporter librement sa production excédentaire, ses partenaires commerciaux doivent réduire leur secteur manufacturier par rapport à leur propre demande intérieure. L'offre et la demande doivent s'équilibrer à l'échelle mondiale, et c'est la seule façon d'y parvenir.

L'épargne et l'investissement doivent également s'équilibrer à l'échelle mondiale, pour prendre un autre exemple : lorsqu'une économie met en œuvre des politiques créant un déséquilibre intérieur entre les deux, le reste du monde est contraint de s'ajuster en provoquant le déséquilibre inverse. Plus précisément, si les politiques de promotion des exportations d'un pays forcent l'épargne intérieure à dépasser l'investissement intérieur, tant que ce pays bénéficie d'un accès illimité aux marchés financiers et de capitaux étrangers, le pays vers lequel il dirige son excédent d'épargne doit soit accroître ses investissements, soit, s'il n'y parvient pas (comme c'est le cas dans la plupart des économies avancées et de nombreuses économies en développement), accepter des changements structurels qui réduisent l'épargne intérieure. En d'autres termes, le déséquilibre entre l'épargne et l'investissement dans ce dernier pays est déterminé par le déséquilibre créé dans le premier.

Cela est particulièrement vrai pour les États-Unis en raison du rôle particulier que joue l'économie américaine en tant qu'absorbeur de dernier recours de l'épargne mondiale excédentaire ou, pour le dire autrement, en tant que consommateur mondial de dernier recours. Ce rôle découle du fait que les États-Unis assument de loin le rôle dominant à l'échelle mondiale dans la gestion des distorsions du commerce et des capitaux. Cela s'explique principalement par le fait que, depuis les années 1970 et le début des années 1980, les États-Unis ont choisi, pour des raisons géopolitiques et idéologiques, de supprimer la plupart des restrictions sur leur compte de capital, permettant ainsi aux investisseurs étrangers d'accéder sans entrave aux marchés financiers américains ouverts.

Cette décision a eu trois conséquences importantes pour l'économie américaine.

Premièrement, grâce à la profondeur et à la sophistication de ses marchés financiers et à sa gouvernance transparente et de haute qualité, environ la moitié de l'épargne excédentaire mondiale est injectée dans l'économie américaine. Bien que cela soit moins lié aux besoins des États-Unis qu'à ceux des investisseurs étrangers, l'économie américaine doit néanmoins s'adapter à ces entrées nettes massives, en permettant aux achats étrangers de faire grimper la valeur du dollar américain, entre autres. L'investissement aux États-Unis étant limité par la faiblesse de la demande plutôt que par la rareté des capitaux, l'économie américaine n'a d'autre choix que de s'adapter sous la forme d'une baisse de l'épargne intérieure.

Deuxièmement, le compte de capital d'un pays est l'inverse de son compte commercial. Ainsi, le fait que les États-Unis absorbent environ la moitié de l'épargne excédentaire mondiale signifie également qu'ils absorbent environ la moitié des excédents commerciaux mondiaux, ce qui se traduit par les déficits commerciaux persistants les plus importants au monde. C'est pourquoi décrire le rôle des États-Unis comme “absorbeur de dernier recours“ de l'épargne mondiale excédentaire revient à décrire leur rôle comme “consommateur mondial de dernier recours“. Les deux ont la même signification.

Troisièmement, les déséquilibres commerciaux et d'épargne des États-Unis étant en partie, voire principalement, dus aux politiques industrielles mises en œuvre à l'étranger, le chômage, l'endettement, les taux d'intérêt, la compétitivité du secteur manufacturier américain et de nombreux autres aspects de l'économie américaine sont également affectés par ces politiques. Autrement dit, l'idée que les États-Unis contrôlent ces aspects et d'autres aspects majeurs de leur économie n'est qu'un fantasme. Dans un monde hypermondialisé, aucun pays ne peut contrôler son économie nationale sans maîtriser ses échanges commerciaux et ses comptes de capital.

Comment les politiques d'un pays correspondent-elles à celles d'un autre pays ?

Les conséquences les plus dramatiques se manifestent dans le déclin brutal, sur plusieurs décennies, de la part des États-Unis dans l'industrie manufacturière mondiale. Les États-Unis n'ont jamais pris la décision consciente, dans le cadre de leur politique industrielle nationale, de réduire le rôle de l'industrie manufacturière dans leur économie. Ce déclin est en grande partie dû aux politiques industrielles menées à l'étranger pour accroître le rôle de l'industrie manufacturière dans les pays qui les ont mises en œuvre.

Les données le démontrent clairement. Alors que l'industrie manufacturière représente 15 % du PIB mondial, selon les données les plus récentes de la Banque mondiale, elle représente une part bien plus faible du PIB des économies avancées qui affichent des déficits commerciaux persistants et une part bien plus élevée de celles qui affichent des excédents persistants. Parmi les premiers pays, par exemple, l'industrie manufacturière représente 11 % du PIB américain, 10 % du PIB français, 9 % du PIB canadien et 9 % du PIB britannique. Parmi les seconds, elle représente 18 % du PIB singapourien, 19 % du PIB allemand, 21 % du PIB sud-coréen et 34 % du PIB taïwanais (et 26 % du PIB de la Chine continentale). Cette répartition inégale de l'industrie manufacturière entre économies excédentaires et déficitaires n'est ni une coïncidence, ni le résultat de décisions prises aux États-Unis. Elle résulte principalement des politiques commerciales et industrielles de plusieurs grandes économies, conçues pour améliorer la compétitivité de l'industrie manufacturière en obligeant les ménages à subventionner leur secteur manufacturier. Ces politiques ont non seulement entraîné des excédents commerciaux, la demande intérieure n'ayant inévitablement pas suivi la production, mais aussi un rôle croissant de l'industrie manufacturière dans ces économies. Au fil du temps, les fabricants mondiaux ont migré vers ces économies excédentaires, car c'est là que les subventions directes et indirectes à l'industrie manufacturière étaient les plus importantes.

Mais ces politiques ont également affecté les partenaires commerciaux de ces pays excédentaires, en particulier les économies dotées de marchés financiers ouverts et attractifs, comme les États-Unis et le Royaume-Uni. Par définition, l'industrie manufacturière ayant migré vers les pays excédentaires, elle a dû migrer d'ailleurs, et les données montrent qu'elle a principalement migré depuis les pays déficitaires correspondants.

Cela n'est pas surprenant. L'offre et la demande devant s'équilibrer à l'échelle mondiale, les politiques d'un pays qui imposent des transferts des ménages consommateurs pour subventionner les fabricants sont automatiquement compensées, chez les partenaires commerciaux, par des transferts des fabricants qui subventionnent la consommation. Dans ce dernier cas, ces transferts ne sont pas le résultat souhaité de politiques industrielles explicites. Ils résultent simplement de l'exigence d'un équilibre permanent des échanges commerciaux à l'échelle mondiale.

Prenons par exemple la décision d'un pays de sous-évaluer sa monnaie. Une monnaie sous-évaluée se répercute sur l'économie en transférant efficacement les revenus des ménages nationaux, importateurs nets, pour subventionner les producteurs de biens échangeables. Ce sont ces transferts qui expliquent pourquoi les pays dont la monnaie est sous-évaluée ont tendance à dégager des excédents commerciaux : non seulement leurs industries sont plus compétitives à l'échelle mondiale, mais leurs ménages conservent une part trop faible du revenu total pour leur permettre de consommer au même rythme que leur production. Ces transferts empêchent donc ces économies d'importer au même rythme que leurs exportations.

Mais comme les politiques commerciales et industrielles de ces pays excédentaires ont pour effet de sous-évaluer leur monnaie par rapport au dollar américain (ils déprécient généralement leur monnaie en achetant des dollars américains), la sous-évaluation de leur monnaie entraîne une surévaluation du dollar. Il s'agit du transfert inverse, dans lequel les producteurs de biens échangeables aux États-Unis sont contraints de subventionner la consommation américaine. Par conséquent, une politique visant à

contraindre les consommateurs à subventionner la production dans un pays a pour effet de contraindre les producteurs à subventionner la consommation des ménages aux États-Unis. Autrement dit, une forme de prétendue “politique industrielle“ américaine, aussi peu désirée soit-elle aux États-Unis, devait émerger comme l'inverse de la politique industrielle des autres pays.

Le fait est que les politiques commerciales et industrielles mises en œuvre dans les pays excédentaires ont autant d'impact sur le secteur manufacturier des pays déficitaires que sur celui des pays excédentaires, à la différence près que l'impact sur les premiers est l'inverse de l'impact sur les seconds. C'est pourquoi, si un groupe de grandes économies met en œuvre de manière agressive des politiques commerciales et industrielles qui affectent la compétitivité de leur secteur manufacturier, l'emploi national ou le rapport entre l'épargne et l'investissement nationaux, ses partenaires commerciaux sont également touchés par les mêmes politiques – quoique en sens inverse – dans la mesure où ils ne mettent pas en œuvre de politiques visant à contrôler l'impact des politiques des pays excédentaires sur les comptes commerciaux et de capital des pays déficitaires. L'intervention politique dans un groupe d'économies devient une intervention politique dans d'autres économies par le biais des flux commerciaux et de capitaux.

L'importance de cette situation pour la politique américaine

Cela a des implications importantes sur la manière dont les politiques américaines affectent l'économie américaine.

Les États-Unis disposent de trois moyens principaux pour répondre à leur position particulière de consommateur mondial de dernier recours.

Premièrement, Washington pourrait décider de ne rien faire, de ne mettre en œuvre aucune politique commerciale ou industrielle pour contrer les politiques mises en œuvre à l'étranger. Des économistes perplexes appellent cela l'option du “libre marché“ ou du “libre-échange“, mais bien sûr, le refus d'imposer des mesures compensatoires ne signifie pas que l'économie américaine est exemptée de toute intervention gouvernementale. Elle continuera de toute façon d'être affectée par la politique industrielle, mais ces politiques seront conçues à l'étranger – à Pékin, Berlin, Tokyo, Séoul, Moscou et dans d'autres centres dont les politiques entraînent des excédents commerciaux persistants. Dans ce cas, la “politique industrielle“ américaine est en réalité l'inverse des politiques que ses partenaires commerciaux, plus mercantilistes, choisiraient pour eux-mêmes.

Deuxièmement, les États-Unis pourraient réagir si Washington choisissait de mettre en œuvre ses propres politiques industrielles compensatoires afin de protéger et de développer des secteurs stratégiques de l'économie. Dans ce cas, même si les États-Unis pouvaient encourager et protéger des secteurs manufacturiers spécifiques, la persistance de leurs déficits commerciaux – condition nécessaire tant qu'ils persisteront à absorber l'excédent d'épargne de leurs partenaires commerciaux – signifie que le déclin du secteur manufacturier américain dans son ensemble se poursuivra à long terme. Autrement dit, des secteurs stratégiquement importants de l'économie pourraient bien se porter, mais seulement au détriment du reste de l'industrie manufacturière américaine.

Troisièmement, Washington pourrait choisir de renoncer à son rôle accommodant dans la résorption des déséquilibres commerciaux et financiers mondiaux. Cela lui permettrait de protéger l'industrie manufacturière américaine en général, mais pas nécessairement dans des secteurs stratégiquement importants où d'autres pays ont déjà obtenu un avantage comparatif – comme la prouesse de la Chine dans les véhicules électriques, les panneaux solaires et les batteries. Le moyen le plus probable pour les États-Unis de renoncer à leur rôle démesuré dans la résorption des déséquilibres mondiaux serait d'imposer des droits de douane généralisés sur les importations américaines ou, plus efficacement, de restreindre l'accès sans entrave des étrangers aux marchés financiers américains, ce qu'ils pourraient faire en imposant des taxes sur les entrées de capitaux. À mesure que ces droits de douane ou taxes financières seraient progressivement augmentés jusqu'à équilibrer les balances commerciales et de capitaux des États-Unis, les États-Unis échapperaient de plus en plus à leur rôle d'équilibreur des politiques commerciales et industrielles mises en œuvre à l'étranger.

Quelle que soit leur décision, dans un système hypermondialisé de flux commerciaux et de capitaux, où de nombreuses grandes économies choisissent de mettre en œuvre des politiques visant à altérer leurs avantages commerciaux et industriels, les États-Unis ne peuvent pas simplement choisir de dissocier leur économie de la politique industrielle. D'une manière ou d'une autre, tant que leurs balances commerciales et de capitaux seront déterminées par les déséquilibres mondiaux du commerce et des capitaux,

l'économie américaine sera soumise aux distorsions créées par les politiques commerciales et industrielles imposées par les gouvernements [selon Richard Casey, il est bon de distinguer parmi les flux financiers ceux qui visent à optimiser le rendement du capital et ceux qui sont générés par les politiques industrielles mercantilistes des pays excédentaires comme la Chine en particulier].
Le véritable choix des États-Unis est de déterminer si ces politiques sont conçues aux États-Unis ou à l'étranger. Soit les États-Unis décideront quels secteurs industriels sont stratégiquement importants pour leur avenir, soit leurs principaux partenaires commerciaux le feront, laissant l'économie américaine se spécialiser dans ce que le reste du monde choisit de ne pas faire ».

Alors, quel bilan entre privilège et servitudes ?
La réponse est peut-être donnée par Maurice Obstfeld lors de la conférence qu'il a donnée à l'occasion de l'Assemblée générale de la BRI, dont voici l'abstract (https://www.bis.org/events/agm2025/sp250629_lecture.pdf) :
« Un système monétaire et financier international (SMFI) centré sur les États-Unis et basé sur le dollar était inévitable dans l'immédiat après-guerre, compte tenu de la situation économique et des accords institutionnels conclus à Bretton Woods. …les États-Unis sont restés centraux jusqu'à présent, et le dollar règne toujours en maître. L'administration américaine, au pouvoir depuis janvier 2025, prend une autre direction, fondant sa politique internationale sur le postulat que les accords commerciaux, financiers et géopolitiques mondiaux actuels ont injustement désavantagé l'Amérique.
Couplée à l'érosion institutionnelle intérieure des États-Unis, cette approche, si elle est poursuivie sans compromis, remodèlerait le SMFI en fragmentant les marchés financiers et en diminuant le rôle central du dollar. »

• 2- 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 ainsi l'utilisation croissante de la coercition, précisément *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 autorisé.
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. (…) De surcroît, 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". (…) ». (Jacques Fontanel et Natalia Sushcheva).

Mais il faut souligner que l'arme de l'extraterritorialité du droit américain perd en ce moment de son efficacité dans la mesure où de plus en plus de pays l'admettent de moins en moins, et cela tourne parfois même en un véritable rejet : ces pays cherchent à se désolidariser pour échapper à la tutelle américaine. Cela alimente une sorte de rébellion qui accompagne le mouvement de dédollarisation et qui aggrave la baisse de la monnaie américaine. Si, de surcroît, devait être choisie pour remplacer Jerome Powell à la tête de la Fed une personnalité contestable, la situation serait encore plus grave ; en sachant que, par ailleurs, l'état des finances publiques et les dysfonctionnements institutionnels la fragilisent déjà énormément.
Note : un article consacré à l'indépendance des Banques centrales face aux emprunts souverains est paru en juillet (https://documents1.worldbank.org/curated/en/099216207252528618/pdf/IDU-8396d2be-9319-4c32-a2a8-506e72f62e86.pdf). En voici le résumé : « cet article étudie l'impact de l'indépendance des banques centrales sur les emprunts souverains, en utilisant un indice qui capture les contraintes institutionnelles sur les prêts des banques centrales aux gouvernements dans 155 pays de 1972 à 2023. Les résultats montrent qu'un resserrement des prêts à l'exécutif réduit considérablement les taux d'intérêt souverains et augmente le ratio dette/produit intérieur brut dans les pays en développement. Ces effets reflètent la capacité améliorée de l'exécutif à emprunter à moindre coût grâce à une plus grande indépendance des banques centrales. Les résultats sont robustes à de multiples tests, mais il n'y a pas d'effets significatifs dans les économies avancées. D'un point de vue politique, les résultats soulignent le rôle clé des banques centrales indépendantes en tant que catalyseurs pour réduire les coûts d'emprunt des gouvernements et renforcer la capacité d'emprunt de ces derniers ».

Aujourd'hui, tous les facteurs énumérés au début semblent réunis pour pousser le centre de gravité de l'économie mondiale encore plus à l'Ouest et remettre donc en cause le leadership américain.
La crainte de perdre leur leadership est la cause essentielle de la politique menée par les États-Unis non seulement, de manière fracassante, par le Président actuel, Donald Trump, mais également par ses prédécesseurs.

B) Mais l'économie américaine rencontre depuis plusieurs années quatre difficultés redoutables.

• Certes, la conjoncture de l'économie américaine montre des signes relativement 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).
Note : à propos de l'inflation et des anticipations de l'inflation, un article de recherche sur ce thème est paru en mai 2025, « Inflation, Expectations and Monetary Policy, What have We Learned and to What End ? », d'Olivier Coibion et Yuriy Gorodnichenko. En voici le résumé : « Nous passons en revue les recherches et expériences récentes reliant l'inflation et les anticipations, en mettant l'accent sur les enseignements tirés depuis 2020. Un enseignement clair est que les anticipations d'inflation de la plupart des agents économiques ont été et restent désancrées. Ce caractère désancré des anticipations d'inflation, combiné aux chocs d'offre, peut expliquer en grande partie la poussée d'inflation et la désinflation qui a suivi, si l'on considère la courbe de Phillips augmentée par les anticipations, tant aux États-Unis qu'à l'étranger. Il est peu probable que de nouveaux cadres politiques prennent en compte cette caractéristique

des anticipations. Seule une stratégie de communication brisant ce que nous appelons le “cycle d'inattention sélective“ a des chances de réussir, mais il est probablement déjà trop tard pour enrayer la prochaine poussée d'inflation ».

Mais surtout, les États-Unis souffrent depuis longtemps, donc structurellement, de quatre maux profonds : d’abord, 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 ; à ces déficits jumeaux s’ajoute une forte désindustrialisation qui, outre ses conséquences économiques négatives, entraîne des problèmes socio-politiques conséquents ; et enfin (et surtout ?), les États-Unis sont déjà engagés dans un duel avec la Chine pour garder le leadership de l’économie mondiale dans les prochaines décennies.

1- Le déficit et la dette publics

a) Les données principales

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.

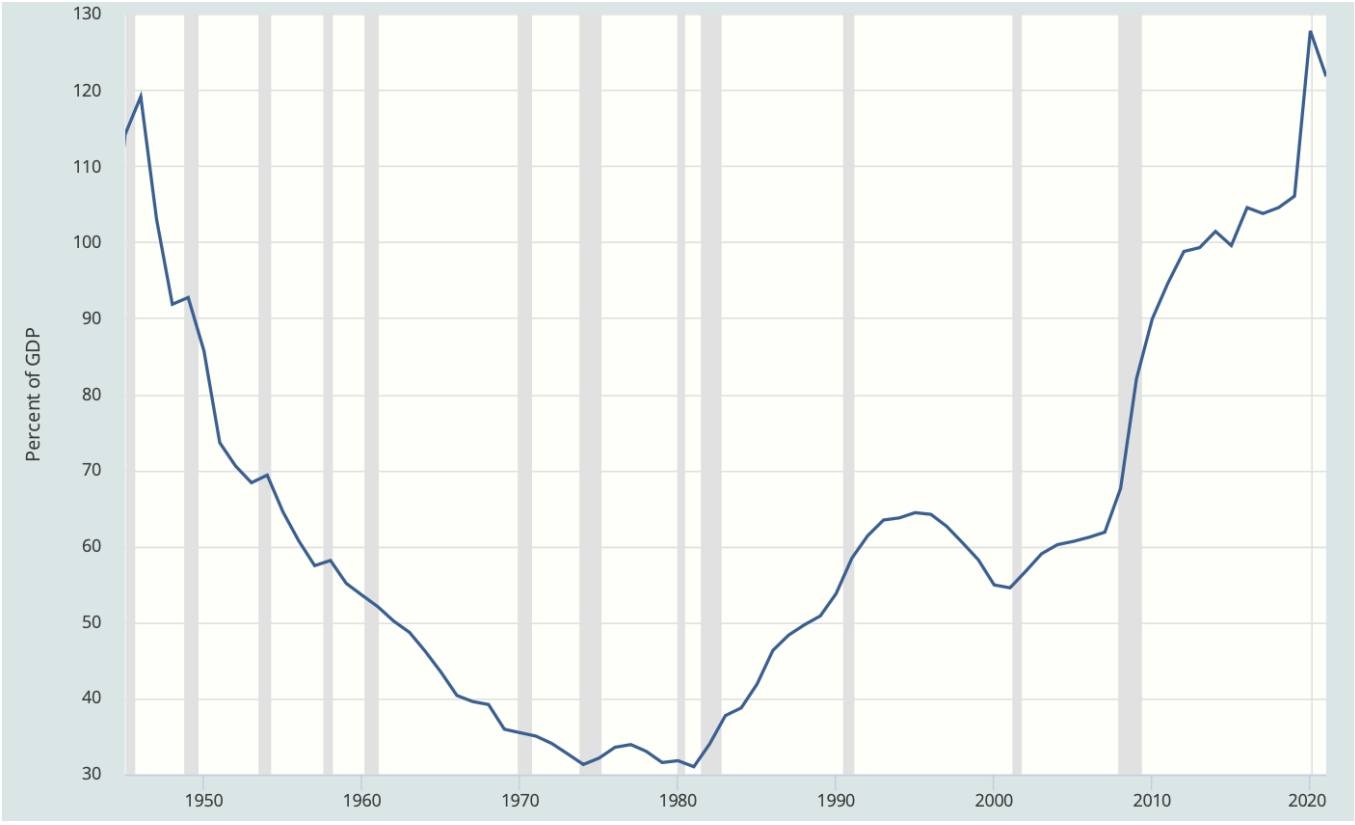
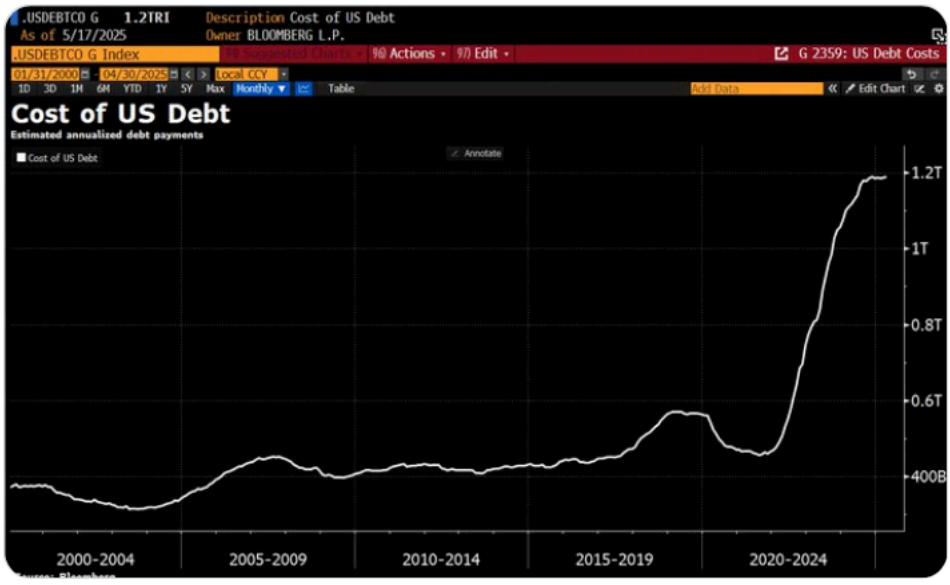


Figure 1: Federal debt held by the public as percent of GDP. Shaded areas indicate U.S. recessions. Sources: OMB; St. Louis Fed. Retrieved from FRED: https://fred.stlouisfed.org/series/FYGFGDQ188S.

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. 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.

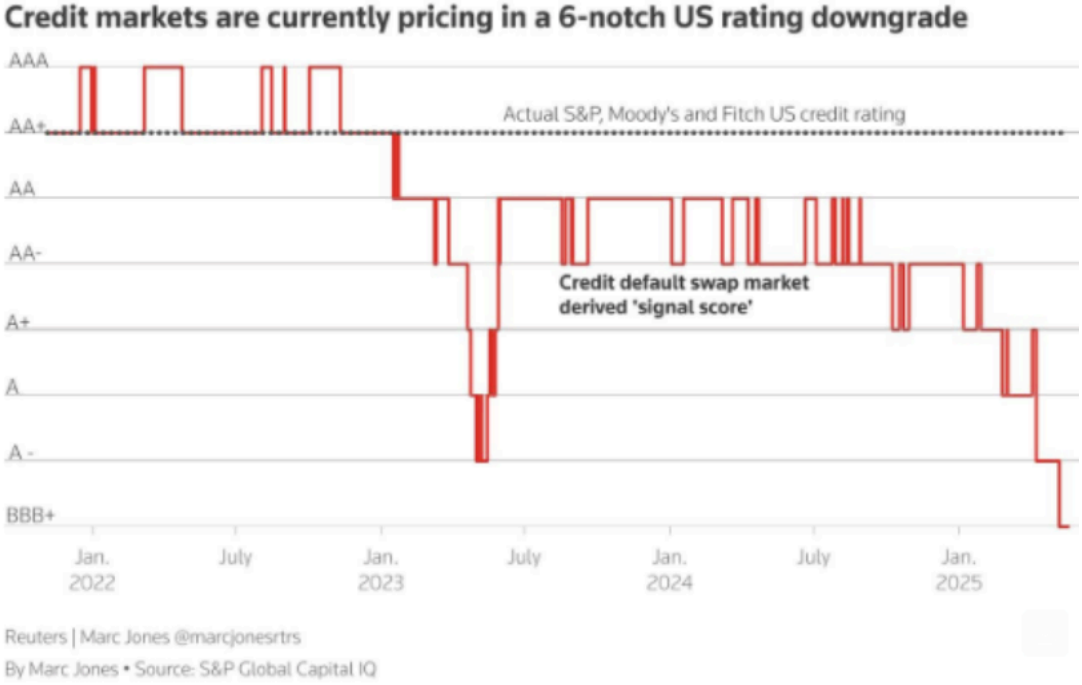
Dans cet article, nous proposons un mécanisme d'économie politique qui explique la présence de régimes budgétaires ponctués de périodes de crise, comme ceux de la figure 1. Notre modèle se concentre sur l'interaction dynamique entre des gouvernements successifs enclins au déficit et soumis à des chocs 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 ». L'agence S&P avait agi dès 2011 et l'agence Fitch en 2023.
Notes :

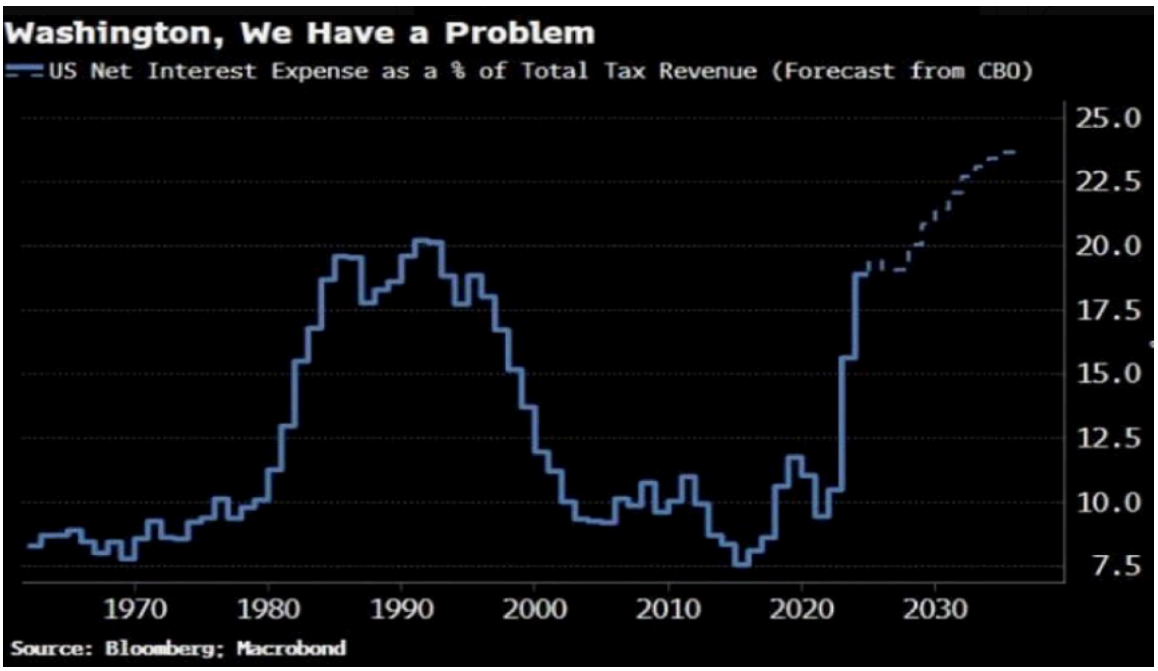
• « Les marchés du crédit anticipent actuellement [mi-mai] une dégradation de la note de crédit des États-Unis de 6 niveaux, ce qui leur donnerait une note de BBB+ (notation Fitch), légèrement supérieure à la note d'investissement » (Barchart)



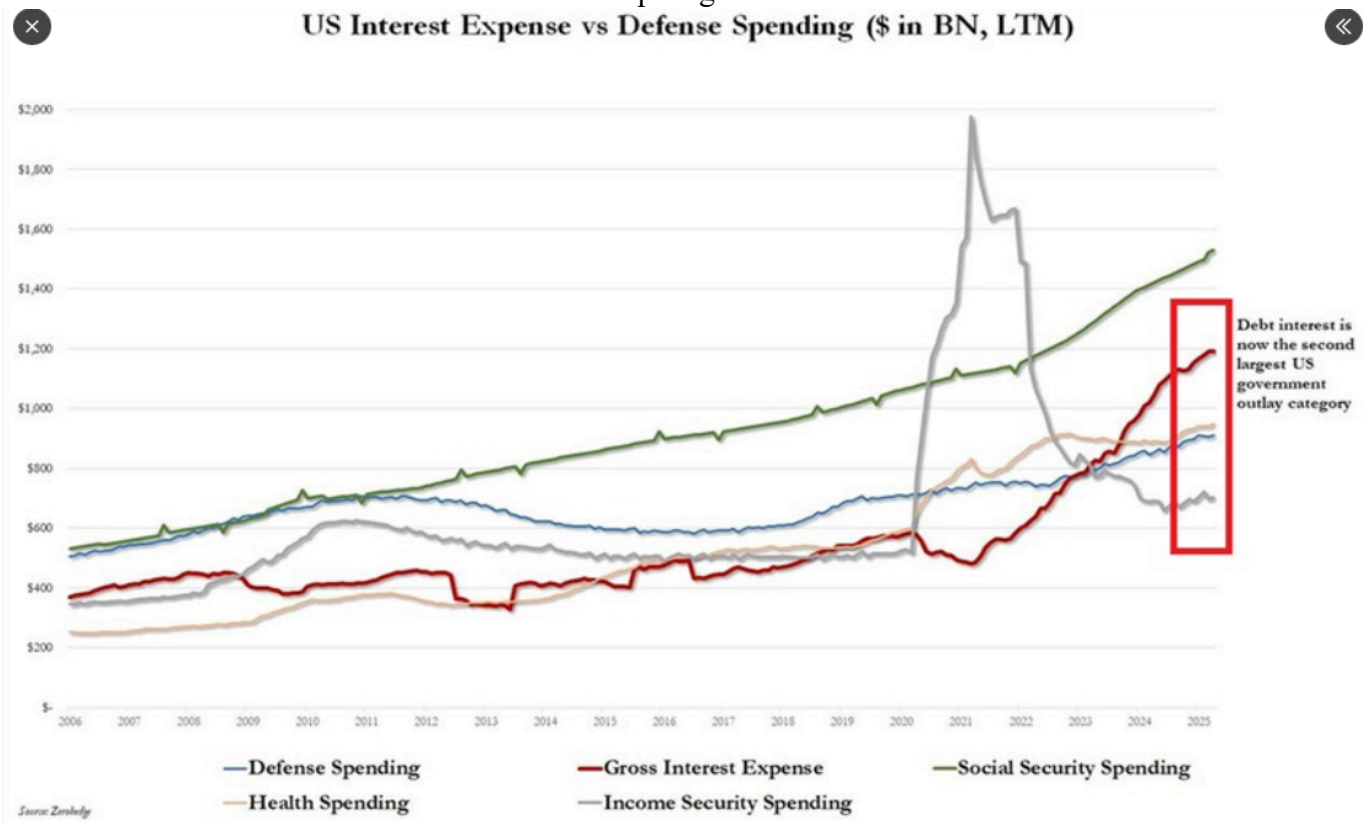
Note sur les notations d'agences :

Moody's		S&P		Fitch		Commentaire
Long terme	Court terme	Long terme	Court terme	Long terme	Court terme	
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	A1+	*Prime.* Sécurité maximale
Aa1		AA+		AA+		*High Grade.* Qualité haute ou bonne
Aa2		AA		AA		
Aa3		AA-		AA-		
A1		A+	A-1	A+	A1	*Upper Medium Grade* Qualité moyenne supérieure
A2		A		A		
A3	P-2	A-	A-2	A-	A2	
Baa1		BBB+		BBB+		*Lower Medium Grade* Qualité moyenne inférieure
Baa2	P-3	BBB	A-3	BBB	A3	
Baa3		BBB-		BBB-		
Ba1	Not Prime	BB+	B	BB+	B	*Non Investment Grade* Spéculatif
Ba2		BB		BB		
Ba3		BB-		BB-		
B1		B+		B+		Hautement spéculatif
B2		B		B		
B3		B-		B-		
Caa		CCC+	C	CCC	C	Risque substantiel. En mauvaise condition
Ca		CCC				Extrêmement spéculatif
C		CCC-				Peut-être en défaut
/		D	/	DDD	/	En défaut
/				DD		
/				D		

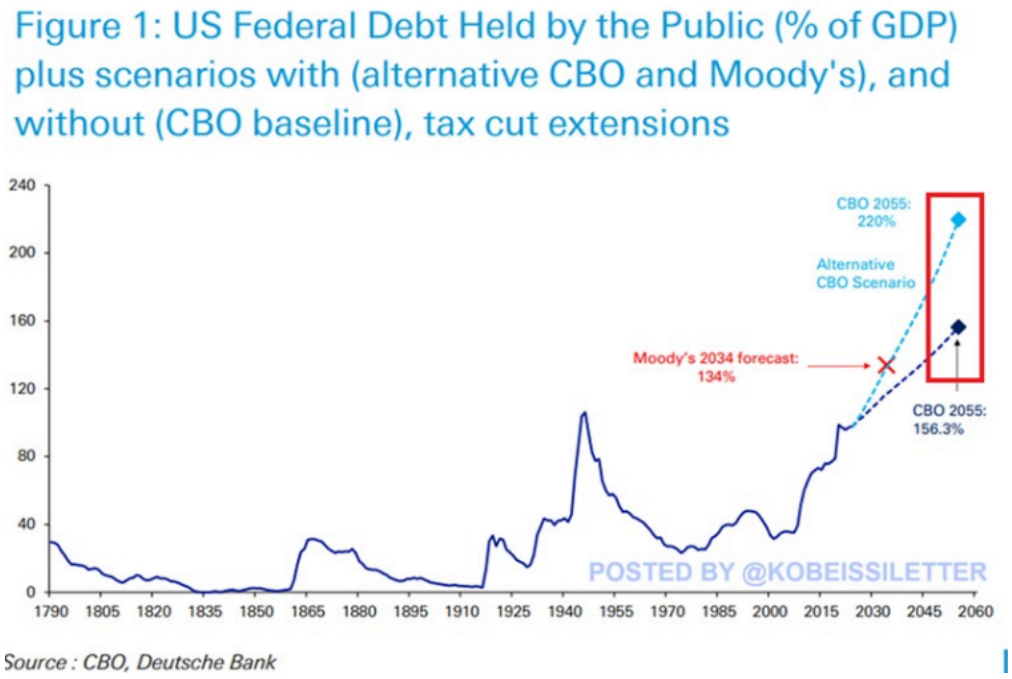
• Environ 20 % de toutes les recettes fiscales américaines sont utilisées pour payer les intérêts de la dette, approchant un niveau record :



Sur cette question des intérêts de la dette, le vendredi 20 mai, « The Kobeissi Letter » donne une statistique qu'il juge choquante : « les intérêts annuels sur la dette américaine ont atteint 1 200 milliards de dollars au cours des 12 derniers mois. En d'autres termes, les États-Unis paient désormais 3,3 milliards de dollars d'intérêts par jour. Les intérêts annuels dépassent désormais les dépenses de santé et de défense d'environ 300 milliards de dollars. Les intérêts constituent également la deuxième dépense publique la plus importante, juste 300 milliards de dollars après la Sécurité sociale. Par conséquent, les paiements d'intérêts représentent environ 18 % de tous les impôts payés, soit un peu moins que le record de 19 % observé dans les années 1980, lorsque les taux d'intérêt atteignaient 19 %.
Les intérêts sur la dette fédérale constituent notre plus grande crise » :

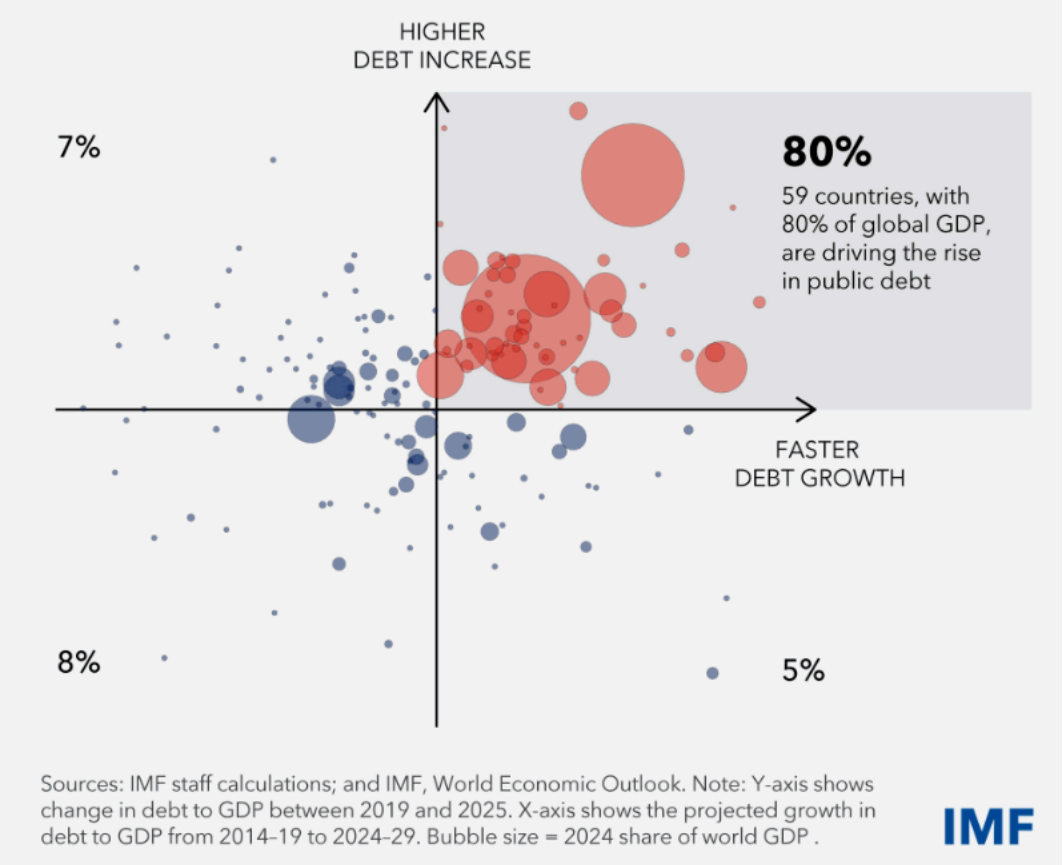


Le 21 mai, également « The Kobeissi Letter », sur X, reprend le schéma suivant sur l'évolution possible de la dette publique américaine ; et suit son commentaire :

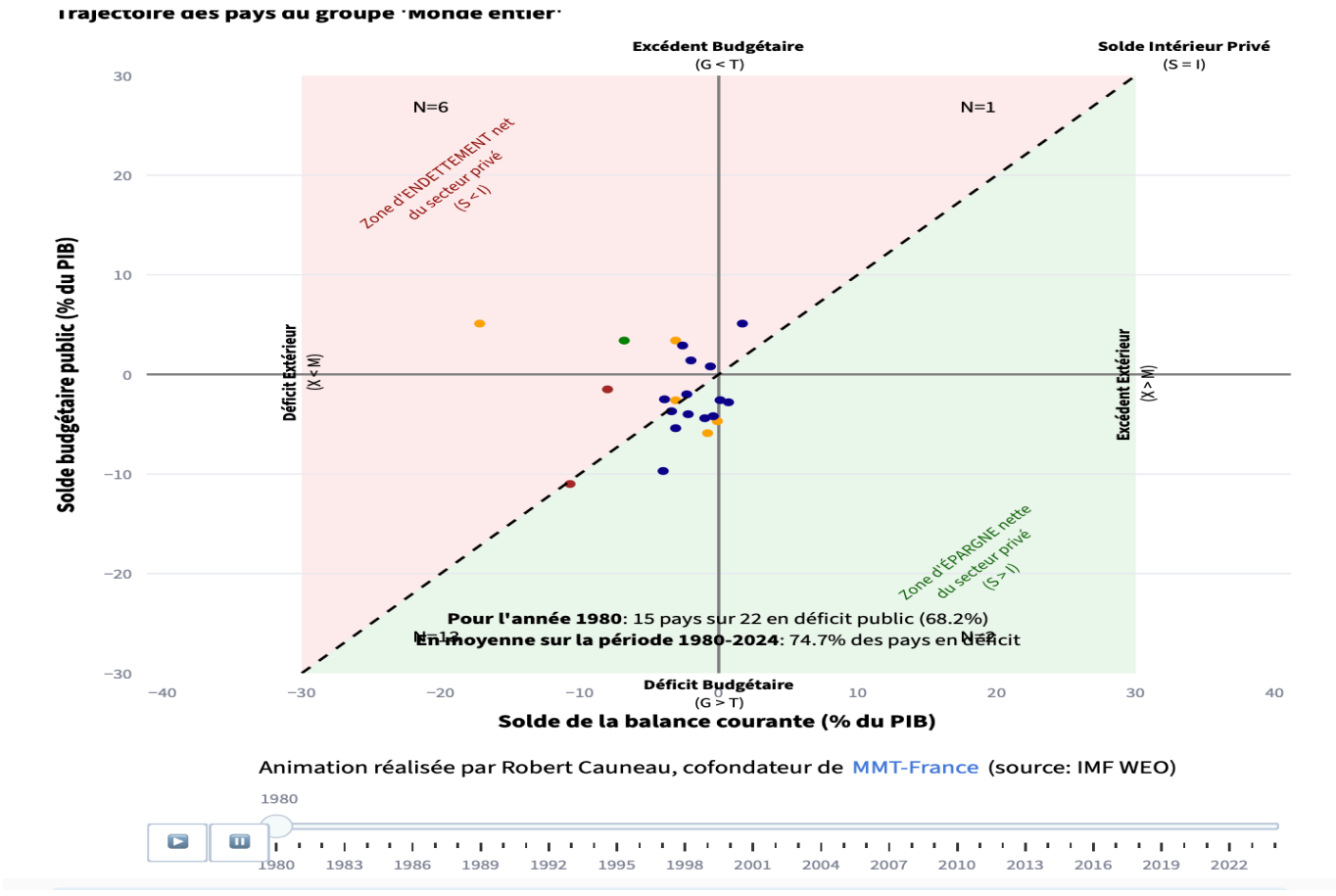


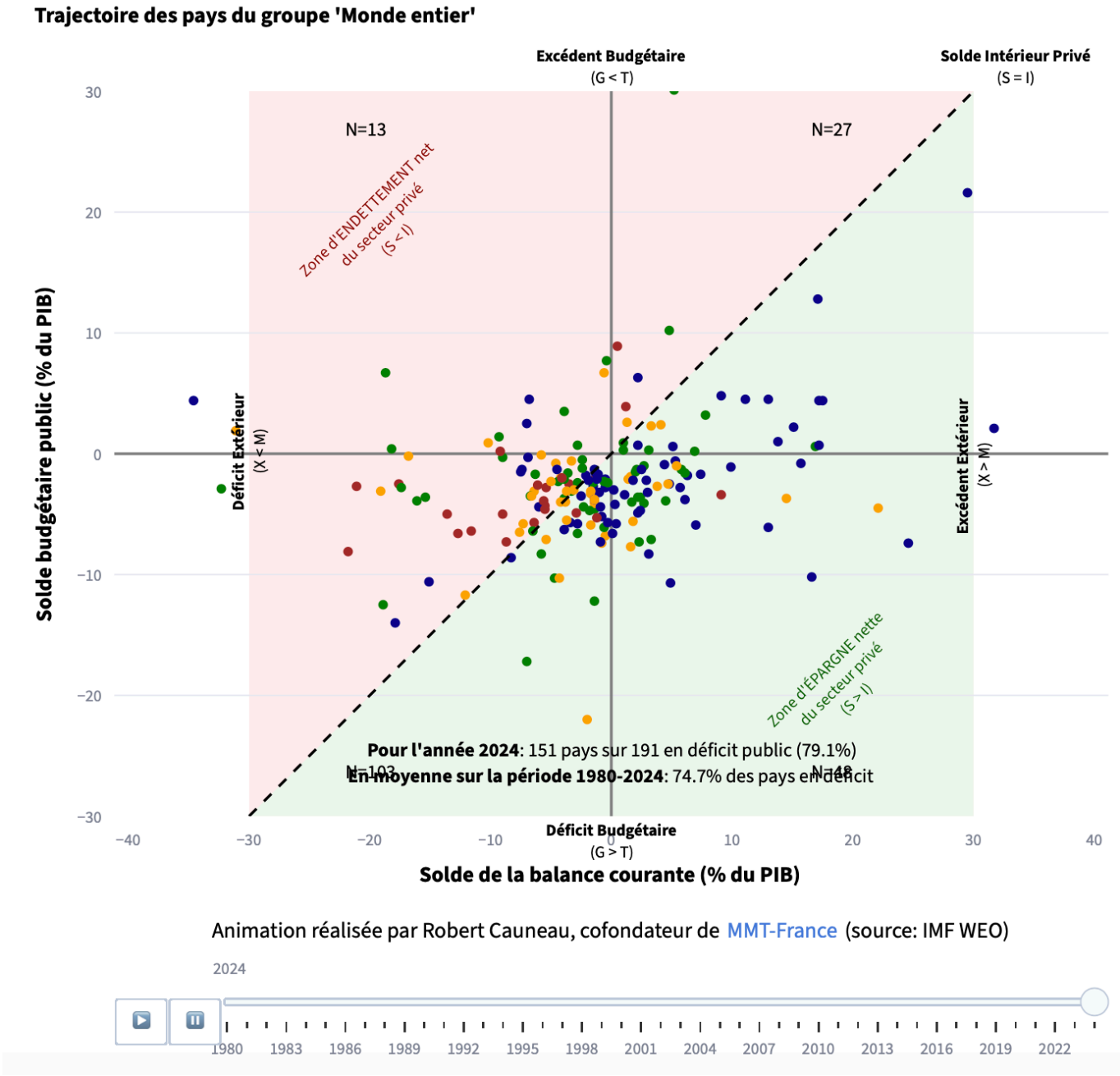
« Cela représenterait une augmentation considérable de 64 points de pourcentage par rapport à la projection de référence.
Dans ce cas, le déficit budgétaire atteindrait 12,3 % du PIB d'ici 2054, soit 5 points de pourcentage de plus que la prévision de base. Ce serait même plus élevé que les 9,8 % enregistrés 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 même « The Kobeissi Letter », écrit le 3 juin : « Dure réalité : même avec des coupes budgétaires de "filet de sécurité", le nouveau projet de loi de dépenses ajoutera environ 3 000 milliards de dollars à la dette américaine au cours des 10 prochaines années. Si l'on tient compte des frais d'intérêt supplémentaires sur cette dette (avec la hausse des taux), elle atteindra probablement près de 5 000 milliards de dollars d'ici 2035. Pour couronner le tout, ces prévisions ne supposent aucune récession au cours des 10 prochaines années, auquel cas le déficit colossal pourrait doubler les prévisions.
Lorsque @ElonMusk a commencé à collaborer avec DOGE, son objectif était de réduire de 1 000 milliards de dollars les dépenses fédérales d'ici la fin de l'exercice 2025. Au lieu de cela, nous nous apprêtons à enregistrer un déficit de 1 900 milliards de dollars pour l'exercice 2025, soit 6,2 % du PIB, au moment même où le nouveau projet de loi de dépenses sera adopté. Jusqu'à présent, DOGE a réduit les dépenses publiques d'environ 175 milliards de dollars, mais ce montant devrait être multiplié par 17 au cours des dix prochaines années. Même si les rendements augmentent et envoient des signaux d'alarme face à la faible demande d'émissions d'obligations, le déficit budgétaire s'aggrave.
Objectivement, nous sommes sur une trajectoire budgétaire intenable ».

Notes :
• Les niveaux d'endettement public sont à la fois plus élevés qu'avant la pandémie et augmentent plus rapidement dans les économies qui représentent 80 % du produit intérieur brut mondial :



• Robert Cauneau publie un « paneau de contrôle » animé qui peut laisser penser qu'en réalité un pays en déficit public est le cas courant… (https://rcauneau-carte-soldes-sectoriels.hf.space) :





Le 10 juillet, à l'occasion de la « 17th Annual Martin Feldstein Lecture », l'économiste très connu Gregory Mankiw, professeur à Harvard, fait une conférence sur la trajectoire budgétaire et l'évolution de la dette publique (https://www.nber.org/sites/default/files/2025-07/Martin%20Feldstein%20Lecture%202025%20Final.pdf).

À la fin de son introduction, G. Mankiw présente le plan de son analyse : « Il n'existe que cinq moyens d'enrayer cette tendance haussière [de la dette publique] : (1) une croissance économique exceptionnelle, (2) un défaut de paiement de l'État, (3) une création monétaire massive, (4) des réductions substantielles des dépenses publiques et (5) d'importantes hausses d'impôts. Je vous encourage à essayer d'attribuer des probabilités à ces scénarios possibles. Pris individuellement, chacun de ces scénarios semble hautement improbable. Mais la somme des probabilités que vous attribuez doit être égale à au moins un. Je dis « au moins » car plusieurs de ces scénarios pourraient se produire.

Examinons chacune de ces possibilités tour à tour »

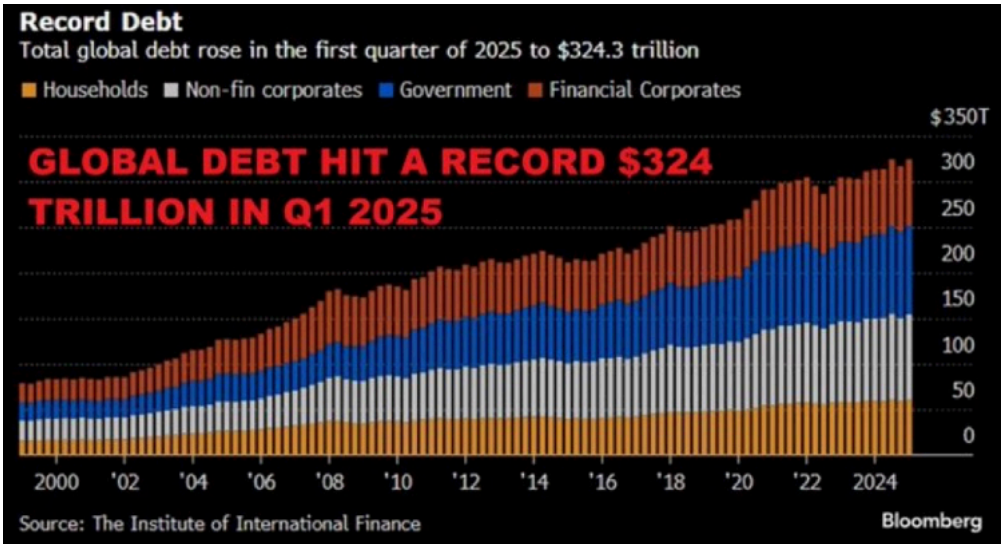
Et sa conclusion se termine ainsi : « Dans le monde réel, la solution doit venir de nos représentants élus, qui savent que toute solution imposera des souffrances considérables à la génération actuelle d'électeurs. Pour la plupart des politiciens, se faire réélire est leur priorité absolue. Mettre en œuvre de bonnes

politiques est plus loin dans leur liste. Il est possible, voire probable, qu'une solution n'intervienne que lorsque les marchés financiers n'auront plus d'autre choix pour les décideurs politiques. Ce scénario serait désagréable pour presque tout le monde. Mais si Marty Feldstein était parmi nous aujourd'hui, il nous donnerait sans doute des raisons d'être plus optimistes. Ses nombreux éditoriaux – dont beaucoup ont été rédigés avec Kate – reposaient sur la conviction qu'un public plus instruit adopterait une politique économique plus rationnelle. Peut-être que cela pourra se produire cette fois-ci. Les États-Unis ont connu des baisses substantielles de leur dette publique par rapport au PIB, sans perturbations économiques majeures, de 1790 à 1830, de 1870 à 1910 et de 1945 à 1975. L'avenir budgétaire sera peut-être aussi clément. Je ne vois pas encore le chemin à suivre à travers les méandres politiques, mais j'espère qu'il est là, prêt à être trouvé ».

b) Données sur la dette mondiale

Le mois de mai se termine par **un « fil » très intéressant et important sur la dette mondiale**, déroulé sur X par « StockMarket.News » (qui sera poursuivi le 9 juin suivant) :

« La dette mondiale vient d'atteindre 324 000 milliards de dollars. Cela représente trois fois la taille de l'économie mondiale. Ce n'est pas qu'un chiffre, c'est une bombe à retardement. Voici ce que personne ne vous dit sur le plus grand risque financier de notre vie.



Analysons les choses : le PIB mondial combiné (la totalité de la production annuelle de chaque pays) s'élève à environ 110 000 milliards de dollars. Mais la dette mondiale totale s'élève à 324 000 milliards de dollars ; nous avons emprunté plus que nous n'en créons. Soit un ratio dette/PIB supérieur à 290 %. Historiquement, c'est insensé.

D'où vient cette dette de 324 000 milliards de dollars ? Elle se répartit entre quatre secteurs principaux :

États : environ 100 000 milliards de dollars
Particuliers : environ 55 000 milliards de dollars
Entreprises non financières : environ 94 000 milliards de dollars
[soit un total de dette pour les « agents non financiers » d'un peu moins de 150 000 milliards]
Entreprises financières : environ 70 000 milliards de dollars

Décomposons ce que cela signifie concrètement.

Dette publique (environ 100 000 milliards de dollars) : il s'agit de l'émission d'obligations par les pays qui empruntent de l'argent. Ils promettent de rembourser les prêteurs (avec intérêts) au fil du temps.

Elle servait autrefois à financer toutes sortes de projets, des routes aux guerres en passant par l'aide sociale. Mais le hic : de nombreux pays empruntent pour payer les intérêts de leurs dettes antérieures.

Dette des ménages (environ 55 000 milliards de dollars) : cela comprend votre prêt immobilier, vos prêts automobiles, vos cartes de crédit et vos prêts étudiants. Dans de nombreux pays développés (comme les États-Unis), la dette hypothécaire à elle seule se chiffre en milliers de milliards. L'argent bon marché après 2008 = une société habituée à emprunter, mais aujourd'hui, les taux d'intérêt grimpent.
Dette des entreprises non financières (environ 94 000 milliards de dollars) : les entreprises empruntent pour se développer, investir ou survivre. Sains lorsqu'ils sont bien gérés, mais dans un contexte de taux bas, des entreprises zombies sont apparues, des entreprises qui ne survivent qu'en refinançant leur dette. Hausse des taux = surveillance du cimetière.
Dette des entreprises financières (environ 70 000 milliards de dollars) : les banques, les assureurs, les fonds d'investissement et d'autres entités financières empruntent également. Une grande partie de cette dette sert à financer des prêts ou des investissements. Mais ces entreprises sont étroitement liées ; un seul défaut majeur peut provoquer un effondrement en cascade (crise financière de 2008).
Alors, à qui appartient exactement toute cette dette ? La dette est simplement le passif de quelqu'un et l'actif de quelqu'un d'autre. Les fonds de pension, les banques, les fonds communs de placement, les gouvernements, les banques centrales, les compagnies d'assurance, et même vous (via des comptes d'épargne ou des ETF) détenez des dettes. C'est un gigantesque réseau mondial de reconnaissances de dette.
Et voici le hic : les pays se doivent de l'argent les uns aux autres. Le Japon possède des bons du Trésor américain. Les fonds de pension américains détiennent des obligations des marchés émergents. Tout est interconnecté. Une secousse majeure dans un pays → un séisme financier partout.

Zoom sur les États-Unis, premier pays débiteur mondial. La dette fédérale américaine totale dépasse 36 000 milliards de dollars. C'est plus que le PIB de la Chine, du Japon, de l'Allemagne et de l'Inde réunis. Ratio dette/PIB ? Environ 135 %. En 2000, il n'était que de 55 %. C'est une accélération historique.

- Dette nationale : 36 900 milliards de dollars
- paiements d'intérêts : supérieurs aux dépenses de défense
- Dette projetée en 2055 : jusqu'à 268 % du PIB

Nous n'empruntons plus pour construire des ponts ou investir dans les technologies. Nous empruntons pour payer les intérêts de nos emprunts précédents.

Pourquoi une telle situation ?

Quatre facteurs majeurs :

- Vieillissement de la population – Plus de retraités = plus de couverture sociale et d'assurance maladie.
- Hausse des coûts de santé – Les États-Unis dépensent plus pour la santé que n'importe quel pays riche.
- Faiblesse des recettes – Les baisses d'impôts de 2017 ont réduit les revenus sans réduire les dépenses.
- Paiements d'intérêts – Désormais le poste budgétaire fédéral qui connaît la croissance la plus rapide.

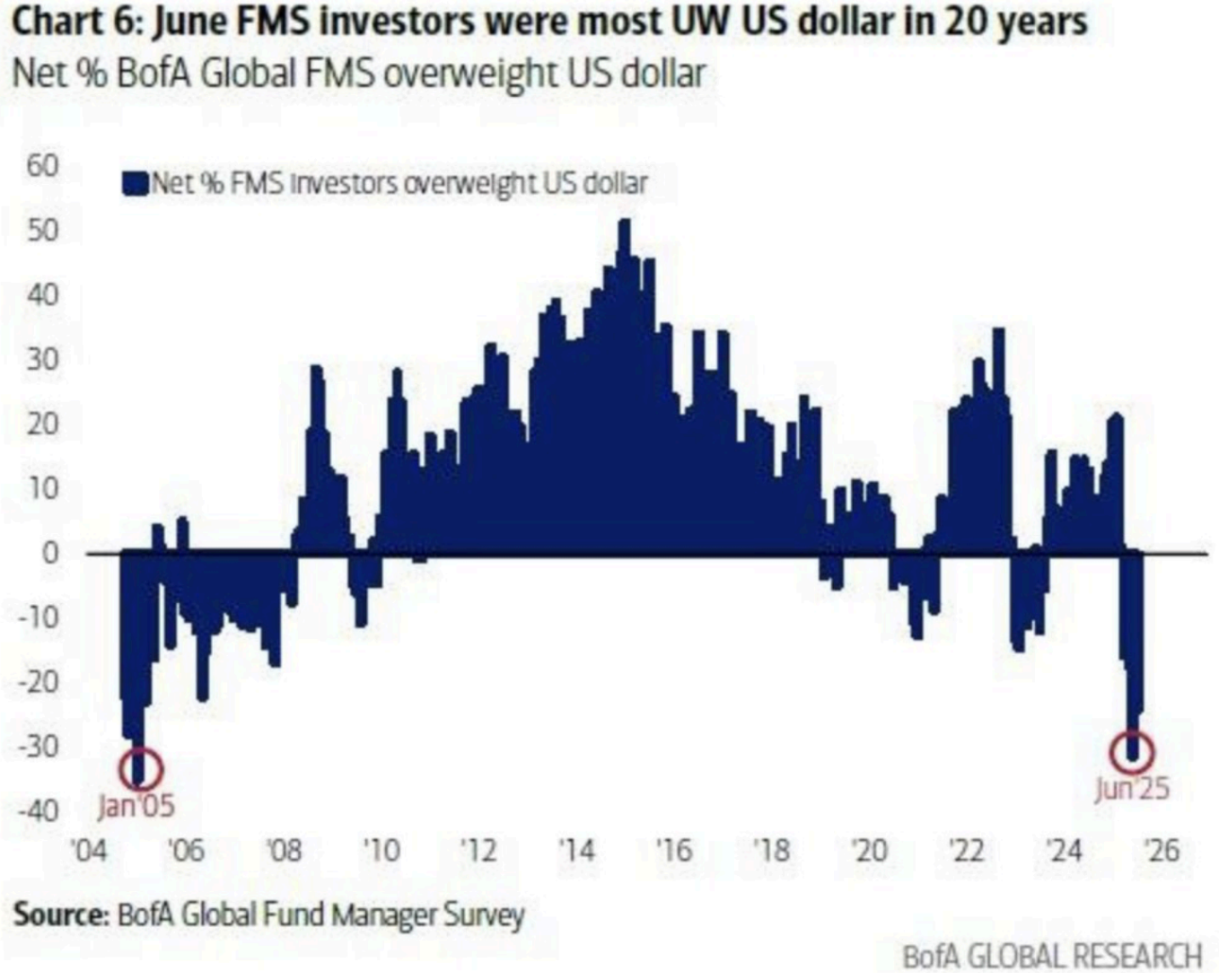
La Sécurité sociale et Medicare sont des dépenses obligatoires. Elles ne sont pas votées chaque année, elles sont automatiques. Et leur croissance explose. D'ici 2054, elles atteindront 10,5 % du PIB. Si l'on ajoute les intérêts, le service de la dette représentera plus de dépenses que tout le reste.

Lorsque le gouvernement emprunte des milliers de milliards, il accapare des capitaux qui auraient pu être investis dans les start-ups, la R&D ou la construction d'usines ; d'où un effet d'éviction : alors, moins d'investissement privé = innovation ralentie = moins d'emplois = salaires plus bas. C'est un frein à la croissance à long terme.

Voici les prévisions pour l'économie américaine si l'on continue d'ignorer la dette :

- Le PIB chute de 1 800 milliards de dollars d'ici 2075
- 3,6 millions d'emplois en moins
- Les salaires chutent de 5,3 %
- L'investissement privé baisse de 21,6 %
- Le patrimoine des ménages diminue de 24 000 à 36 000 dollars
- Les taux hypothécaires augmentent d'environ 1 %.

Les conséquences mondiales sont tout aussi graves : les marchés émergents sont durement touchés. Ils paient les taux d'intérêt réels les plus élevés depuis dix ans simplement pour emprunter. Objectifs climatiques ? Hors de question. Croissance ? Ralentissement. Refinancement ? Risqué. Aide des pays riches ? Beaucoup moins !
Et le dollar ? Il est lui aussi en danger. Les États-Unis jouissent du “privilège exorbitant“ d’imprimer la monnaie de réserve mondiale. Mais la confiance s’effrite. La dégradation de la note de crédit n’est qu’un début. Même les alliés recherchent des alternatives comme le yuan, l’or et les cryptomonnaies.
Note : le 6 août, Barchart constate que « les gestionnaires de fonds sont les plus pessimistes sur le dollar américain depuis 20 ans » :



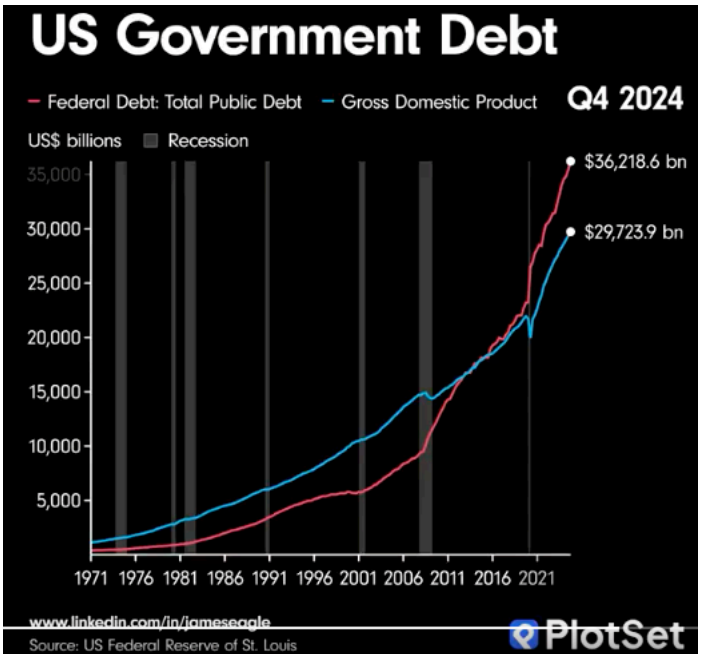
Les banques centrales avaient l'habitude d'acheter des quantités massives de dettes. Ce n'est plus le cas.
Leur part dans les obligations de l'OCDE est passée de 29 % en 2021 à 19 % en 2024.
Les investisseurs et les ménages étrangers interviennent, mais ils sont plus sensibles aux prix, ce qui signifie qu'ils exigeront des rendements plus élevés, ou qu'ils fuiront.
Ce changement pourrait rendre les marchés beaucoup plus volatils. Les grands investisseurs pourraient se retirer brutalement, provoquant de fortes hausses des taux et déclenchant la panique, surtout si un grand pays (comme l'Italie, le Japon ou les États-Unis) montre des signes de difficultés budgétaires. Il s'agit d'un risque de contagion.
Il s'agit d'un problème intergénérationnel. Nous hypothéquons l'avenir pour financer le présent. Nos enfants et petits-enfants hériteront, en supposant que le système tienne :

- Une croissance plus lente
- Des salaires plus bas
- Des impôts plus élevés

- Un manque d'innovation
- Des filets de sécurité sociale plus faibles

Mais le système peut s'effondrer : il ne s'effondrera pas du jour au lendemain. Mais alors, il s'effondre, il évince, il cannibalise. Jusqu'au jour où les marchés vacillent et la crise est là.

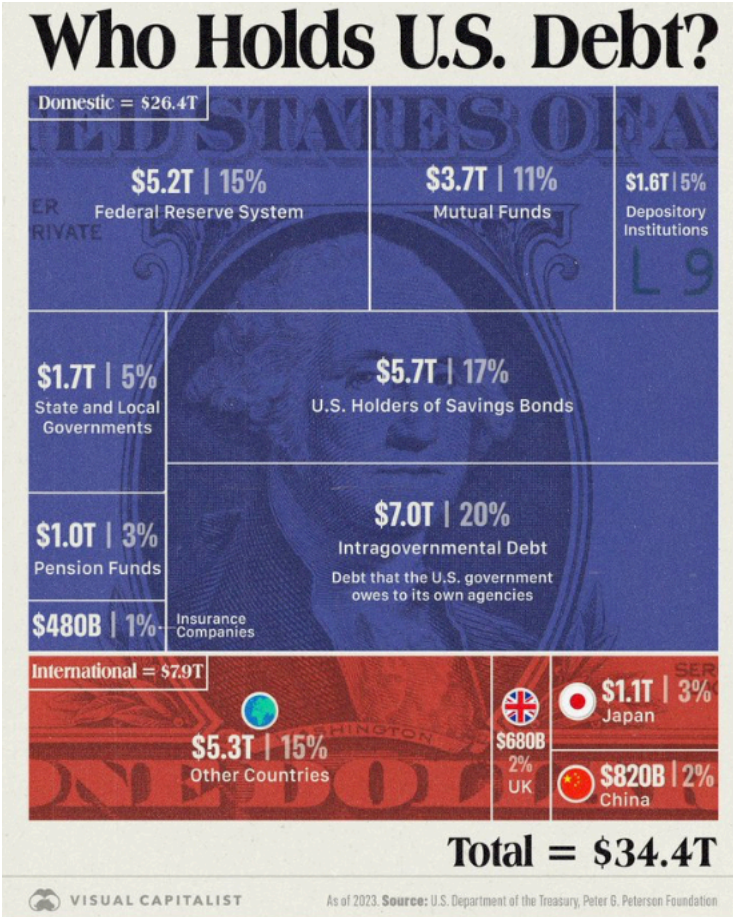
Les années 2020 pourraient bien être notre dernière chance de remédier à la situation avant qu'il ne soit trop tard.



Où *les États-Unis* empruntent-ils ?
Environ 66 % auprès d'investisseurs nationaux (banques, fonds, Fed).
34 % auprès de pays étrangers. Principaux détenteurs étrangers :

- 🇯🇵 Japon
- 🇨🇳 Chine
- 🇬🇧 Royaume-Uni
- 🇧🇸 Paradis fiscaux des Caraïbes (oui, vraiment)

Note : voici un schéma de « Visual Capitalist » publié courant juin :



Pourquoi les États-Unis s'en sortent-ils impunément ? Grâce au dollar. C'est la monnaie de réserve mondiale. Tous les pays veulent des dollars. Chaque banque centrale stocke des dollars pour que les États-Unis puissent emprunter davantage que les autres pour l'instant.
Mais des fissures apparaissent. Les États-Unis dépensent désormais plus en intérêts qu'en défense. En 2025, ce montant dépassera 3,3 % du PIB et continuera d'augmenter. La dette devient un trou noir dans le budget fédéral.
Pendant ce temps, les agences de notation tirent la sonnette d'alarme.

- Moody's a abaissé la note des États-Unis en 2025
- S&P et Fitch l'ont abaissé plus tôt

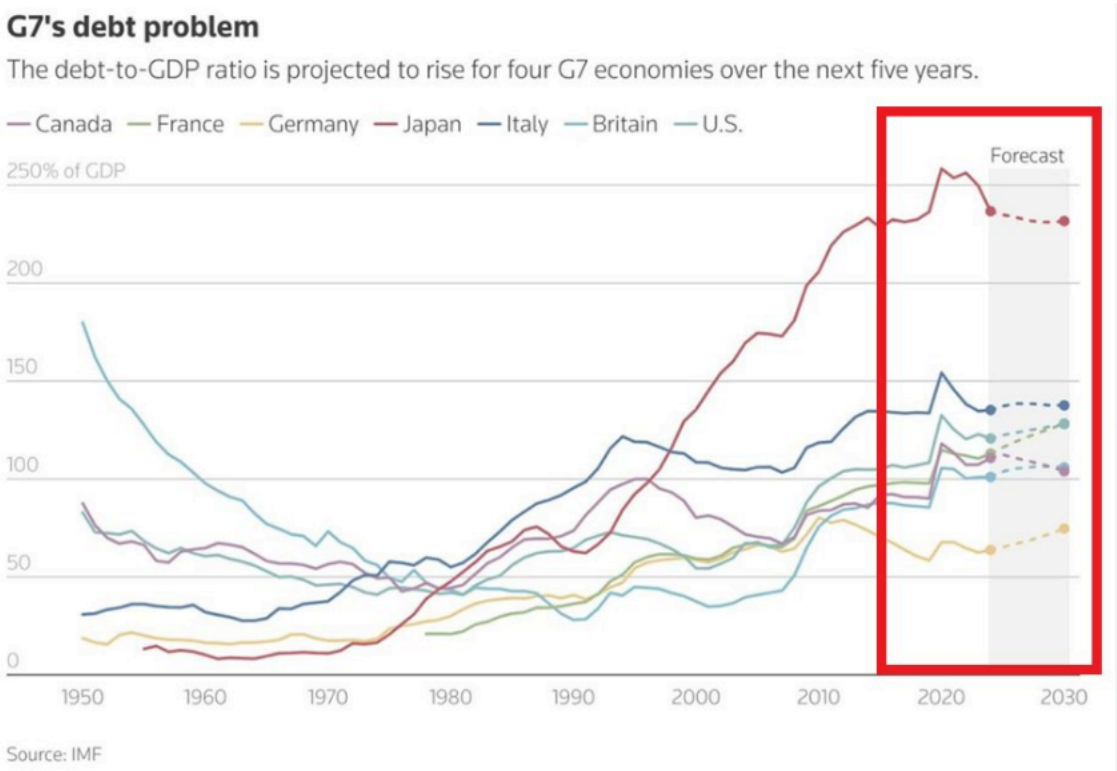
Pourquoi ? « Trajectoire budgétaire insoutenable ». Traduction : Nous empruntons plus et plus vite que nous ne pouvons rembourser. Les taux d'intérêt augmentent rapidement et la dette redevient soudainement chère. Les gouvernements sont pris au piège, qu'ils ont eux-mêmes créé.
Il ne s'agit pas seulement des États-Unis. L'emprunt mondial a explosé depuis 2008. La COVID-19 a alimenté la crise, les banques centrales ont imprimé des milliers de milliards. Depuis 2019, les émissions mondiales de dette souveraine ont presque doublé. Elles sont passées d'environ 9 000 à 18 000 milliards de dollars par an. Cela signifie que les gouvernements empruntent deux fois plus vite qu'avant la COVID, et ce rythme ne ralentit pas. Il ne s'agit plus d'une réponse à la crise, mais d'une réponse *structurelle*.
Les pays développés sont les principaux moteurs de cette croissance. Sur les 18 000 milliards de dollars émis en 2024, environ 16 000 milliards de dollars provenaient des économies riches. Ces pays accumulent des dettes non seulement en raison de situations d'urgence, mais aussi du vieillissement de leur population, de budgets gonflés et de la hausse des paiements d'intérêts.
On sait que quand le taux d'intérêt réel (r) est plus élevé que le taux de croissance (g) - r>g -, la dette est difficile à gérer car les intérêts s'accumulent à un rythme plus grand que la croissance économique, et plus facile à gérer dans le cas contraire (r<g). Les États-Unis ont eu la chance pendant des années de maintenir un ratio r inférieur à g. Mais aujourd'hui, les taux augmentent rapidement… et la croissance ralentit. Nous entrons dans un monde où r > g, ce qui signifie que la dette devient un problème aggravant. Il y a une spirale d'endettement.

Les États-Unis avaient autrefois beaucoup de marge de manœuvre budgétaire, leur permettant d'emprunter davantage en cas d'urgence. En 2017, notre dette par rapport au PIB atteignait environ 73 % : la marge de manœuvre était considérable. La dette atteint 124 % du PIB : la marge de manœuvre budgétaire se réduit.
Une statistique effrayante : une fois la limite budgétaire atteinte, le point où les marchés perdent confiance, il est impossible de s'en sortir par l'emprunt. Les taux d'intérêt flambent. Les investisseurs fuient. Vous êtes contraint de choisir : réduire les dépenses, augmenter les impôts ou faire défaut.
Ce n'est pas une théorie. C'est arrivé en Grèce, en Argentine, au Liban, etc.
En 2020, la dette mondiale a bondi de 28 000 milliards de dollars en un an. Une hausse plus importante que n'importe quelle guerre ou dépression de l'histoire. Nous avons utilisé la dette comme une bouée de sauvetage, mais la tendance est désormais en train de tourner.
Des institutions comme la BRI et le FMI mettent en garde : si la dette continue d'augmenter et que les banques centrales continuent de créer de la monnaie, nous entrerons dans une situation de domination budgétaire où les gouvernements contrôleront les banques centrales uniquement pour se financer.
Cela signifie une inflation permanente, des devises plus faibles et une instabilité financière.
Et voici le hic : plus de 45 % de la dette des pays de l'OCDE arrive à échéance d'ici 2027.
Cela signifie que des milliers de milliards devront être refinancés à des taux d'intérêt plus élevés.
Si les taux restent élevés, les gouvernements devront payer davantage pour se maintenir à flot. C'est le risque de refinancement. Il est énorme.
Pourquoi c'est important : Une dette importante = moins de flexibilité. Moins de marge de manœuvre pour investir dans la croissance future, des impôts plus élevés ou une inflation plus élevée, et un risque accru de chocs financiers. Et si un débiteur majeur faisait défaut ? Ce serait Lehman x10.
Et ensuite ?
Soit :

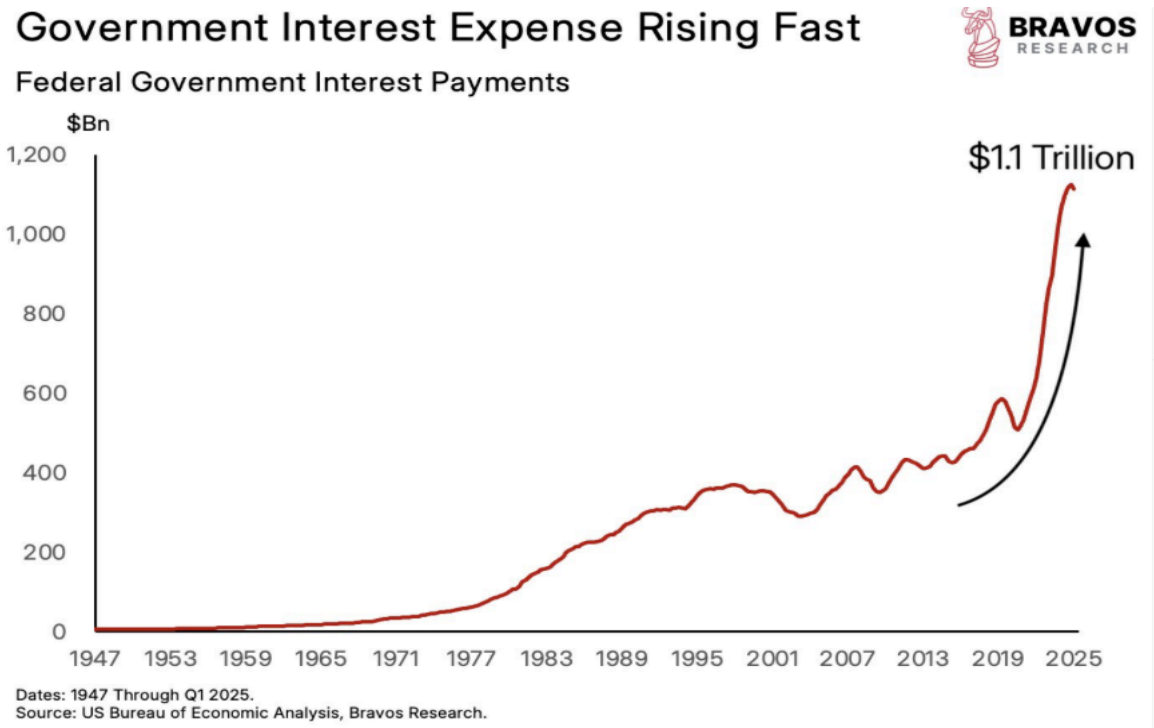
Les gouvernements réduisent les dépenses (peu probable)
Augmentent les impôts (politiquement toxique)
Fuir la dette par l'inflation (probable)

Ou pire : un défaut de paiement.
Aucune de ces solutions n'est sans douleur. Tous les chemins mènent à une certaine forme de prise de conscience économique.
Le monde est accro à la dette.
Nous avons bâti nos économies, nos marchés et notre politique sur des emprunts bon marché, mais le cycle de la dette s'inverse. Et lorsque la marée se retirera, nous verrons qui nageait nu ».

Note sur les pays du G7 : « Global Markets Investor », le 3 juin :
La dette mondiale est colossale : le ratio dette/PIB est supérieur à 100 % dans six des sept pays du G7 et continue d'augmenter.
🇯🇵 Japon : environ 250 %
🇮🇹 Italie, 🇺🇸 États-Unis, 🇫🇷 France, 🇬🇧 Royaume-Uni 🇨🇦 Canada : tous proches ou supérieurs à 100 %
Pour cinq des sept économies du G7, la dette devrait encore augmenter d'ici 2030 :



Le 8 juin, « Bravos Research » insiste sur la gravité de la situation de la dette publique américaine :
« Il s'agit d'un moment véritablement historique pour l'économie américaine.
Les charges d'intérêts du gouvernement américain ont atteint des sommets ces dernières années. Elles ont désormais dépassé le chiffre stupéfiant de 1 100 milliards de dollars. À ce rythme, elles devraient atteindre 1 700 milliards de dollars d'ici 2034.
La dette américaine devient une préoccupation majeure ».



Et le même jour, plusieurs posts sur X donnent également des alertes :
• « Barchart » :

« Les États-Unis devront émettre plus de 10 000 milliards de dollars de bons du Trésor cette année, soit la plus grande émission de bons du Trésor de l'histoire ».

• « Global Markets Investor » :
« Les bons du Trésor américain sont en baisse : le rendement des bons du Trésor à 30 ans a dépassé les 5 %, pour la première fois depuis novembre 2023 ; il atteint son deuxième plus haut niveau depuis la crise financière. Les investisseurs signalent que la crise de la dette américaine est sur le point de prendre un tournant.

<u>Une projection effarante :</u>

« La dette nationale américaine devrait atteindre le montant colossal de 59 000 milliards de dollars au cours des dix prochaines années. Ce chiffre doublerait depuis 2021.
Cette projection ne suppose pas de récession, durant laquelle la dette publique augmenterait plus rapidement » (« Global Markets Investor »).

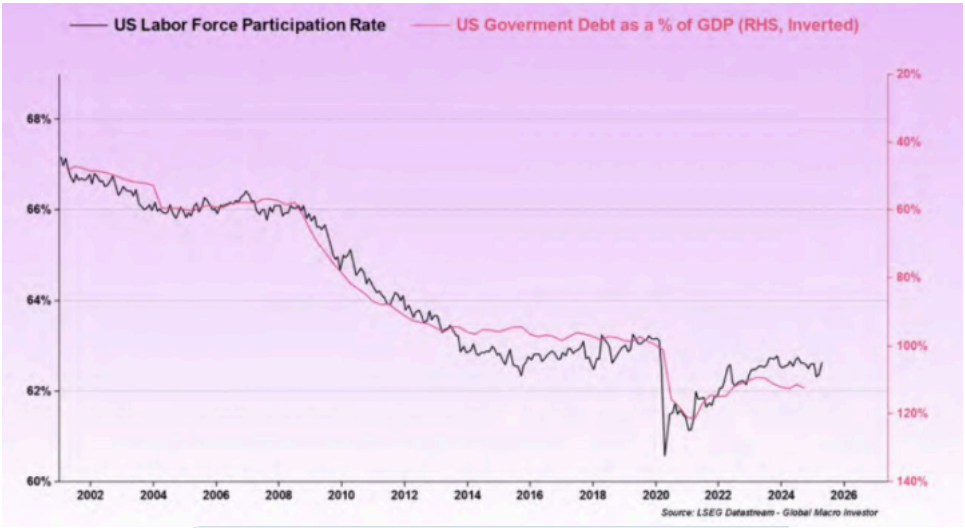
En avril, le FMI a publié un document sur les finances publiques des différents pays, donc voici un tableau donnant l'évolution et les perspectives des ratios de dettes publiques :

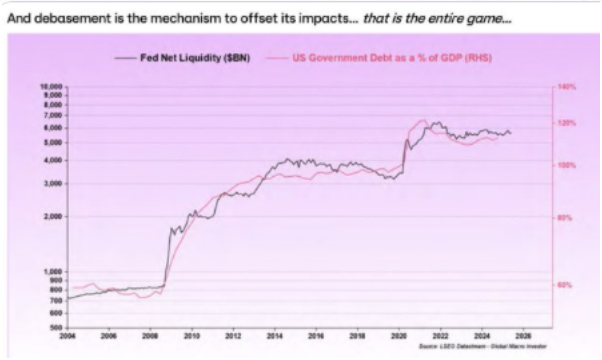
Table 1.2. General Government Debt, 2019-30
(Percent of GDP)

							Projections					
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Gross Debt												
World[1]	**83.8**	**98.9**	**94.0**	**89.9**	**91.3**	**92.3**	**95.1**	**96.7**	**97.5**	**98.2**	**98.9**	**99.6**
Advanced Economies	**103.6**	**122.0**	**115.5**	**109.3**	**108.2**	**108.5**	**110.1**	**110.9**	**111.5**	**112.0**	**112.6**	**113.3**
Advanced Economies excl. US	**100.4**	**114.8**	**109.1**	**101.7**	**99.5**	**98.4**	**99.7**	**100.2**	**100.2**	**100.4**	**100.4**	**100.7**
Canada[2]	90.2	118.1	112.6	104.2	107.7	110.8	112.5	110.9	109.4	107.9	106.2	104.1
Euro Area	83.6	96.5	93.9	89.5	87.4	87.7	88.7	89.7	90.4	91.1	91.9	92.9
France	98.1	114.8	112.7	111.3	109.7	113.1	116.3	119.1	121.6	123.9	126.1	128.4
Germany	58.7	68.0	68.1	65.0	62.9	63.9	65.4	67.0	68.5	70.4	72.5	74.8
Italy	133.8	154.3	145.7	138.3	134.6	135.3	137.3	138.5	138.6	138.2	137.7	137.7
Spain	97.6	119.2	115.6	109.4	105.0	101.8	100.6	99.0	97.6	96.0	94.5	93.0
Japan	236.4	258.4	253.7	248.3	240.0	236.7	234.9	233.7	232.1	231.2	231.1	231.7
United Kingdom	85.7	105.8	105.1	99.6	100.4	101.2	103.9	105.4	106.1	106.5	106.5	106.1
United States[2]	108.2	132.0	124.7	118.8	119.0	120.8	122.5	123.7	124.9	125.9	127.0	128.2
Emerging Market and Developing Economies	**54.5**	**64.1**	**63.2**	**63.4**	**67.4**	**69.5**	**73.6**	**76.7**	**78.4**	**79.7**	**80.9**	**82.0**
Emerging Market and Middle-Income Economies	55.2	65.0	64.0	64.2	68.2	70.3	74.8	78.1	80.0	81.5	82.9	84.2
Emerging Markets excl. China	52.0	61.4	58.4	55.0	57.5	56.7	58.4	59.6	60.0	60.2	60.2	60.1
Excluding MENA Oil Producers	56.8	66.5	65.7	66.7	70.8	72.9	77.3	80.7	82.5	84.0	85.4	86.8
Asia	58.8	68.9	69.6	73.1	77.8	82.3	87.9	92.0	94.3	96.4	98.3	100.2
China[3]	59.4	69.0	70.1	75.5	82.0	88.3	96.3	102.3	105.9	109.2	112.6	116.0
India	75.0	88.4	83.5	82.2	81.2	81.3	80.4	79.6	78.8	77.9	76.9	75.8
Vietnam	41.0	41.3	39.2	34.9	34.4	32.9	33.6	34.9	35.6	36.1	36.6	37.1
Europe	28.4	36.9	34.4	31.8	33.6	34.9	37.9	40.0	40.9	41.6	42.2	42.8
Russia	13.7	19.2	16.5	18.5	19.5	20.3	21.4	22.5	23.7	24.7	25.9	27.2
Latin America	67.5	76.6	70.8	68.3	74.0	70.4	71.6	72.5	72.9	73.0	72.6	72.2
Brazil[4]	87.1	96.0	88.9	83.9	84.0	87.3	92.0	96.0	98.1	99.1	99.4	99.4
Mexico	51.9	58.5	56.7	53.8	52.8	58.4	60.7	61.1	61.1	61.1	61.2	61.3
MENA Region	43.1	54.2	51.3	43.4	44.0	44.6	47.4	49.8	50.8	51.6	52.2	52.5
Saudi Arabia	21.6	31.0	28.6	23.8	26.2	29.9	34.8	38.5	40.9	42.9	44.5	45.9
South Africa	56.1	68.9	68.7	70.8	73.4	76.4	79.6	81.7	83.7	85.5	87.1	88.7
Low-Income Developing Countries	**43.1**	**50.1**	**49.4**	**50.2**	**53.7**	**52.7**	**52.0**	**50.3**	**48.9**	**47.7**	**46.4**	**45.2**
Kenya	59.1	68.0	68.2	67.8	73.0	65.6	68.3	70.2	69.8	68.1	66.2	64.4
Nigeria	30.2	35.6	36.8	40.4	48.7	52.9	52.5	51.6	49.1	47.6	46.4	45.4
Oil Producers	**45.3**	**59.6**	**55.0**	**48.0**	**51.4**	**53.2**	**55.8**	**57.1**	**57.5**	**57.8**	**57.9**	**58.0**

c) Endettement public et démographie

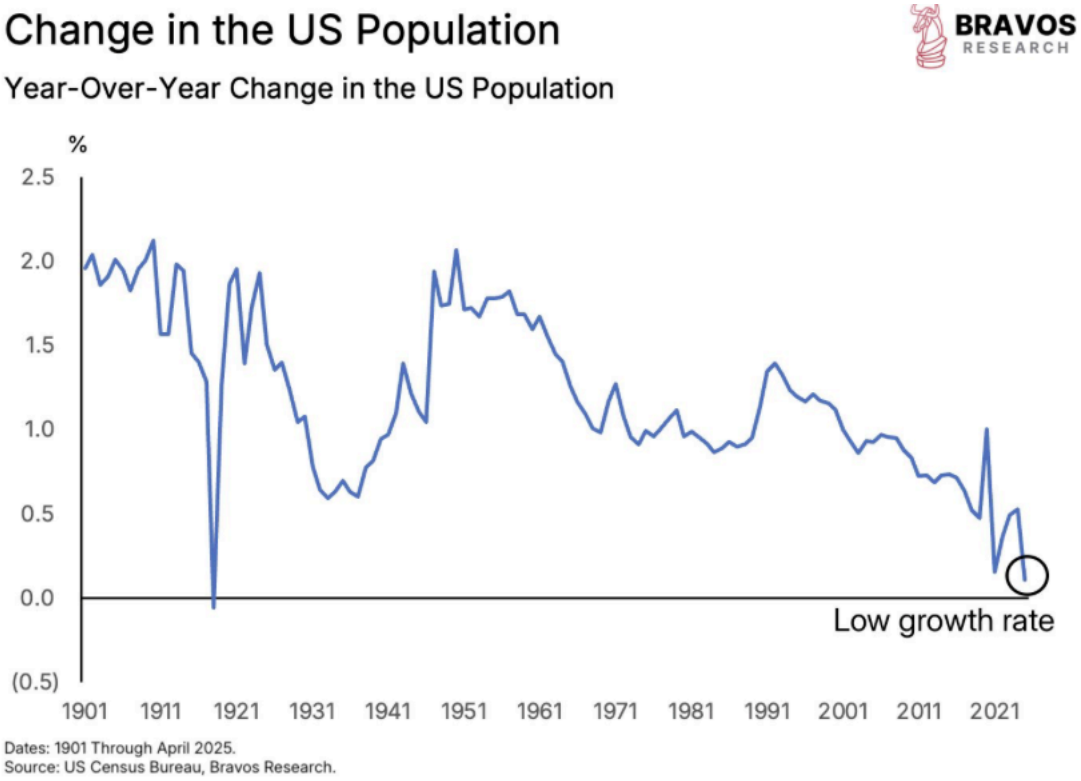
Réflexion très importante de Raoul Pal (sur X, le 3 juin 2025) :
« La démographie est le principal facteur d'endettement.
Au fil du temps, en raison du vieillissement démographique, les gouvernements doivent emprunter davantage pour soutenir la croissance du PIB et payer les intérêts de la dette.
Avec une dette dépassant 100 % du PIB, les flux de trésorerie économiques ne suffisent pas à financer la croissance de la dette. Celle-ci est donc « imprimée » via la liquidité nette de la Fed et, par la réglementation, inscrite au bilan des banques. Cela déprécie la monnaie et abaisse son dénominateur, augmentant ainsi la valeur des actifs rares. Les cryptomonnaies (principalement le Bitcoin) constituent une bouée de sauvetage : elles compensent non seulement la dépréciation annuelle de 8 %, mais gagnent également en valeur grâce aux effets d'adoption.
Ces deux graphiques restent les plus importants de toute la macroéconomie et les moins bien compris.
Tout est une question de démographie. Cela a toujours été le cas.



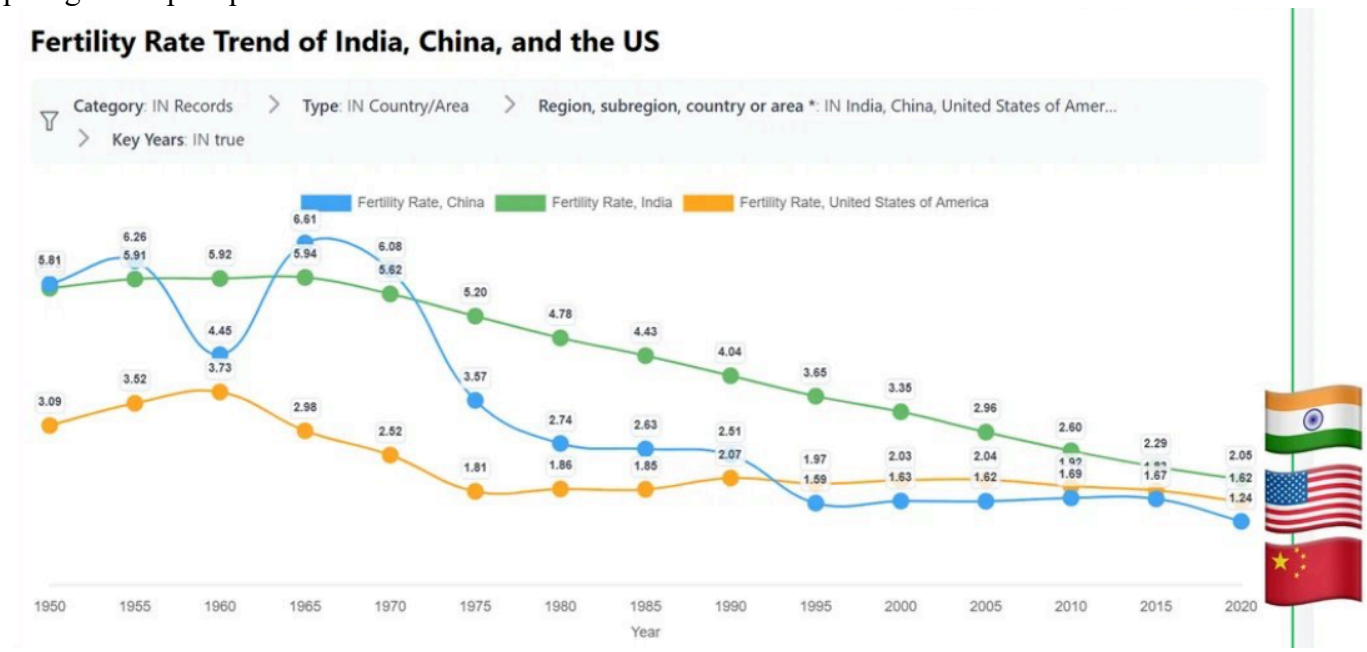


Notes :

• Le 4 juin, « Bravos Research » lance une alerte : « La croissance démographique américaine s'est complètement effondrée. Atteindre des niveaux proches de 0 % = AUCUNE croissance. C'est pire que la Grande Dépression ! »



• Le 21 juin, « Markets & Mayhem » lance lui aussi, par le graphique suivant, une alerte qui est encore plus globale puisqu'elle concerne le destin de la croissance mondiale :



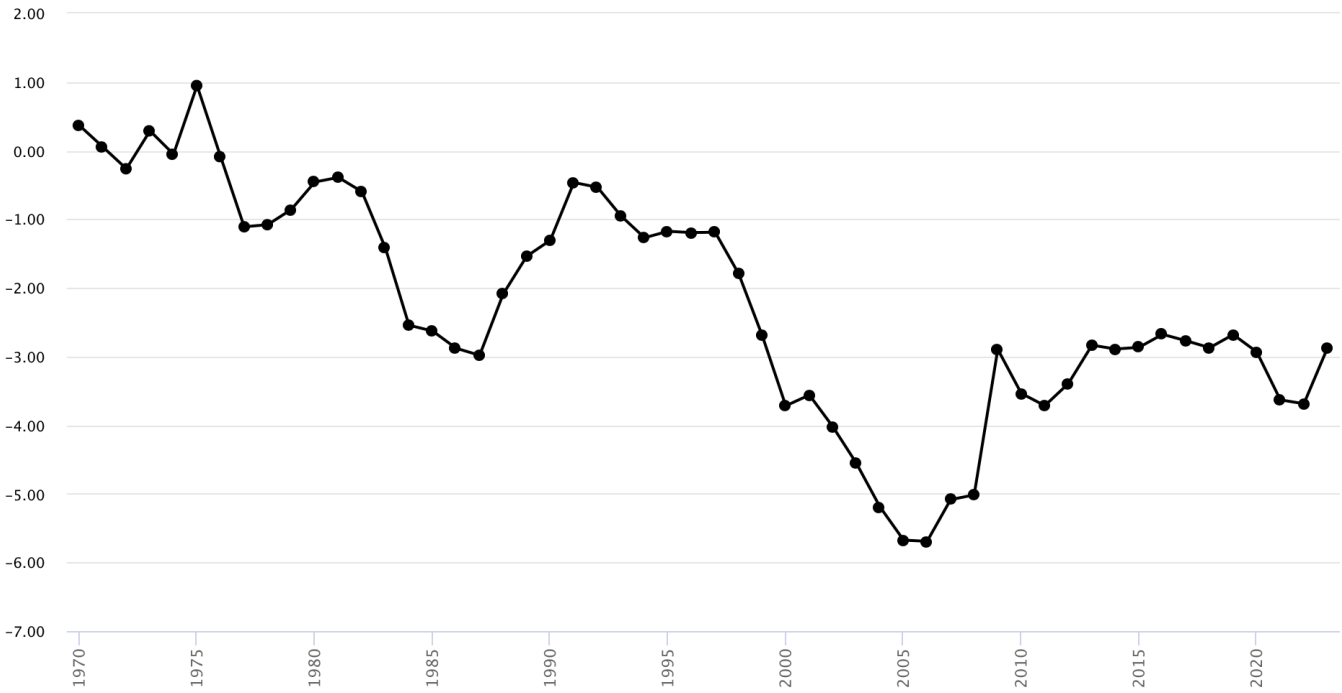
Le 11 juillet, Ray Dalio fait la réflexion suivante :
« L'histoire nous montre qu'un endettement excessif en période de crise économique conduit à un cycle classique et auto-entretenu où :
1) L'empire ne peut plus emprunter pour rembourser ses dettes ;
2) Il imprime beaucoup de nouvelle monnaie, ce qui dévalue la monnaie et accroît l'inflation ;
3) Le niveau de vie baisse, entraînant la montée de l'extrémisme politique ;
4) Les turbulences économiques minent la productivité et des conflits surgissent quant au partage des ressources en diminution.
5) Des dirigeants populistes émergent, s'engageant à prendre le contrôle et à rétablir l'ordre ».

d) La dette privée peut créer la crise financière et la dette publique la résoudre ?

Le professeur d'économie australien Steve Keen, auteur du bestseller « L'imposture économique » paru en français en 2014 (éditions de l'Atelier), défend une conception de la création monétaire très proche de la nôtre (voir sur ce site nos deux documents : « L'intermédiation » et « Par ici la monnaie ») mais, sur le sujet de la dette, Steve Keen va très loin. Dans plusieurs de ses interventions (par exemple lors d'un entretien sur YouTube/India & Global Left, https://www.youtube.com/watch?v=Lf0JXqDL2uQ) ainsi que dans son livre « Pouvons-nous éviter une autre crise financière » (éditions Liens Qui Libèrent, 2017), il développe l'idée qu'il exprime clairement aussi pour « Brave New Europe » dans un entretien le 21 juin 2021 à l'adresse : https://braveneweurope.com/steve-keen-what-is-the-role-of-public-debt-and-private-debt-in-the-next-great-financial-crisis), selon laquelle c'est la dette privée qui peut être à l'origine d'une crise financière et c'est la dette publique qui peut au contraire en être le remède. Cela explique par exemple qu'il critique fortement les normes budgétaires européennes de déficit et de dette publics imposées aux États membres de la zone euro.

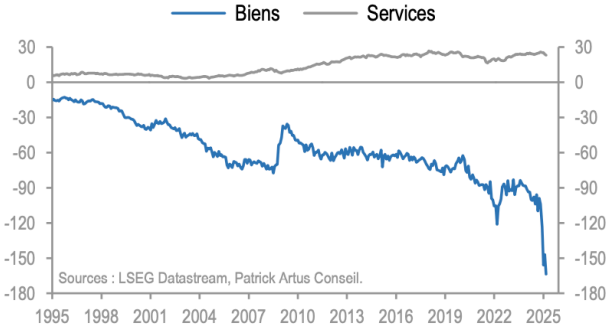
2- Le déficit commercial

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 :

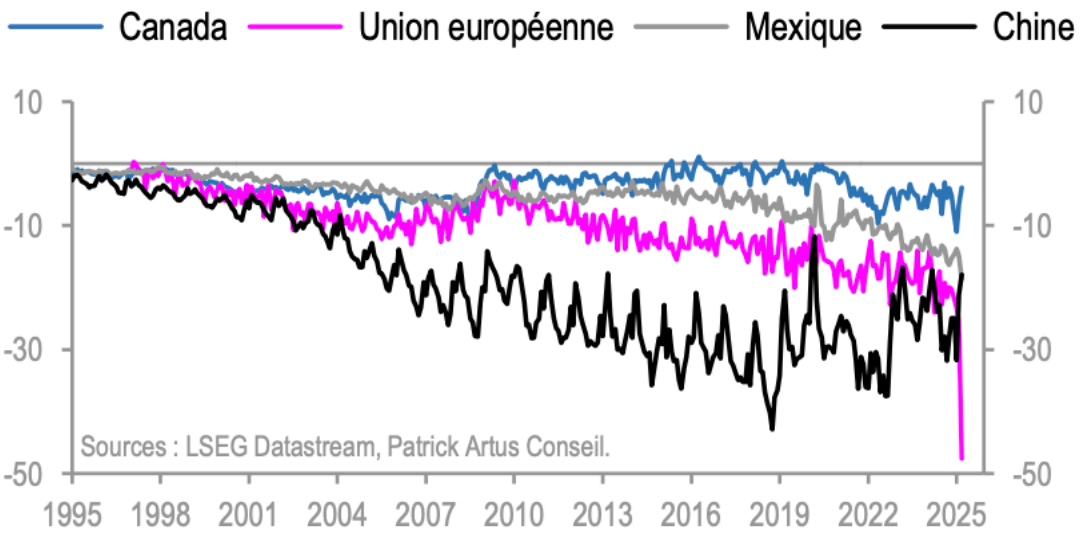
Graphique 2
Etats-Unis : Taux de change effectif réel du dollar
(100 : 2010)

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 ».

Mon 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$)

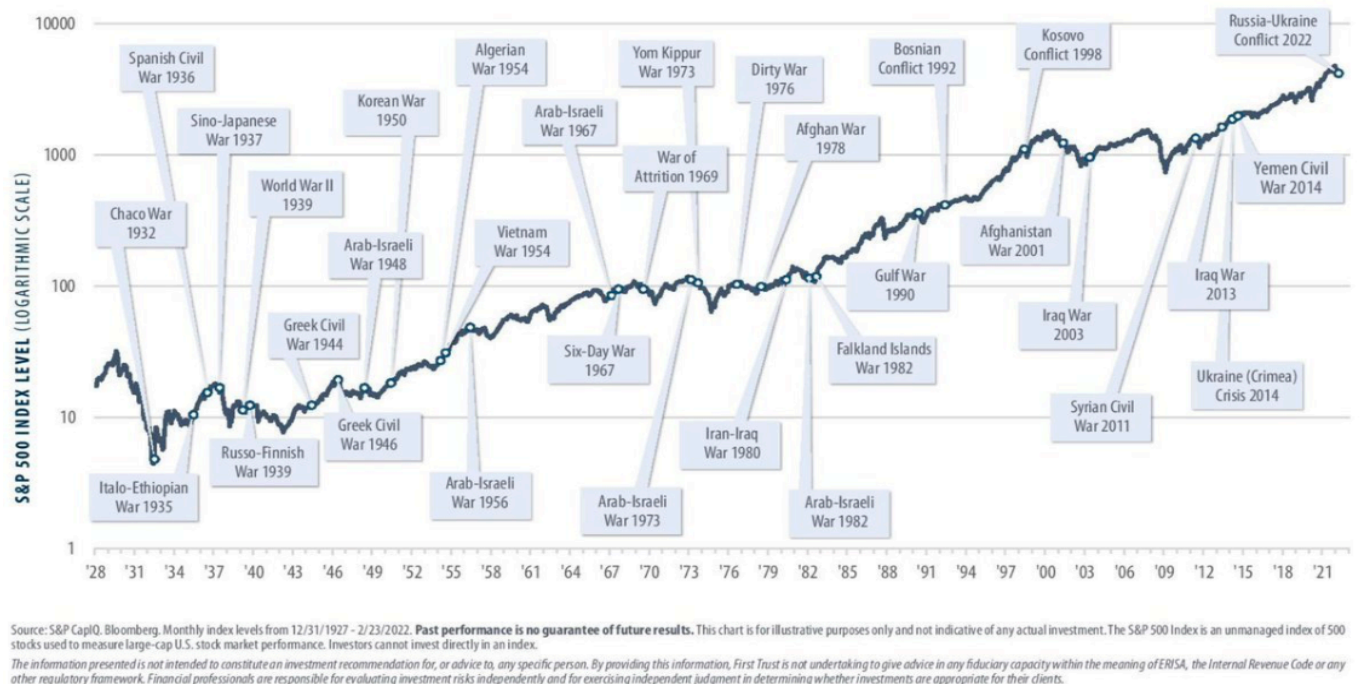


Commentaire de P. Artus : « l'explication par le protectionnisme des autres pays ne tient pas. Les États-Unis ont des déficits commerciaux très importants vis-à-vis du Mexique, du Canada, de l'Union européenne (Graphique 3), tous pays avec lesquels ils sont en libre-échange ».

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.

Le 23 juin 2025, le professeur d'économie australien Steve Keen veut départager l'investisseur Warren Buffett et l'économiste Martin Mosler dans un débat qu'ils se livrent sur les déficits commerciaux :
« Buffett prévient qu'ils saignent la richesse nationale. Mosler affirme qu'ils stimulent la prospérité réelle. Qui a raison ? Mon analyse met fin à ce combat économique.
Selon Buffett : un déficit commercial signifie "vendre la ferme". Vous échangez aujourd'hui des actifs (obligations, terres) contre des importations. Au fil du temps, des étrangers acquièrent votre capital. La parabole de Squanderville montre comment la complaisance mène à la colonisation par l'achat.
[Pour comprendre pourquoi, embarquez avec moi pour un voyage extravagant et fantaisiste sur deux îles isolées, côte à côte et de taille égale : Squanderville (« Gaspilleville ») et Thriftville (« Économeville »). La terre est le seul capital sur ces îles, et leurs communautés sont primitives, n'ayant besoin que de nourriture et ne produisant que de la nourriture. En travaillant huit heures par jour, chaque habitant peut produire suffisamment de nourriture pour subvenir à ses besoins. Et pendant longtemps, les choses se sont déroulées ainsi. Sur chaque île, chacun travaille les huit heures prescrites par jour, ce qui signifie que chaque société est autosuffisante.
Finalement, cependant, les citoyens industrieux de Thriftville décident d'épargner et d'investir sérieusement, et commencent à travailler 16 heures par jour. Ainsi, ils continuent de vivre de la nourriture produite en huit heures de travail, mais commencent à en exporter une quantité équivalente vers leur seul et unique débouché commercial, Squanderville.
Les citoyens de Squanderville sont ravis de cette tournure des événements, car ils peuvent désormais vivre sans peine tout en mangeant aussi bien qu'avant. Oh, oui, il y a un quiproquo, mais pour les Gaspilleurs, cela semble inoffensif : tout ce que les Économes veulent en échange de leur nourriture, ce sont des bons Gaspilleurs (qui sont, bien sûr, libellés en dollars Gaspilleurs).
Au fil du temps, Économeville accumule une quantité énorme de ces bons, qui représentent essentiellement des chèques de réclamation sur la production future de Gaspilleurs. Quelques experts de Gaspilleurs flairent les ennuis. Ils prévoient que pour que les Gaspilleurs puissent à la fois se nourrir et rembourser – ou simplement assurer – la dette qu'ils accumulent, ils finiront par devoir travailler plus de huit heures par jour. Mais les habitants de Gaspilleurs ne sont pas d'humeur à écouter de tels apocalypses.
Pendant ce temps, les citoyens de Gaspilleurs commencent à s'inquiéter. À quel point, se demandent-ils, sont bonnes les reconnaissances de dette d'une île indolente ? Et les Économes changent alors de stratégie : bien qu'ils conservent quelques obligations, ils en vendent la plupart aux habitants de Squanderville contre des Squanderbucks et utilisent le produit de la vente pour acheter des terres à Squanderville. Et finalement, les Économes possèdent la totalité de Squanderville.

À ce stade, les Économes sont confrontés à une équation complexe : ils doivent non seulement recommencer à travailler huit heures par jour pour se nourrir – ils n'ont plus rien à échanger – mais aussi faire des heures supplémentaires pour rembourser leur dette et payer à Thrifville le loyer des terres si imprudemment vendues. De fait, Squanderville a été colonisée par achat plutôt que par conquête.
On peut bien sûr affirmer que la valeur actuelle de la production future que Squanderville doit à jamais expédier à Thrifville ne représente que la production initialement abandonnée par Thrifville et que, par conséquent, les deux parties ont bénéficié d'un traitement équitable. Mais comme une génération de gaspilleurs bénéficie d'un traitement gratuit et que les générations futures en paient le prix à perpétuité, il existe, selon le jargon des économistes, des "inégalités intergénérationnelles" assez dramatiques » Warren Buffet, dans Fortune, 10/11/2003].
Mosler rétorque : la richesse, c'est votre "tas de choses". Les importations font grossir ce tas ; les exportations le réduisent. Les déficits commerciaux, c'est des biens gratuits ! Il suffit de compenser les sorties d'argent par des déficits publics. Simple ? !
Le conflit principal : Buffett anticipe une érosion des actifs à long terme tandis que Mosler anticipe des gains de consommation à court terme.
L'un mesure la richesse par la propriété ; l'autre par les biens disponibles.
Mon avis : la vision statique de Mosler ignore le risque cumulatif. Certes, les importations alourdissent le bilan actuel, mais perdre le contrôle des actifs signifie que le bilan futur dépendra de propriétaires étrangers.
Ce n'est pas une théorie ! Les États-Unis importent 20 % de leur PIB. Pourrions-nous arrêter de travailler ? L'avertissement de Buffett : à terme, vous ferez des heures supplémentaires pour payer votre loyer à vos créanciers ».
Le schéma suivant montre aussi l'importance du « long terme », mais tout autrement puisqu'il signifie qu'il ne faut pas paniquer face aux défis géopolitiques :

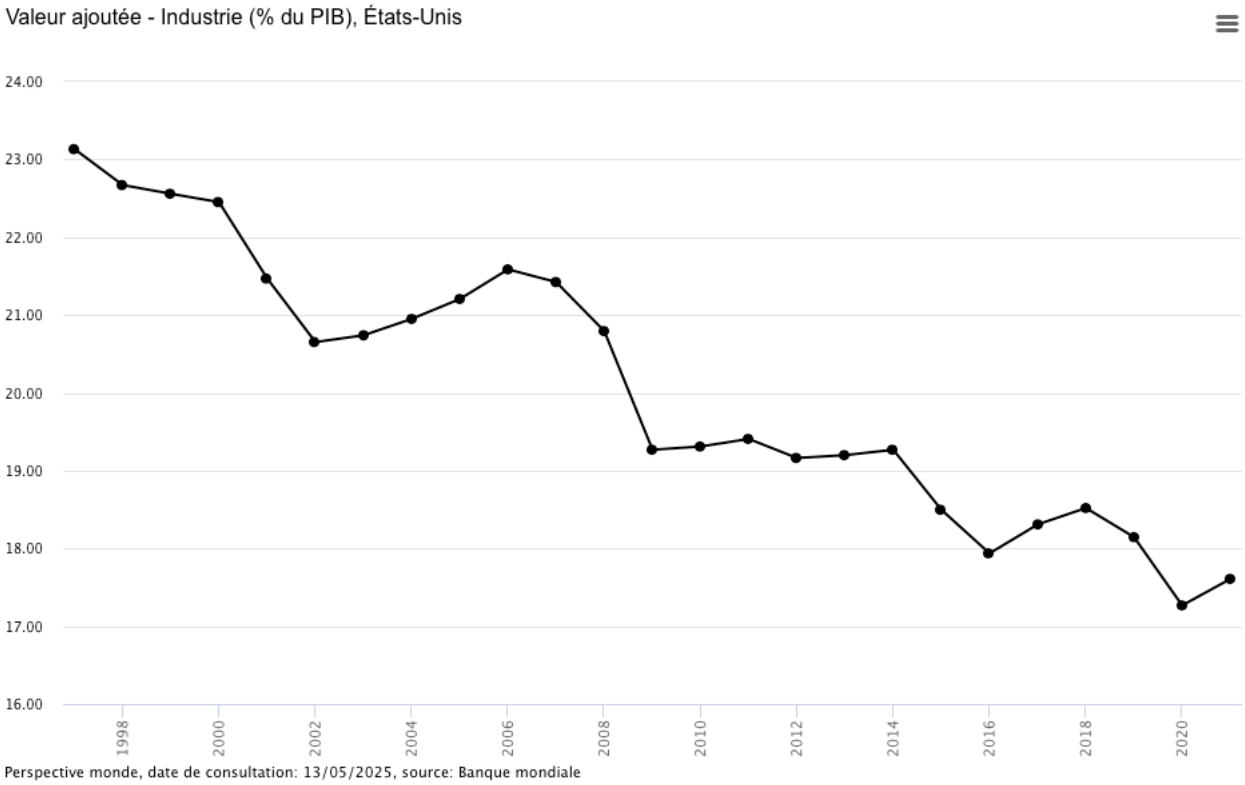


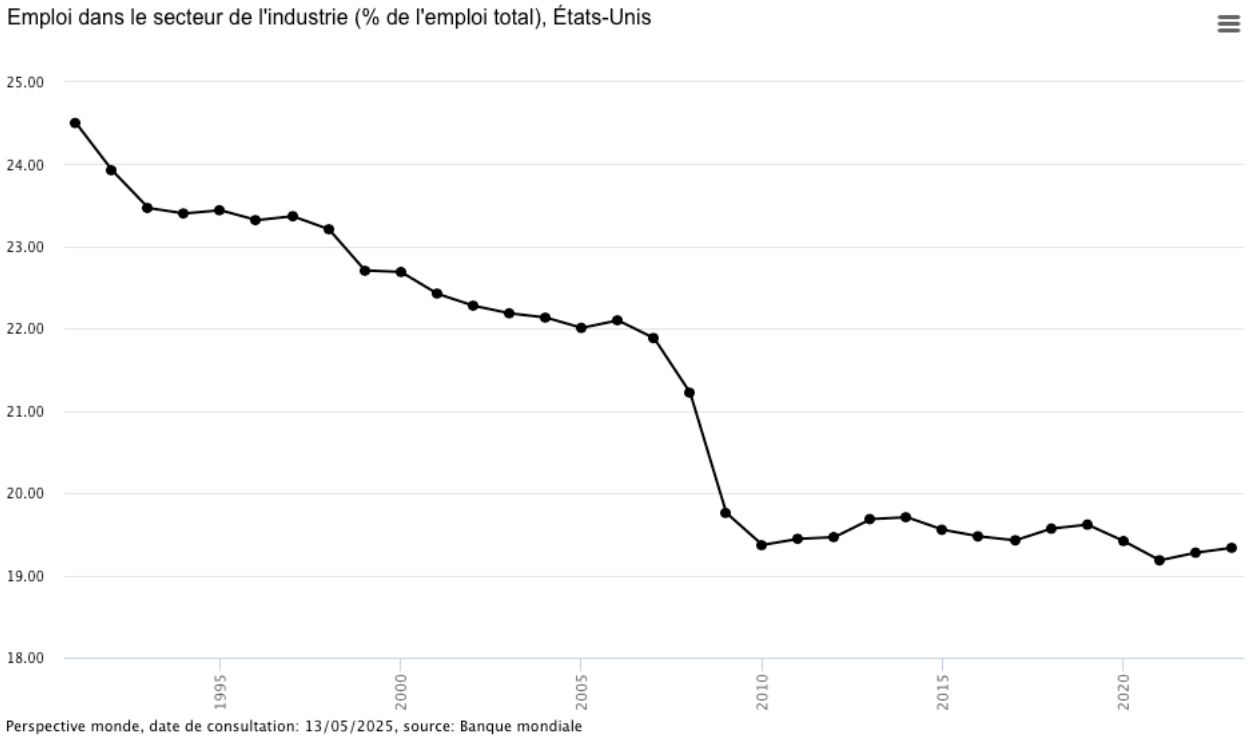
Source: S&P CapIQ. Bloomberg. Monthly index levels from 12/31/1927 - 2/23/2022. **Past performance is no guarantee of future results.** This chart is for illustrative purposes only and not indicative of any actual investment. The S&P 500 Index is an unmanaged index of 500 stocks used to measure large-cap U.S. stock market performance. Investors cannot invest directly in an index.
The information presented is not intended to constitute an investment recommendation for, or advice to, any specific person. By providing this information, First Trust is not undertaking to give advice in any fiduciary capacity within the meaning of ERISA, the Internal Revenue Code or any other regulatory framework. Financial professionals are responsible for evaluating investment risks independently and for exercising independent judgment in determining whether investments are appropriate for their clients.

En juillet, paraît un article des économistes américains Tamim Bayoumi et Joseph E. Gagnon pour le Peterson Institute for International Economics (PIIE) qui pose la question « Déficit coimmercial et emprunts étragers des États-Unis, combien de temps dela peut-il durer ? ». Dans l'abstract, on lit : « Cet article explore les facteurs et les risques associés à ces déficits. Le facteur le plus persistant des déficits américains est l'attrait des actifs financiers américains pour les investisseurs étrangers, en raison du rôle central du dollar dans les transactions internationales et de la sécurité et de la créativité perçues des marchés financiers américains. Bien qu'il soit probable que le passif net des États-Unis soit surestimé, il est clairement sur une trajectoire intenable. La guerre tarifaire du président Trump accroît l'incertitude et inquiète les investisseurs, une combinaison qui pourrait effectivement réduire le déficit commercial en ralentissant la croissance économique américaine et en dépréciant le dollar. Cependant, cette stratégie met en péril la capacité historique des États-Unis à financer leur dette extérieure à faible coût, alourdissant ainsi le fardeau des générations futures » (https://www.piie.com/sites/default/files/2025-07/wp25-14.pdf).
Note : statitique des importations mondiales en 2023.

Source: World Trade Organization (2023)

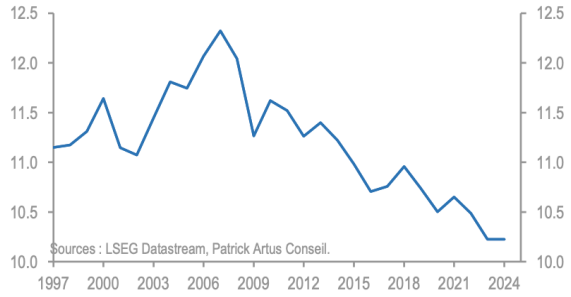
3- La désindustrialisation.



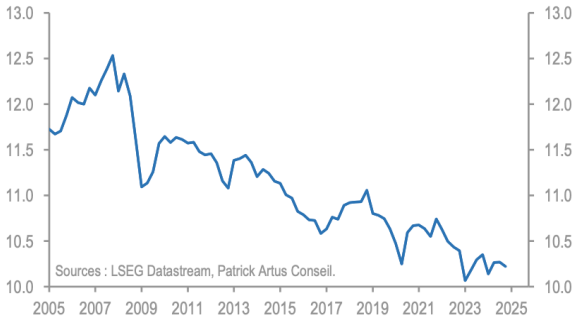


Le poids de l'industrie manufacturière dans le PIB recule surtout depuis 2008 (**Graphiques 4a/b**), ce qui est une évolution normale : les Etats-Unis n'ont pas d'avantage comparatif pour produire des produits industriels milieu-bas de gamme, leur avantage comparatif réside dans la production de services 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).

Graphique 4a
Etats-Unis : valeur ajoutée manufacturière
(volume, en % du PIB volume)



Graphique 4b
Etats-Unis : valeur ajoutée manufacturière
(volume, en % du PIB volume)

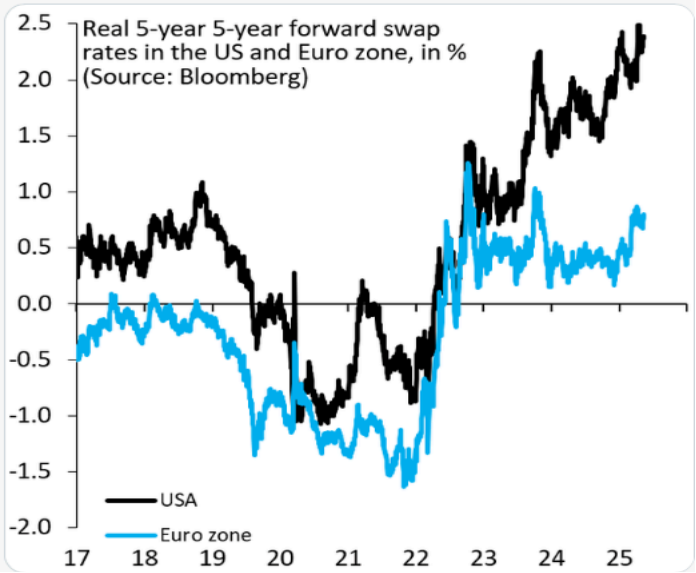


Source : Flash Economie du 15 mais (n°54) ; Patrick Artus

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 ».

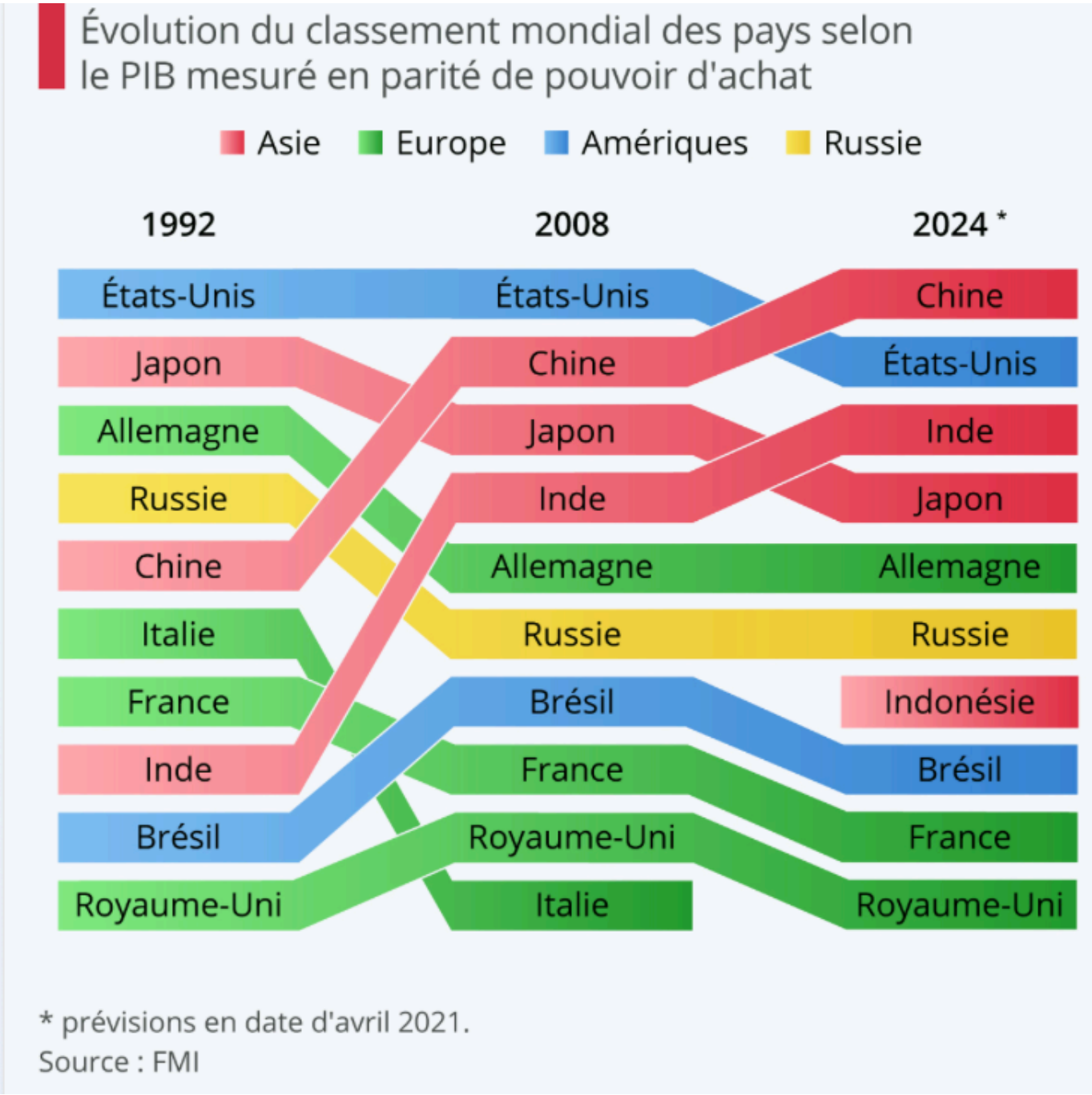
Note : le post suivant sur X de Robin Brooks, du 14 mai, contient un graphique :



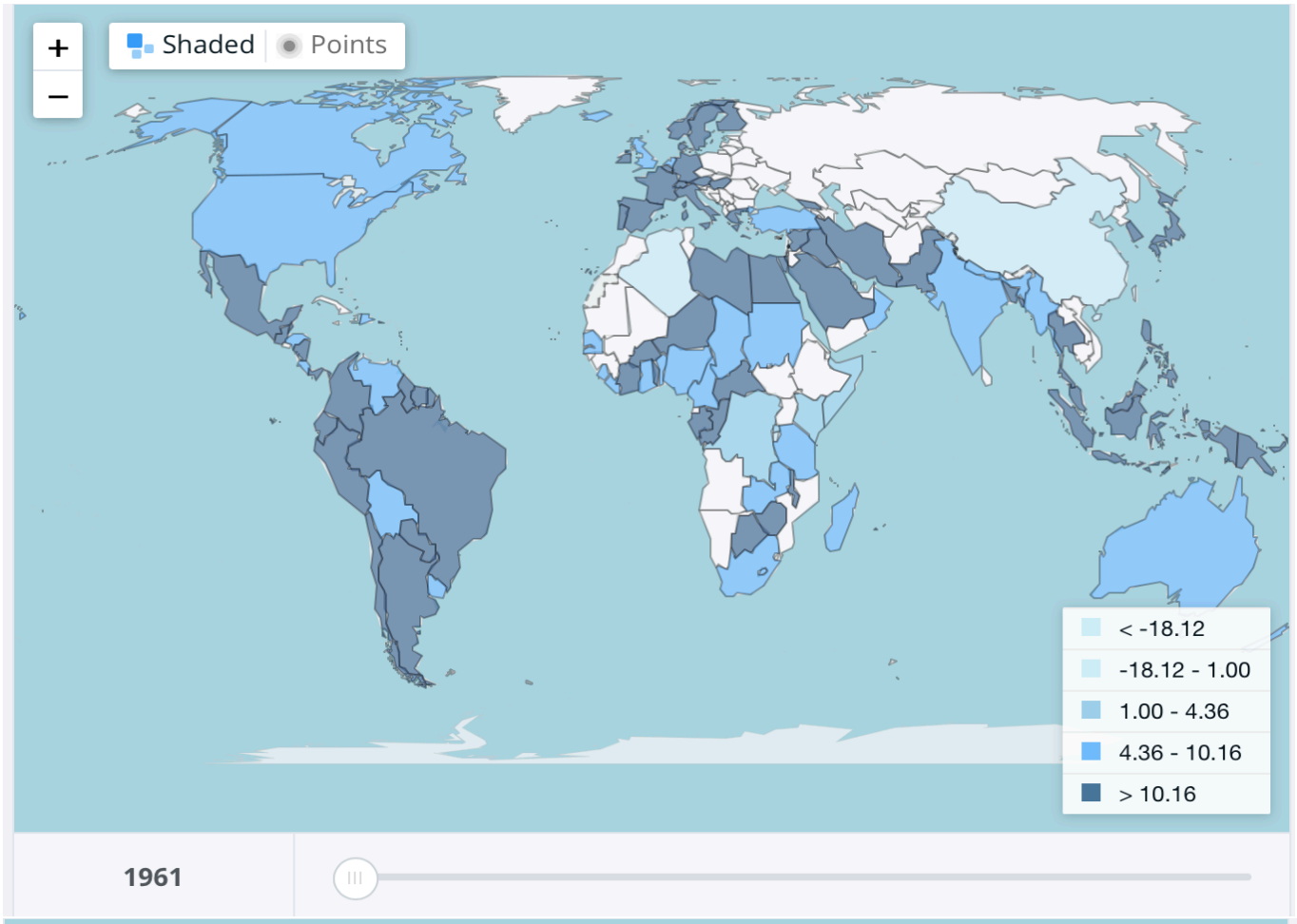
Pour Robin Brooks, « il s'agit du graphique le plus important des marchés actuellement. Les taux réels à long terme aux États-Unis se sont découplés de ceux de la zone euro. S'il s'agit d'une prime de risque, comme le pensent les marchés, elle justifie un dollar plus faible. Mais s'il s'agit de prévisions 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.
Note : sur les turbulences du marché obligataire, voir l'article publié par Atlantico.fr le 10 juin : https://atlantico.fr/article/decryptage/alerte-a-la-dette-cette-tempete-qui-se-prepare-sur-les-marches-obligataires-mondiaux.

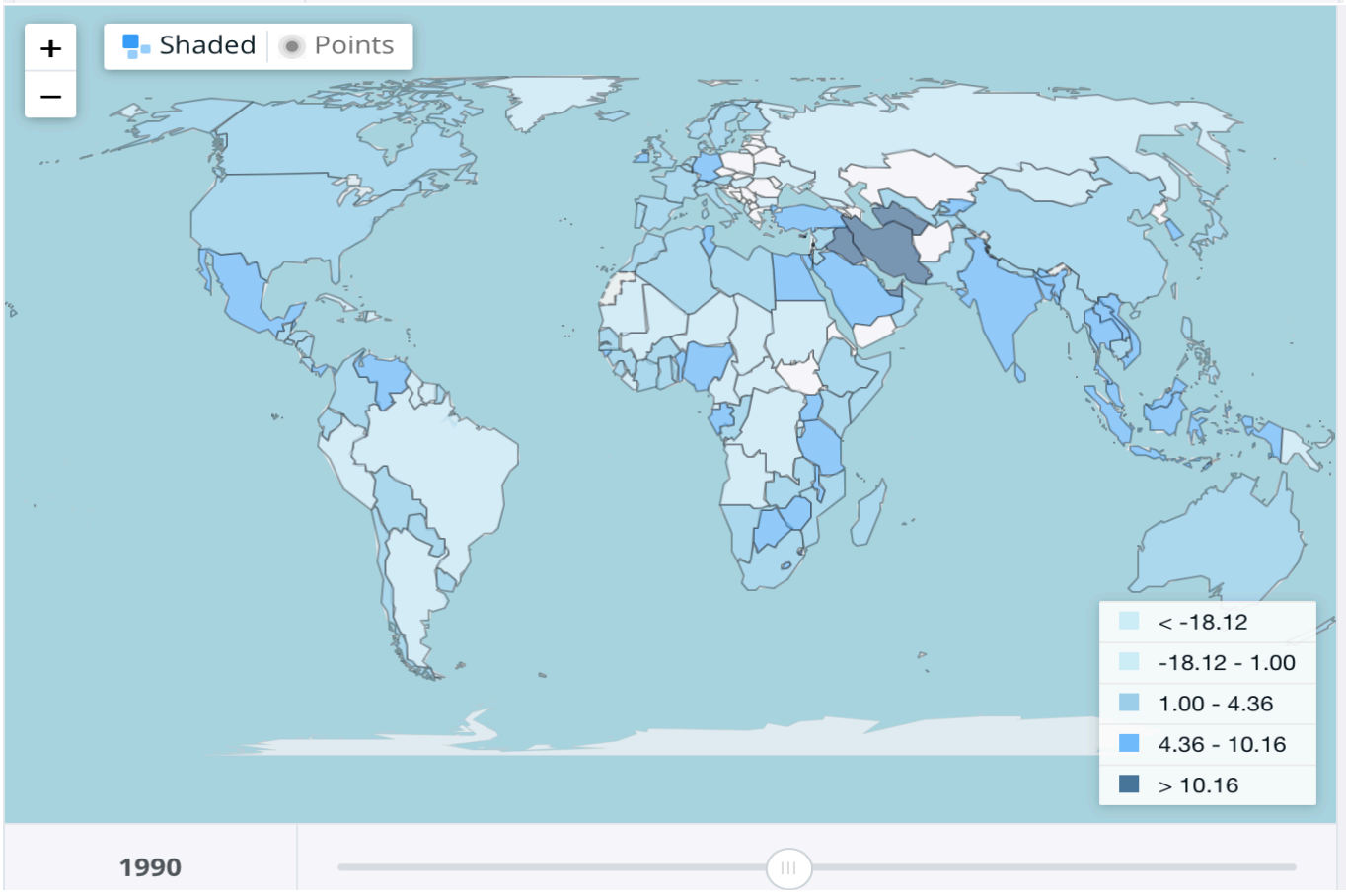
4- Un leadership mondial en danger

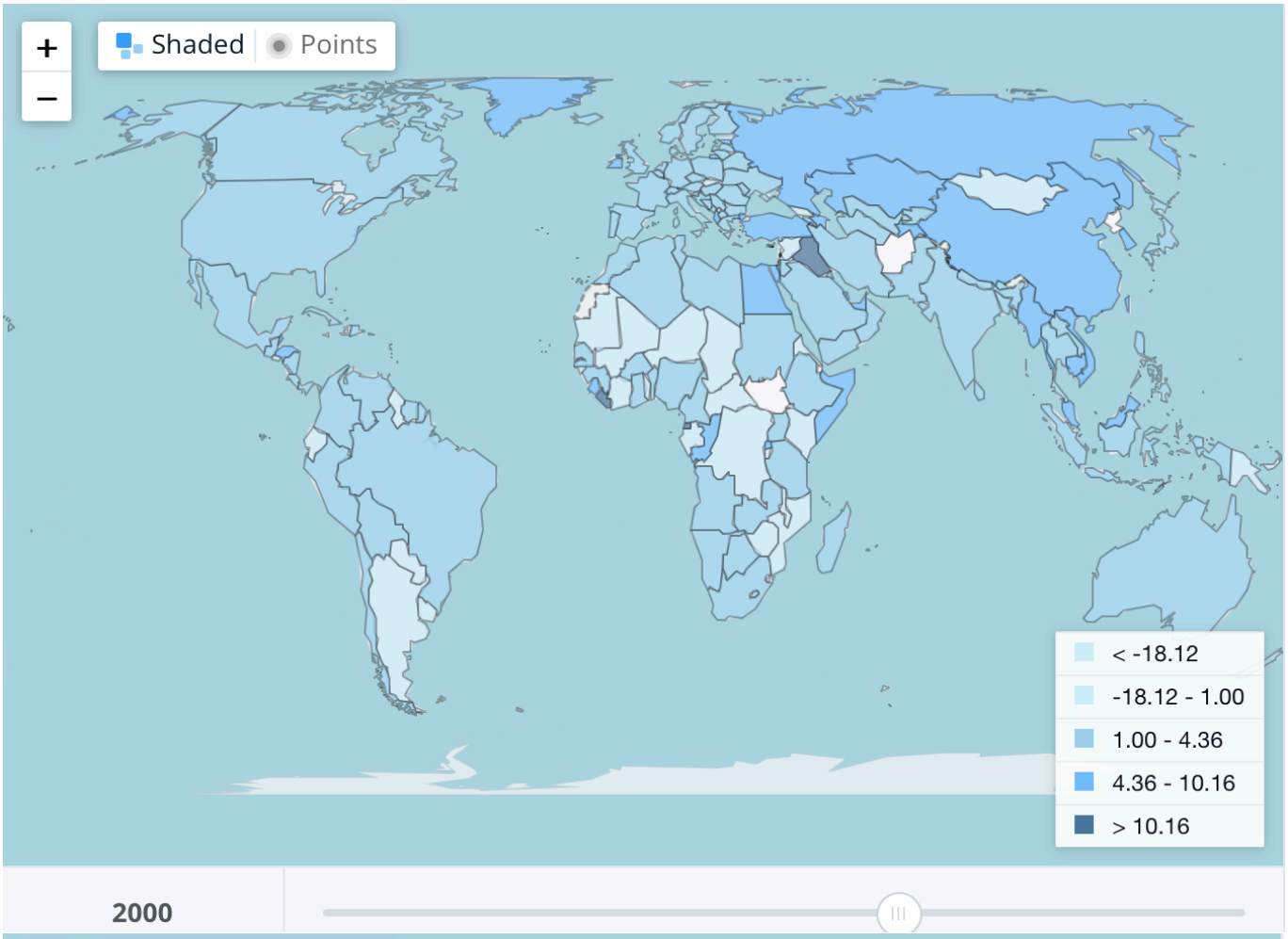
Pour simplifier, utilisons le taux de croissance du PIB pour caractériser le leadership et encore plus pour mesurer le risque de le perdre.

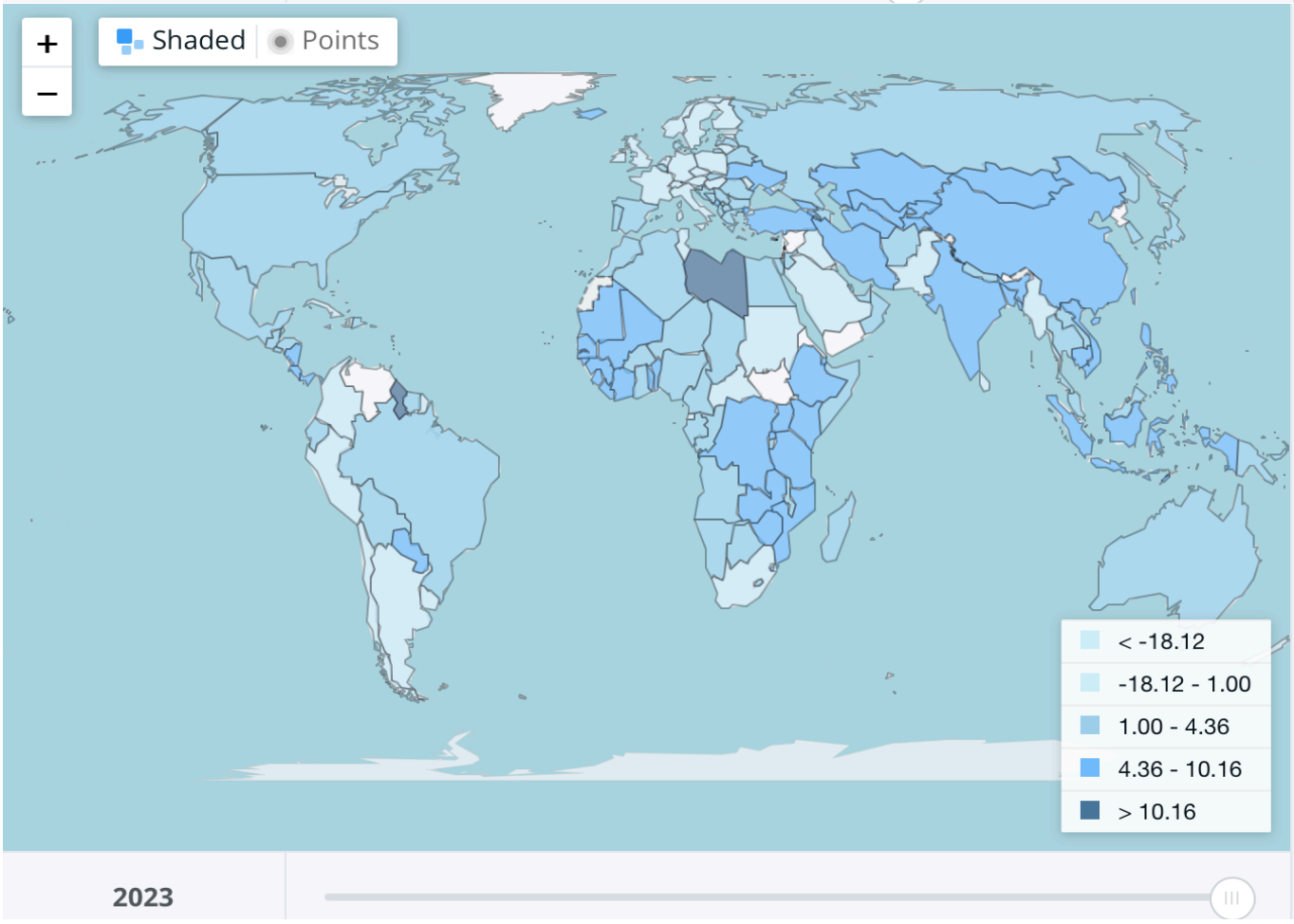


Les cartes et schémas qui suivent sont tirés des données de la Banque Mondiale.

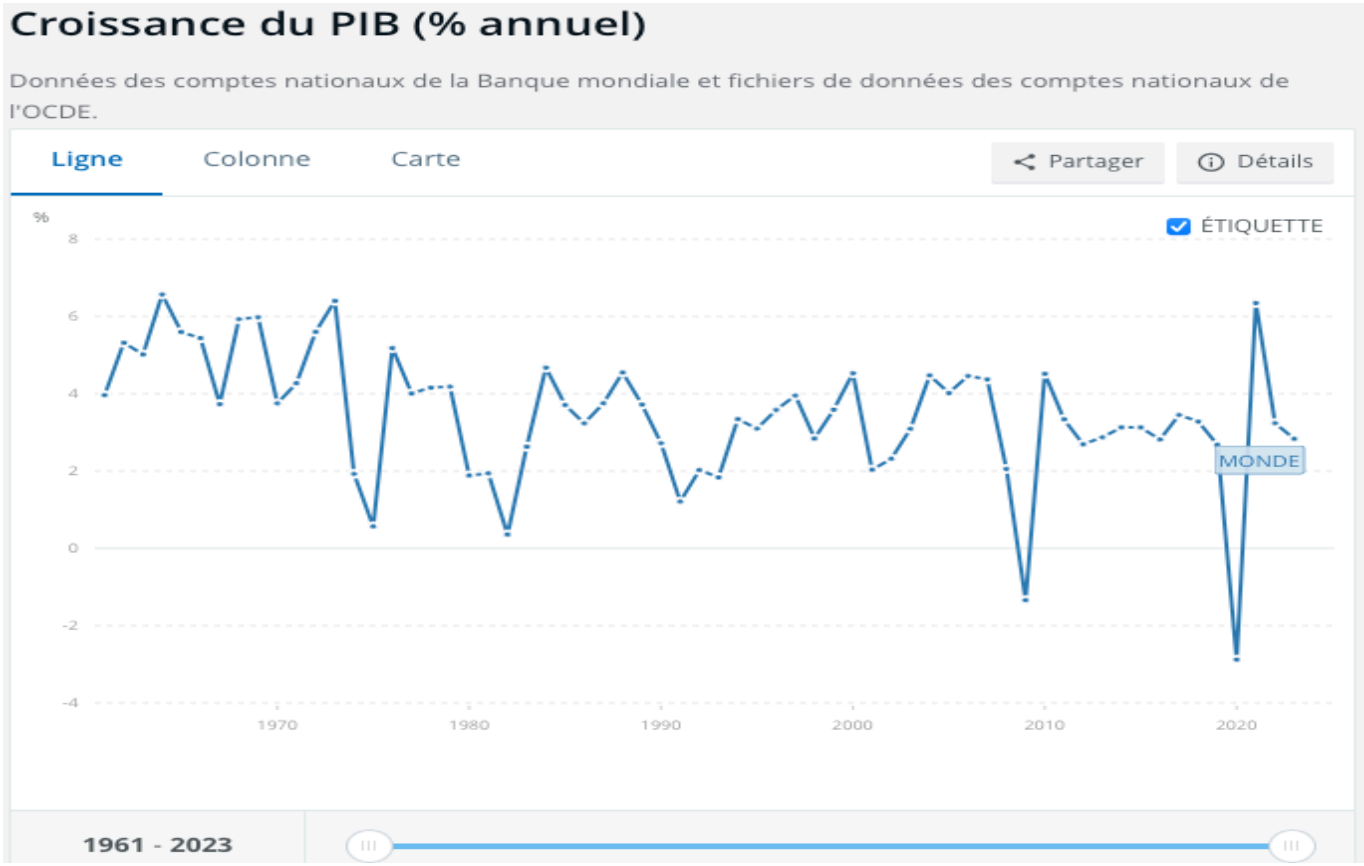

+
−
Shaded
Points
< -18.12
-18.12 - 1.00
1.00 - 4.36
4.36 - 10.16
> 10.16
1961


+
−
Shaded
Points
< -18.12
-18.12 - 1.00
1.00 - 4.36
4.36 - 10.16
> 10.16
1990


+
−
Shaded
Points
< -18.12
-18.12 - 1.00
1.00 - 4.36
4.36 - 10.16
> 10.16
2000

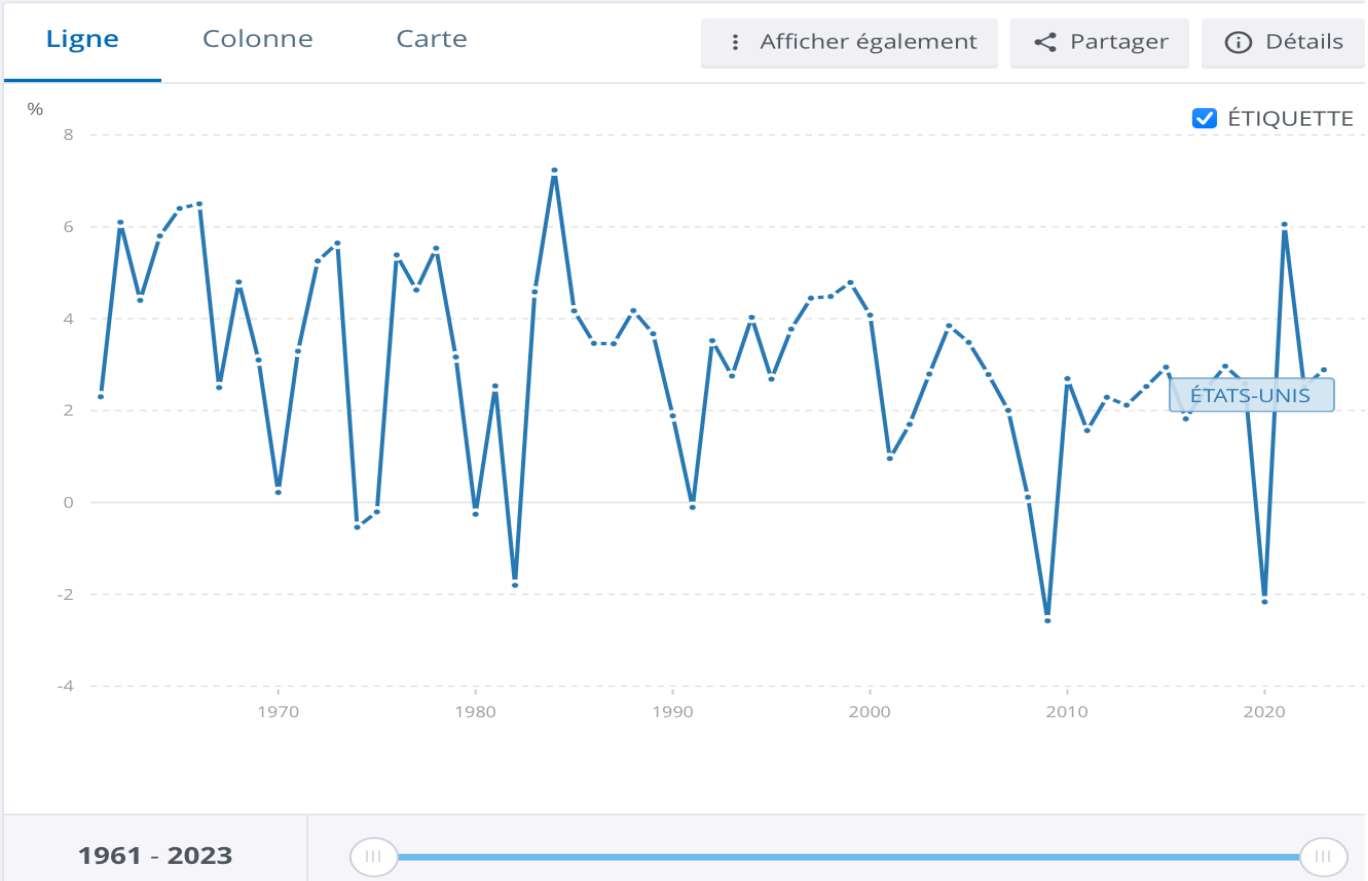

+
−
Shaded
Points
< -18.12
-18.12 - 1.00
1.00 - 4.36
4.36 - 10.16
> 10.16
2023

Note importante : le 10 juin, la Banque mondiale publie un article d'Indermit Gill et Ayhan Kose, intitulé : « La majeure partie du monde en développement se transforme en zone de non-développement » (https://blogs.worldbank.org/fr/voices/majeure-partie-monde-se-transforme-en-zone-de-non-developpement).



Croissance du PIB (% annuel) - United States

Données des comptes nationaux de la Banque mondiale et fichiers de données des comptes nationaux de l'OCDE.

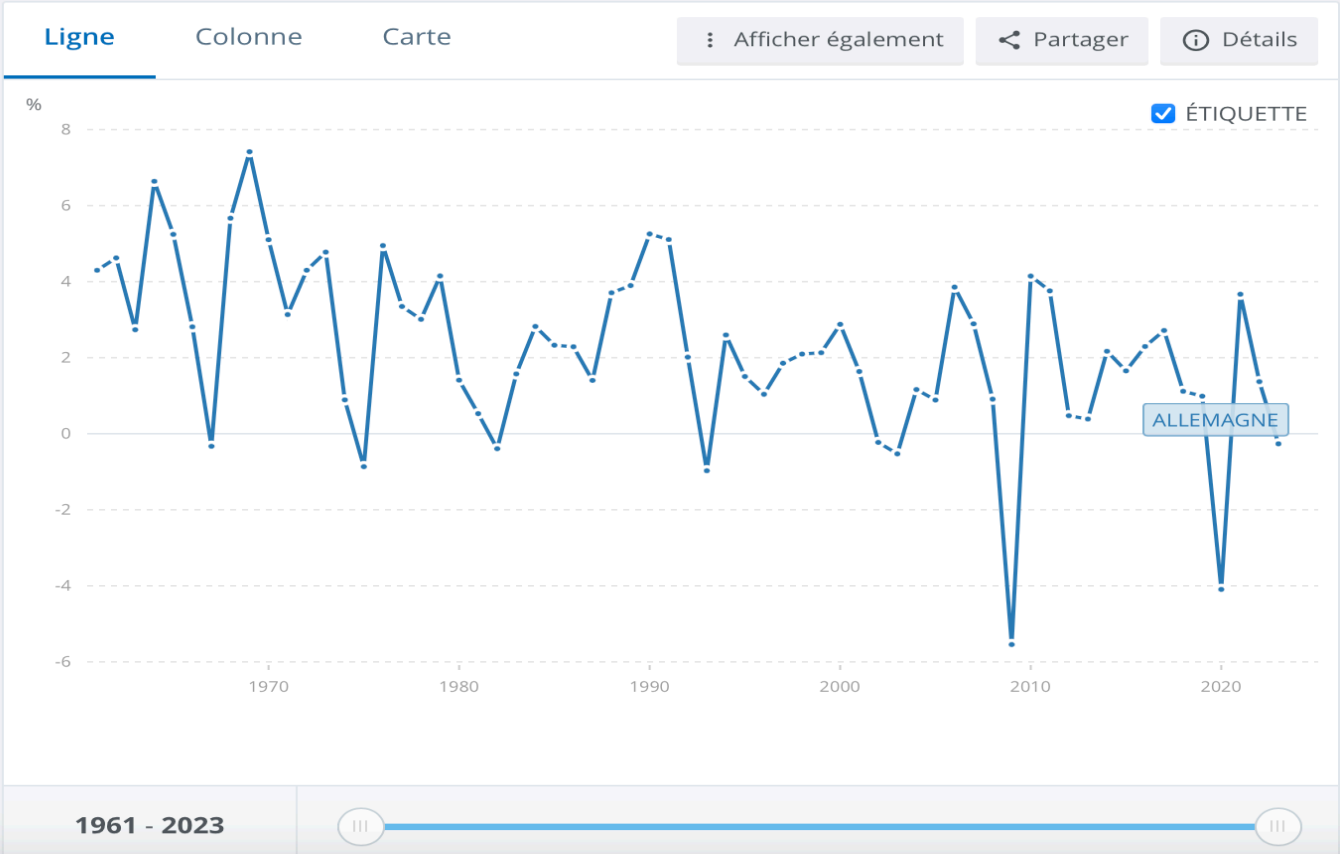


Croissance du PIB (% annuel) - France

Données des comptes nationaux de la Banque mondiale et fichiers de données des comptes nationaux de l'OCDE.

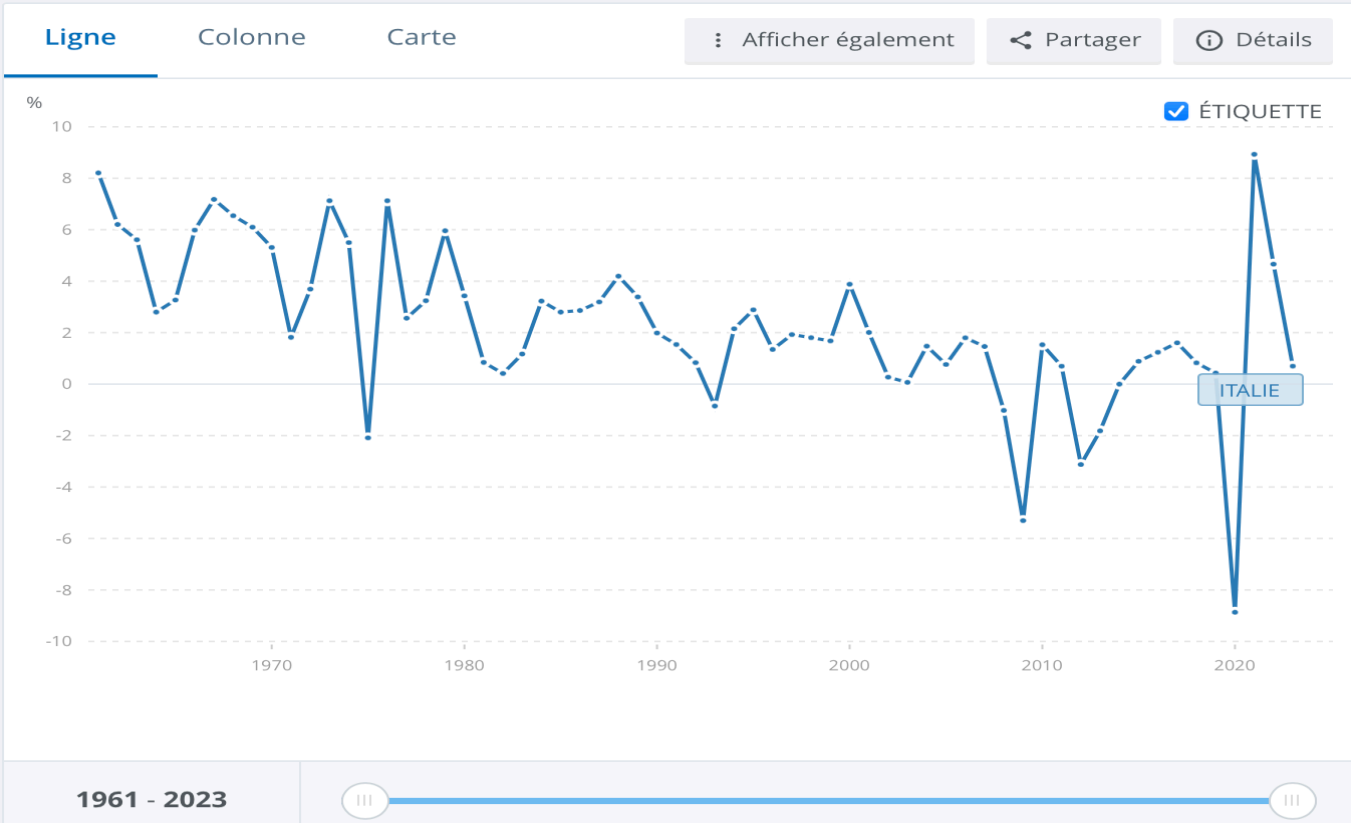
Croissance du PIB (% annuel) - Germany

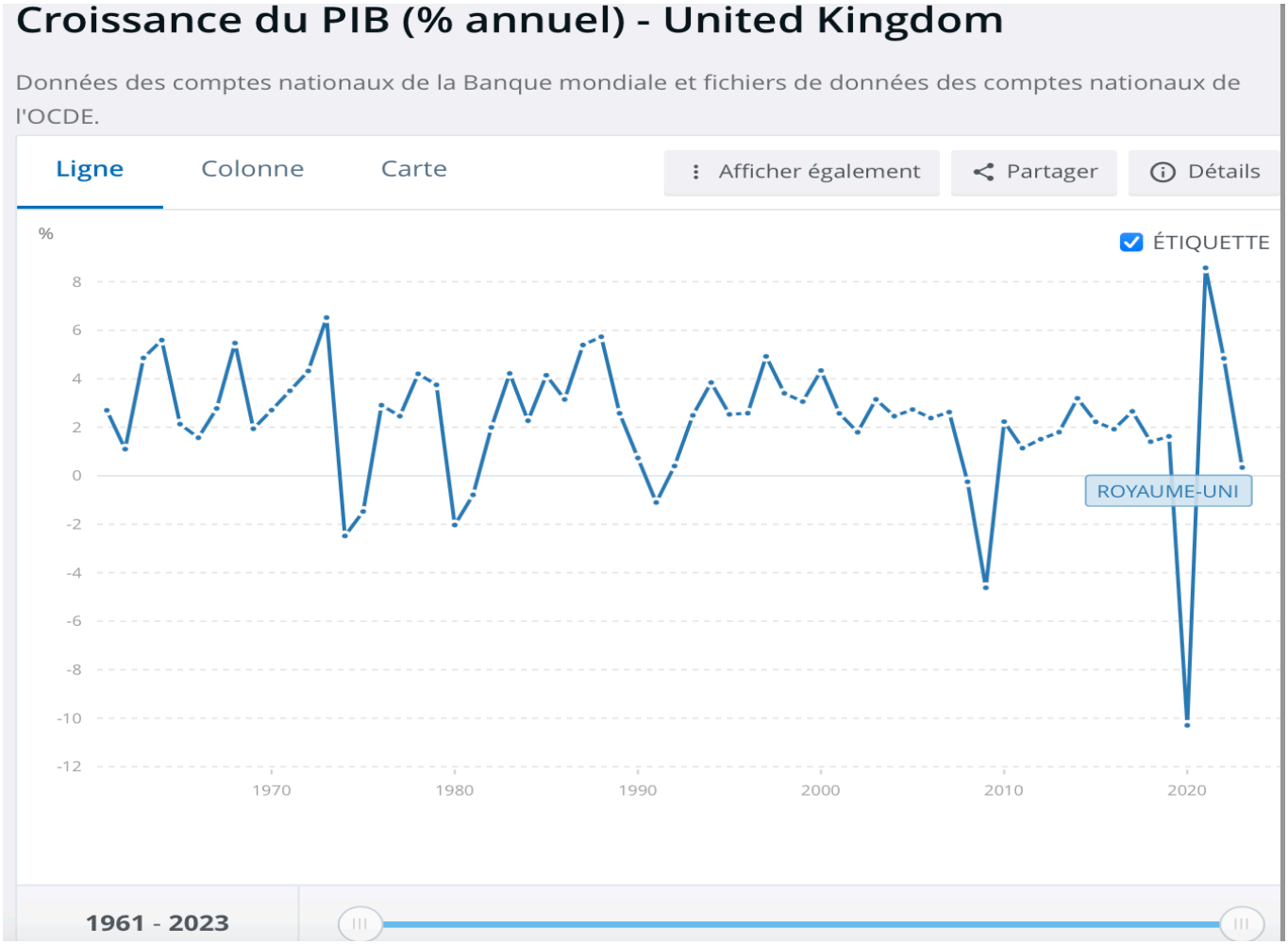
Données des comptes nationaux de la Banque mondiale et fichiers de données des comptes nationaux de l'OCDE.



Croissance du PIB (% annuel) - Italy

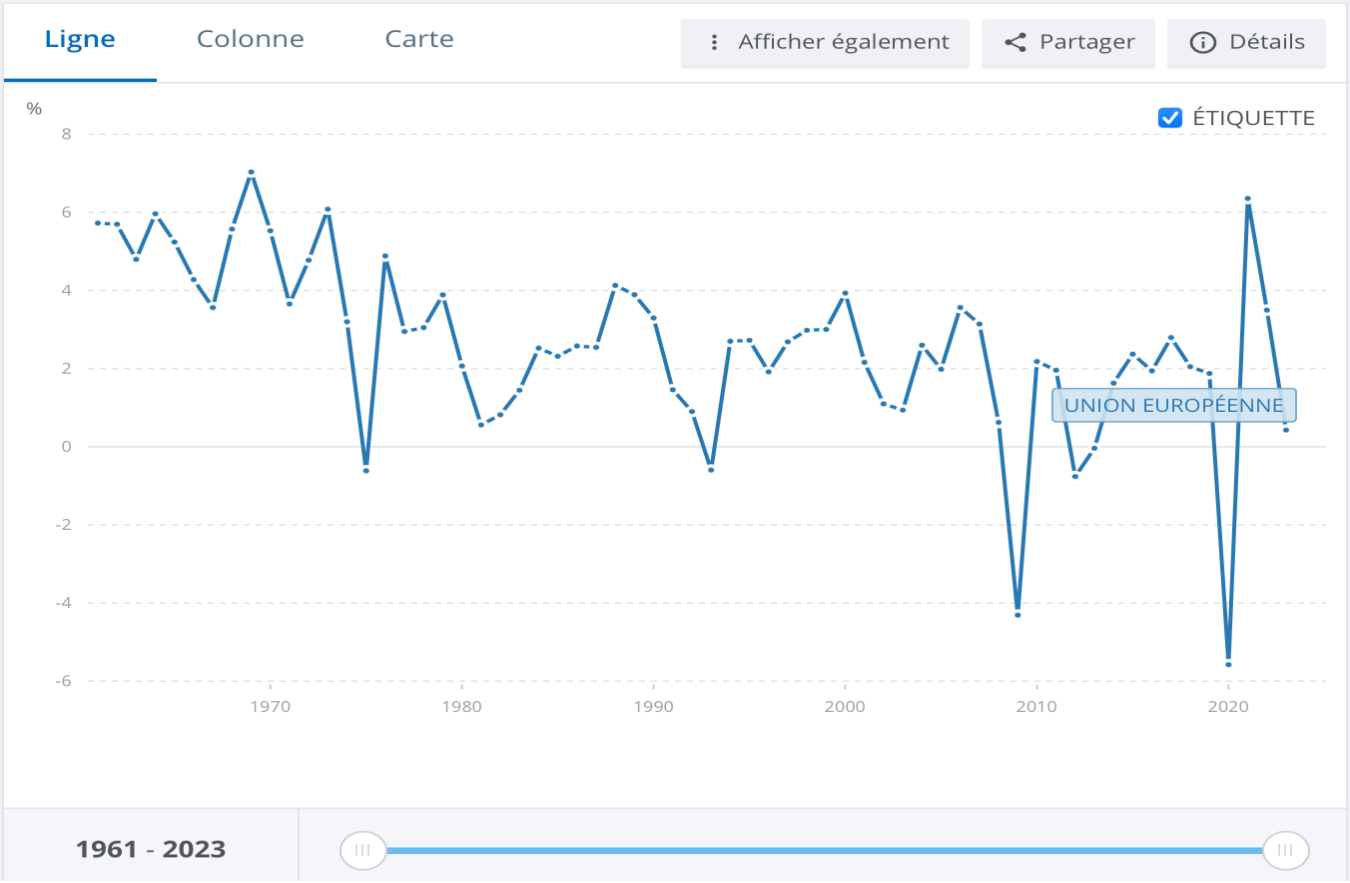
Données des comptes nationaux de la Banque mondiale et fichiers de données des comptes nationaux de l'OCDE.




Croissance du PIB (% annuel) - United Kingdom
Données des comptes nationaux de la Banque mondiale et fichiers de données des comptes nationaux de l'OCDE.
Ligne
Colonne
Carte
Afficher également
Partager
Détails
%
ÉTIQUETTE
8
6
4
2
0
-2
-4
-6
-8
-10
-12
1970
1980
1990
2000
2010
2020
ROYAUME-UNI
1961 - 2023

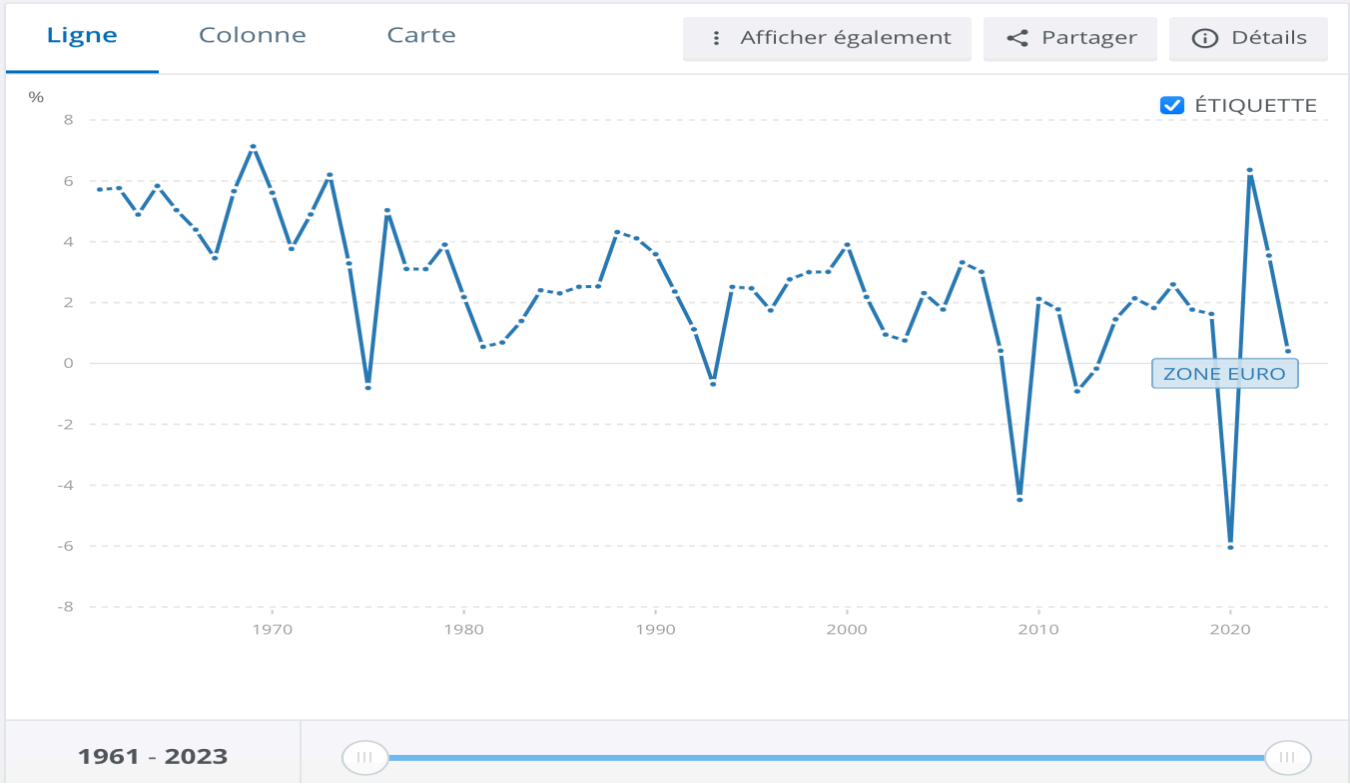
Croissance du PIB (% annuel) - European Union

Données des comptes nationaux de la Banque mondiale et fichiers de données des comptes nationaux de l'OCDE.



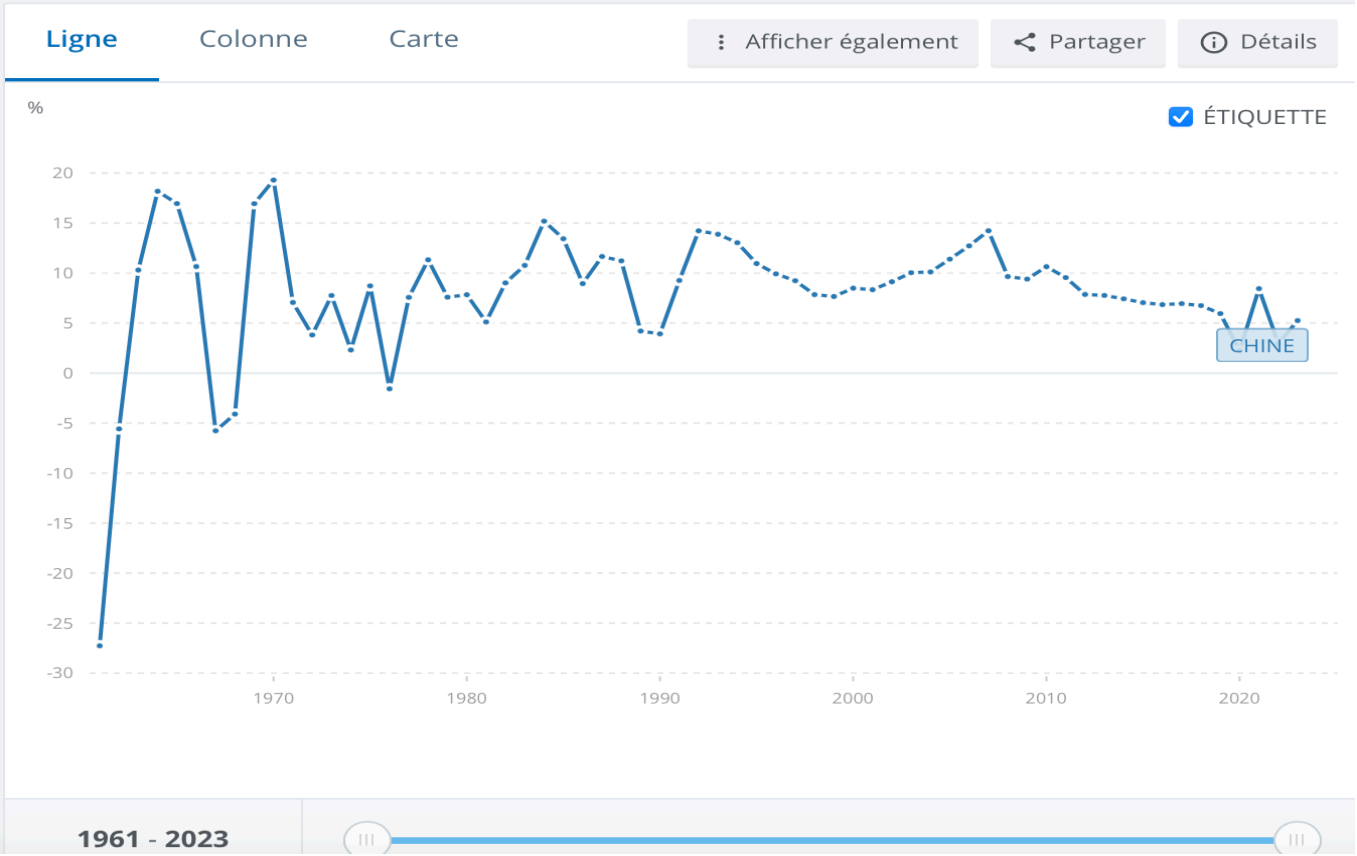
Croissance du PIB (% annuel) - Euro area

Données des comptes nationaux de la Banque mondiale et fichiers de données des comptes nationaux de l'OCDE.



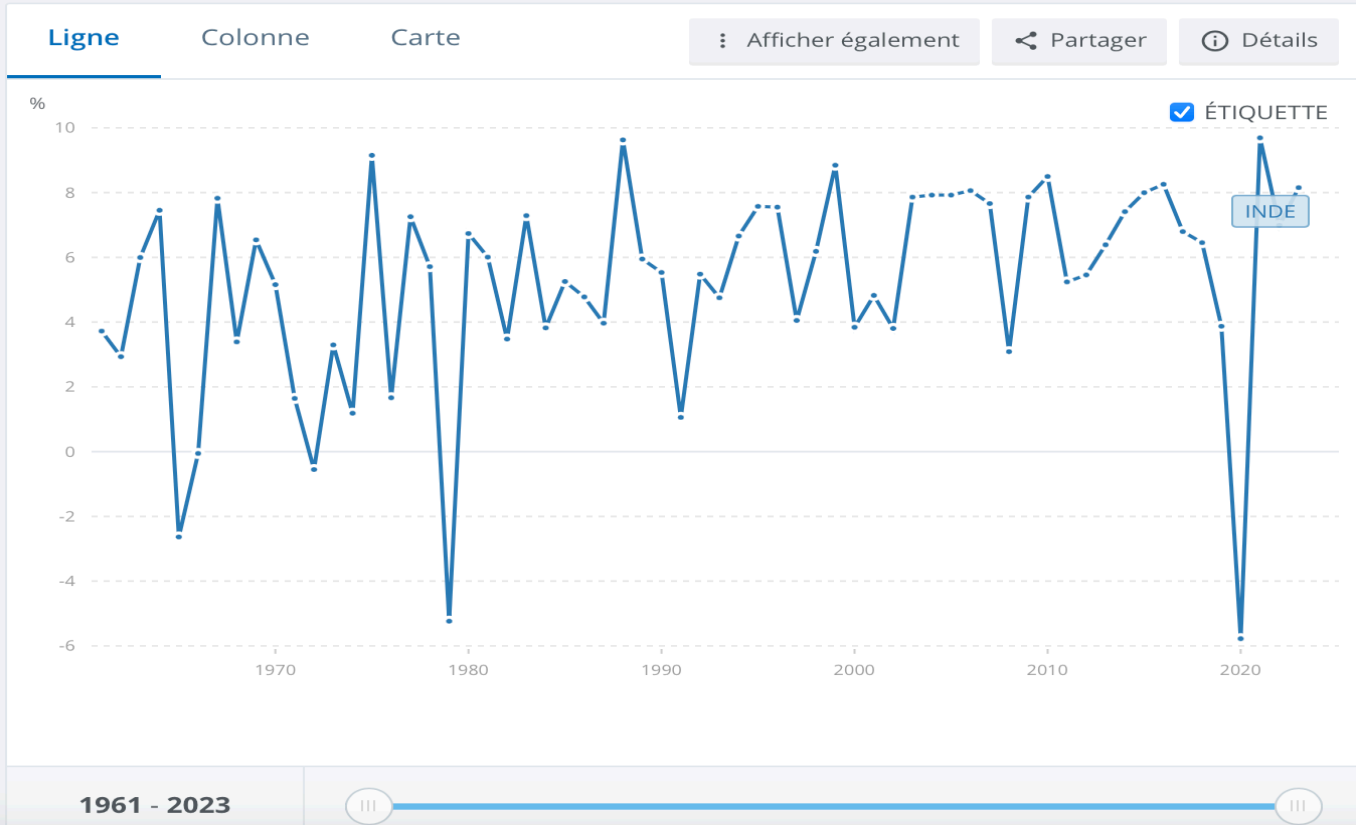
Croissance du PIB (% annuel) - China

Données des comptes nationaux de la Banque mondiale et fichiers de données des comptes nationaux de l'OCDE.



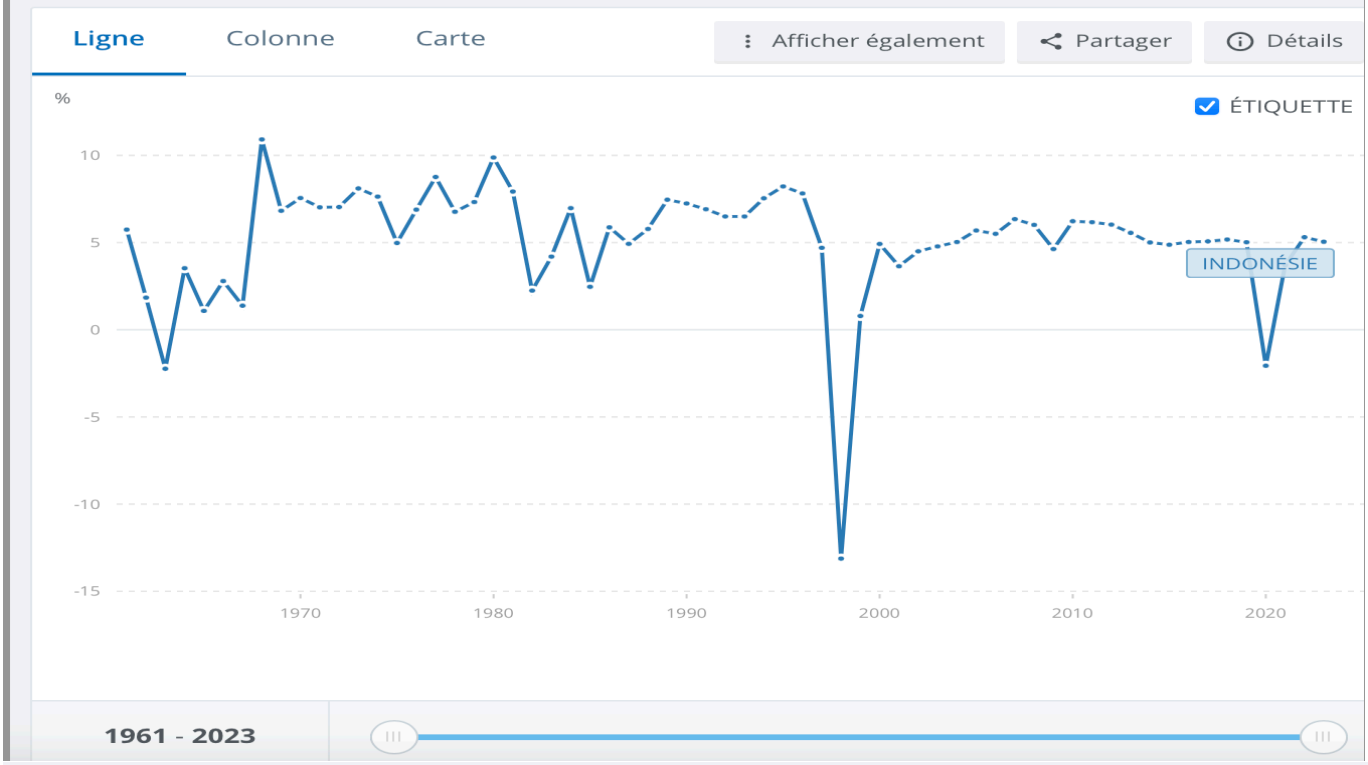
Croissance du PIB (% annuel) - India

Données des comptes nationaux de la Banque mondiale et fichiers de données des comptes nationaux de l'OCDE.



Croissance du PIB (% annuel) - Indonesia

Données des comptes nationaux de la Banque mondiale et fichiers de données des comptes nationaux de l'OCDE.



Croissance du PIB (% annuel) - Viet Nam

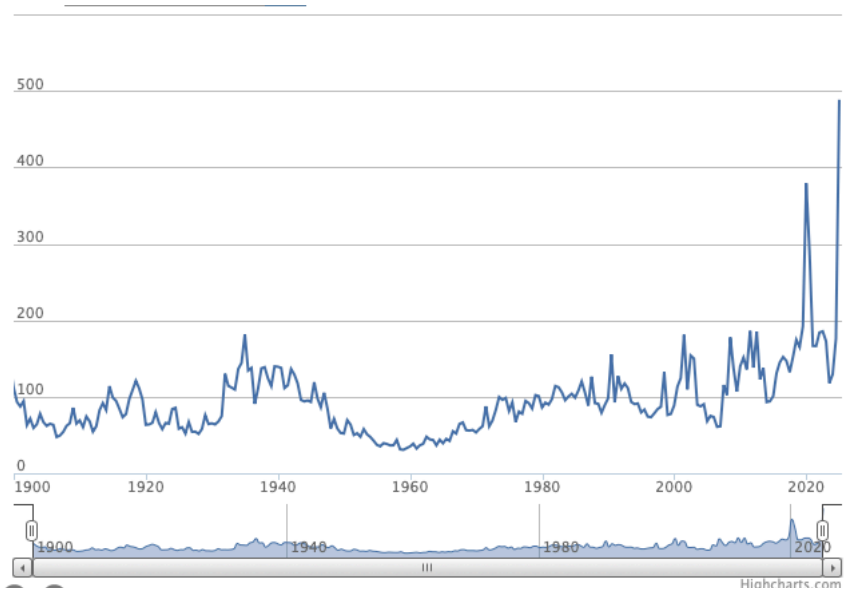
Données des comptes nationaux de la Banque mondiale et fichiers de données des comptes nationaux de l'OCDE.

Note : dans son document de juin consacré aux « Perspectives économiques mondiales », la Banque mondiale révise à la baisse ses prévisions de croissance : « La croissance mondiale ralentit, sous l'effet d'une forte augmentation des barrières commerciales et d'une incertitude politique accrue liée aux politiques économiques mondiales. Elle devrait fléchir à 2,3 % en 2025 — soit une révision à la baisse significative par rapport aux projections précédentes — avant une reprise timide en 2026-27. La croissance pourrait être plus faible qu'anticipé en cas d'escalade des restrictions commerciales ou de persistance de l'incertitude liée aux politiques économiques mondiales. Parmi les risques baissiers figurent également une croissance plus faible que prévu dans les grandes économies, une aggravation des conflits et la survenue de phénomènes météorologiques extrêmes. Des efforts multilatéraux sont nécessaires pour promouvoir un environnement prévisible et transparent, propice à la résolution des tensions commerciales. Les décideurs publics doivent maintenir l'inflation sous contrôle et consolider leur situation budgétaire, tout en engageant des réformes qui renforcent la qualité des institutions, stimulent l'investissement privé et améliorent le capital humain ainsi que le fonctionnement du marché du travail ».

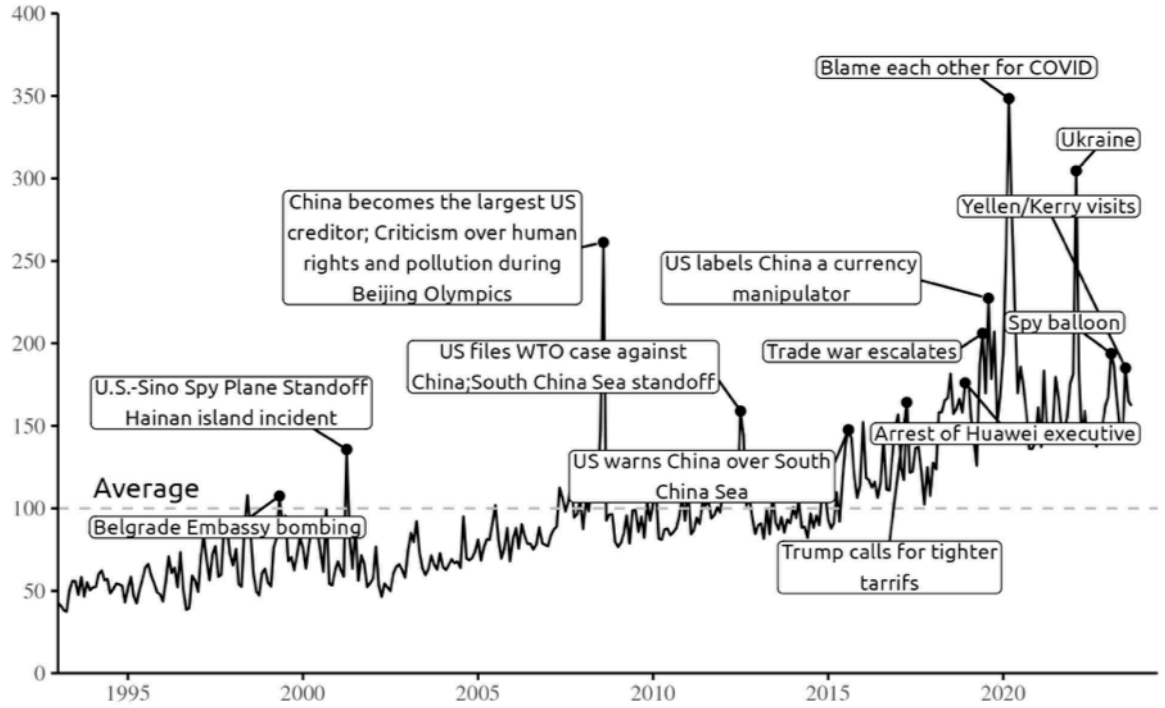
	PIB réel (%)						Revision*	
	2022	2023	2024e	2025f	2026f	2027f	2025f	2026f
Monde	**3.3**	**2.8**	**2.8**	**2.3**	**2.4**	**2.6**	**-0.4**	**-0.3**
Économies avancées	**2.9**	**1.7**	**1.7**	**1.2**	**1.4**	**1.5**	**-0.5**	**-0.4**
Marchés émergents et économies en développement	**3.8**	**4.4**	**4.2**	**3.8**	**3.8**	**3.9**	**-0.3**	**-0.2**
Asie de l'Est et Pacifique	3.6	5.2	5.0	4.5	4.0	4.0	-0.1	-0.1
Europe et Asie centrale	1.5	3.6	3.6	2.4	2.5	2.7	-0.1	-0.2
Amérique latine et Caraïbes	4.0	2.4	2.3	2.3	2.4	2.6	-0.2	-0.2
Moyen-Orient et Afrique du Nord	5.4	1.6	1.9	2.7	3.7	4.1	-0.7	-0.4
Asie du Sud	6.0	7.4	6.0	5.8	6.1	6.2	-0.4	-0.1
Afrique subsaharienne	3.9	2.9	3.5	3.7	4.1	4.3	-0.4	-0.2

Différences en points de pourcentage par rapport aux prévisions de janvier 2025.

Note : le document évoque le niveau particulièrement élevé des incertitudes politiques mondiales liées aux politiques publiques.
Des universitaires, spécialement de l'université de Stanford, déterminent régulièrement des « EPU Indices » (Economic Policy Uncertainly Index) : https://www.policyuncertainty.com/index.html
https://www.policyuncertainty.com/index.html
Voici l'évolution sur longue période de l'indice qui concerne les États-Unis. Le schéma « parle » tout seul :



Indiquons que le même site fournit un indice de tension entre les États-Unis et la Chine, dont voici l'évolution :



The U.S.-China Tension (UCT) index constructed by John Rogers, Bo Sun, and Tony Sun (2024). Monthly data normalized to have an average of 100 over the 1993-2024 sample.

Cette crainte qu'ont les États-Unis de perdre leur leadership mondial conduit à *deux réflexions importantes* :

• 1- Le prolongement de la géopolitique dans la géoéconomie.

Edward Luttwak introduit le concept de « géoéconomie » dans son livre, « Le rêve américain en danger », écrit en 1993.

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 ».

Dans son livre, E. N. Luttwak donne des États-Unis une photo très sombre car pour lui ils accumulent les signes d'un pays en déclin, qui a sacrifié sa cohésion sociale et ses valeurs à la recherche du dynamisme à tout prix. On doit se demander si, avec la Présidence Trump, la situation ne risque pas de s'aggraver encore (voir plus haut le paragraphe précédent I-D).

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).

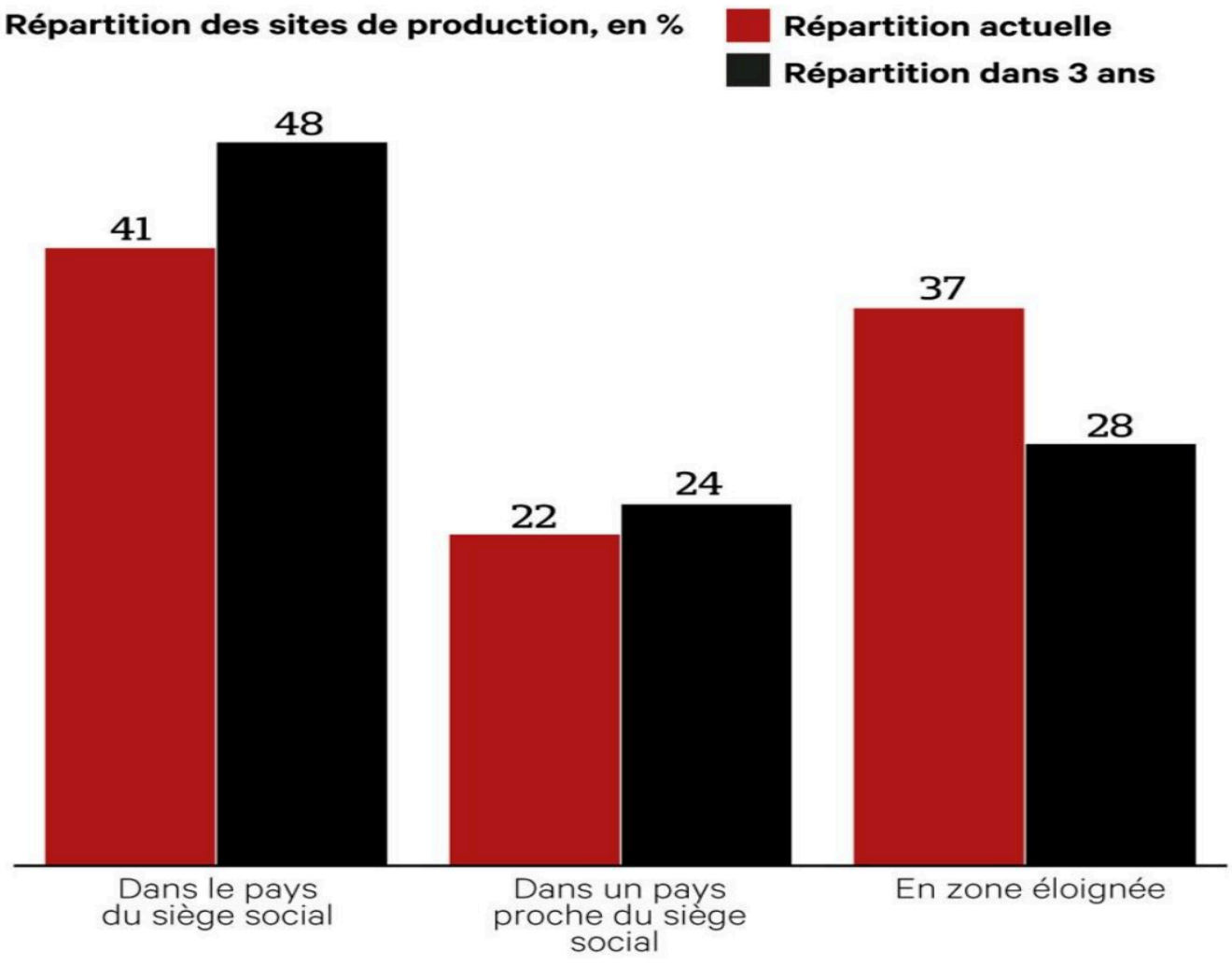
En voici le résumé et la conclusion : « Les puissances hégémoniques, comme les États-Unis et la Chine, exercent une influence sur d'autres pays en menaçant de suspendre ou de modifier leurs relations financières et commerciales. Les mécanismes qui génèrent des gains d'intégration, tels que les économies 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 ».
Enfin, ces mêmes auteurs ont publié en mai 2025 un article, « Remettre l'économie au cœur de la géoéconomie », de la conclusion duquel on peut lire ces lignes : « un élément commun du pouvoir géoéconomique réside dans les menaces, positives ou négatives, proférées par les pays hégémoniques pour inciter les entités ciblées à se conformer. Nous avons montré comment modéliser nombre de menaces courantes en pratique. La modélisation révèle les canaux sur lesquels ces menaces s'appuient et, par conséquent, leur efficacité potentielle et les contre-mesures susceptibles d'atténuer leur pouvoir » (https://globalcapitalallocation.s3.us-east-2.amazonaws.com/NBER_MacroAnnual_Geoeconomics.pdf).
Edward Luttwak lui-même 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

Note sur les effets des chocs sur les chaînes d'approvisionnement, voir l'artivlme paru tout début août, « The Macroeconomic Effects of Global Supply Chain Shocks » de Lapo Bini, qui présente ainsi son travail : « « Cet article examine les impacts économiques des perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales. En utilisant les annonces de surtaxes tarifaires des trois plus grandes compagnies maritimes conteneurisées, je construis une nouvelle mesure des chocs des chaînes d'approvisionnement mondiales. Les chocs déclenchent une hausse persistante des prix à la consommation et un déclin de l'activité économique. La réponse est généralisée. Les impacts sectoriels varient en fonction de l'exposition aux chaînes d'approvisionnement mondiales, évaluées par la part des

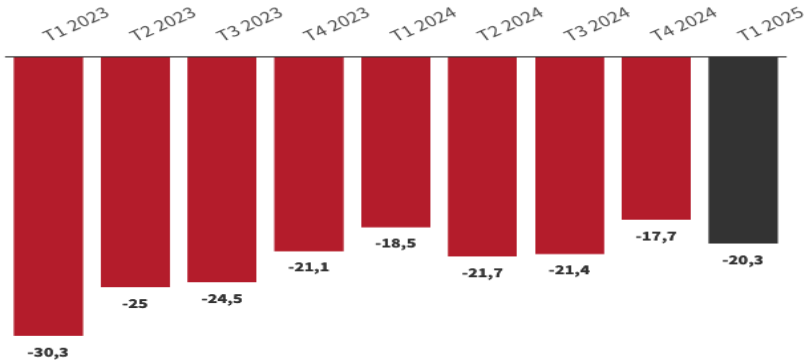
entrants provenant de l'étranger. Les retombées s'étendent aux secteurs non échangeables. Ces chocs ont représenté jusqu'à 51 % de l'inflation post-pandémique. Sans relance monétaire ou budgétaire, la reprise aurait été retardée de 18 mois »
(https://lapobini.github.io/publication/supplychain/Bini2025.pdf?fbclid=IwY2xjawMBo7pleHRuA2FlbQIxMAABHqB9Xx_Bk8pVVC4qV7YdIqWF-vKBsnG2Ev5ycDGGbLj-8A-B4g6hdvTeVJTE_aem_UAIHWZ8vqhs-CHOWbZHtAA).

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. »

Le déficit de la balance commerciale française

Par trimestre, en milliards d'euros



SOURCE : DGDDI

	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 ».

Quelques jours plus tard (*le 17 mai*), toujours ur XerfiCanal, **Anaïs Voy-Gillis publie une autre vidéo, conscarée à : « Relocalisation et réindustrialisation, ne pas confondre les objectifs » :**
« Depuis 2020, les appels à relocaliser des productions en France se multiplient, rompant ainsi avec les discours promouvant les bienfaits d'une économie sans usine et niant l'importance du lien entre lieu de production et de lieu d'innovation.
Si certains ont été tentés de penser qu'il s'agissait d'un effet de mode lié à la pandémie, la guerre en Ukraine est venue rappeler la nécessité de reproduire en France, ou au moins en Europe, un certain nombre de biens critiques au quotidien pour se nourrir, se soigner et se déplacer.
La crise climatique pousse également à rapprocher lieu de production et lieu de consommation, mais aussi à se questionner sur nos modes de production et à rompre avec l'ère dite de "consommation de masse".
Si le mot « relocalisation » est devenue courant dans le débat public, il convient de l'expliciter : El Mouhoub Mouhoud en donne deux définitions :
- Au sens strict : il s'agit du retour dans le pays d'origine d'unités de production, d'assemblage ou de montage qui ont été délocalisées dans des pays à faibles coût salariaux.
- Au sens large : il s'agit du rapatriement des unités d'assemblage à proximité des marchés ou le ralentissement des mouvements de délocalisations dans des secteurs soumis à la concurrence des pays à bas salaires.
Cette définition laisse à penser que les productions reviendraient exactement comme elles sont parties, mais les relocalisations se font généralement avec l'appui d'une automatisation plus poussée au sein d'unités de production plus compactes et génèrent moins d'emplois que les unités précédentes. Si bien qu'il est une erreur d'opposer relocalisation et réindustrialisation et donc nécessaire de considérer le problème plus largement.
Jusqu'au début de la pandémie, les relocalisations étaient très rares, malgré de nombreuses aides à la relocalisation : crédit d'impôt en 2005, prime à la relocalisation en 2008, aide à la réindustrialisation en 2013 … Malgré tout, quelques retours emblématiques ont marqué l'opinion publique comme les skis Rossignol et les thés Kusmi Tea.
Sous l'effet du plan de relance, les annonces de relocalisations se multiplient dans des domaines très divers : agroalimentaire, habillement, électronique, etc. La question de la relocalisation de productions lourdes comme celle de magnésium sur le territoire devrait également se poser dans le contexte actuel.
Différentes motivations peuvent expliquer cette volonté de relocaliser :
- Sécuriser les approvisionnements,
- Meilleure maîtrise du TCO,
- Réduction des coûts cachés et meilleure maîtrise des délais de production,
- Réponse aux évolutions de la demande.

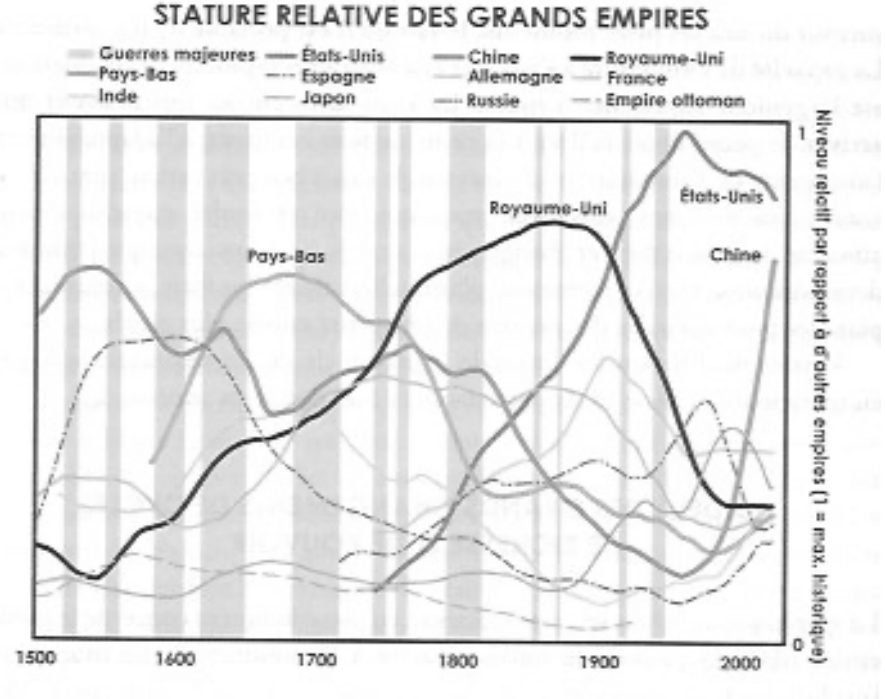
Mais d'autres entreprises font également le choix de venir localiser leur production en France alors qu'elles ne produisaient alors qu'à l'étranger pour le marché français c'est le cas par exemple avec Lunii, la boîte à histoire depuis la Chine et Le Matelas 365 depuis l'Espagne.
Le choix de localisation n'est pas une décision technique, mais bien une décision stratégique de l'entreprise et de ses dirigeants**.** Certaines entreprises souhaitent ainsi s'intégrer dans une démarche de circuits courts et/ou *d'économie circulaire*.
De quoi s'agit-il ? De l'approvisionnement aux déchets, les flux sont organisés en boucle en s'appuyant sur des principes de réutilisation, de recyclage et de réemploi pour allonger la durée de vie des produits.
Les circuits courts favorisent l'organisation directe des échanges en réduisant le nombre d'intermédiaires dans la chaîne de valeur.
Reposant sur une production locale, répondant à des besoins locaux, cette approche représente un changement de paradigme dans l'industrie.
Cette logique de circuits courts suppose un maillage territorial de petites unités de production modulaires pour s'adapter à la demande, circonscrites à leur espace de production, et une mutation des modèles économiques pour les mettre au service du bien commun.
En conclusion, la réindustrialisation peut se faire avec différentes logiques industrielles entre des projets de relocalisation avec des unités de production pour produire en masse et d'autres productions pour répondre à des besoins locaux avec des productions en petite série. Dans l'avenir, ces différents modèles seront amenés à cohabiter entre :
- *Des usines à vocation continentale* comme celles pour produire des semi-conducteurs, surtout dans un contexte de verticalisation et de régionalisation des chaînes de valeur,
- *Des usines intermédiaires* pour servir un pays ou un groupe de pays,
- *Des petites unités de production modulaires* pour répondre à une demande locale.
La clé étant dans tous les cas de recréer des écosystèmes industriels, ancrés dans les territoires, et intégrant pleinement la thématique environnementale dans leur modèle.
N'oublions pas que les relocalisations sont une partie de la renaissance industrielle. S'il est vain de croire que nous allons tout relocaliser en France, ce mouvement devrait s'inscrire dans la durée pour des raisons économiques et surtout écologiques ».

Le 13 juillet, sur X, l'observateur serbe Djole fait une remarque qui mérite attention sur une autocritique que vient de faire **le Président Poutine** : « le président russe Vladimir Poutine a ouvert une nouvelle dimension à son discours politique, en admettant qu'il avait mal interprété les motivations derrière l'attitude de l'Occident envers la Russie.
Dans une interview [le 7 mai, sur la chaîne publique « Rossiya1 », pour ses 25 ans au Kremlin] avec Pavlo Zaroubine, célèbre journaliste de la télévision d'État russe, Poutine a évoqué de profonds malentendus qu'il attribuait initialement, à tort, à des divergences idéologiques. Mais avec le temps, souligne-t-il, il est devenu évident que le fond n'était pas idéologique, mais autre chose : les intérêts. " Je pensais que les contradictions avec l'Occident étaient avant tout idéologiques. Cela semblait logique à l'époque : l'inertie de la Guerre froide, des visions du monde, des valeurs et une organisation sociale différentes", a déclaré Poutine. "Mais même lorsque l'idéologie a disparu, lorsque l'Union soviétique a cessé d'exister, les mêmes écarts, presque systématiques, par rapport aux intérêts de la Russie ont persisté. Et ce n'était pas par idées, mais par recherche d'avantages – géopolitiques, économiques et stratégiques."
Une telle déclaration de la part de la présidence est rare. Surtout pas avec cette nuance d'autocritique. Cependant, le message ne vise pas le passé, mais l'état actuel des relations, où, selon le dirigeant russe, il n'y a plus de place pour les illusions. Malgré les efforts déployés pour expliquer les priorités de Moscou à l'Occident, la réaction, dit-il, a été largement absente. Il n'y a eu aucun écho, aucune tentative de prendre sérieusement en compte la position russe. "J'ai compris que l'idéologie peut jouer un rôle secondaire, mais qu'au fond, tout est une question d'intérêts. Ce sont eux qui constituent le fondement, ce qui détermine tout le reste.".
Ces propos interviennent à un moment où le système mondial est en pleine mutation. Les changements sont rapides et les pays construisent de plus en plus leurs positions en fonction de leurs forces – politiques, économiques et technologiques. Et c'est dans ce contexte que Poutine voit le seul moyen de prendre la Russie au sérieux : renforcer sa propre position. "Le monde ne respecte que ceux qui savent se

protéger“, a-t-il déclaré. “Tant que nous ne démontrerons pas que nous sommes une puissance indépendante et souveraine défendant ses intérêts, personne ne pourra nous traiter d'égal à égal“.
La géopolitique, comme toujours, ne connaît pas les sièges vides. Et lorsque les cadres idéologiques disparaissent, seul l'intérêt demeure – froid, rationnel et à long terme. Pour les analystes, cette déclaration du président apparaît comme une tentative de redéfinir les relations avec le monde : non pas par des appels à la compréhension, mais par un positionnement fondé sur le pouvoir réel. À l'heure actuelle, la question reste ouverte : comment le monde réagira-t-il à cette attitude ? Tentera-t-il de trouver un nouvel équilibre, ou les tensions se déplaceront-elles simplement vers un autre terrain ? Personne n'a de réponse précise à cette question. Mais une chose est sûre : si le président russe a effectivement changé de perspective, cela pourrait également marquer un changement de ton dans un jeu mondial où chacun joue sans but ».
Ce à quoi un commentateur répond : « L'“idéologie“ a toujours été la façade de l'empire et de la politique des grandes puissances ».

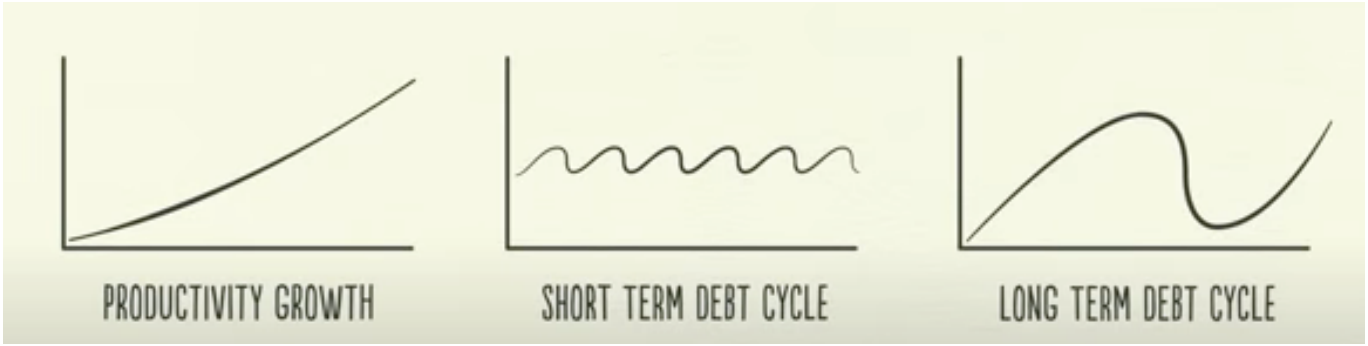
• 2-La thèse des cycles de Ray Dalio dans son important ouvrage « L’ordre mondial en mutation ; l’ascension et la chute des nations »

(Valor Éditions, 2023 pour l’édition française) une théorie particulièrement intéressante et importante. Dès le début du livre, on comprend que c’est la notion de cycle qui est au centre de la démonstration de l’auteur.
On se limitera ici à un seul schéma tiré du livre parce qu’il permet de comprendre quel est le « cycle de vie » d’un empire, pour reprendre une expression utilisée en markéting, avec les trois phases d’expansion, de maturité et de déclin :



Remarques :

• Ray Dalio a publié une vidéo de 30 mn sur les mécanismes de l’économie, au sein desquels les premiers rôles sont tenus par les transactions et par les marchés sur lesquels ont lieu ces transactions (la monnaie et le crédit en sont les contraprties) ; et ces mécanismes sont promus par 3 forces, la croissance de la productivité, le cycle court de la dette et le cycle long de la dette :



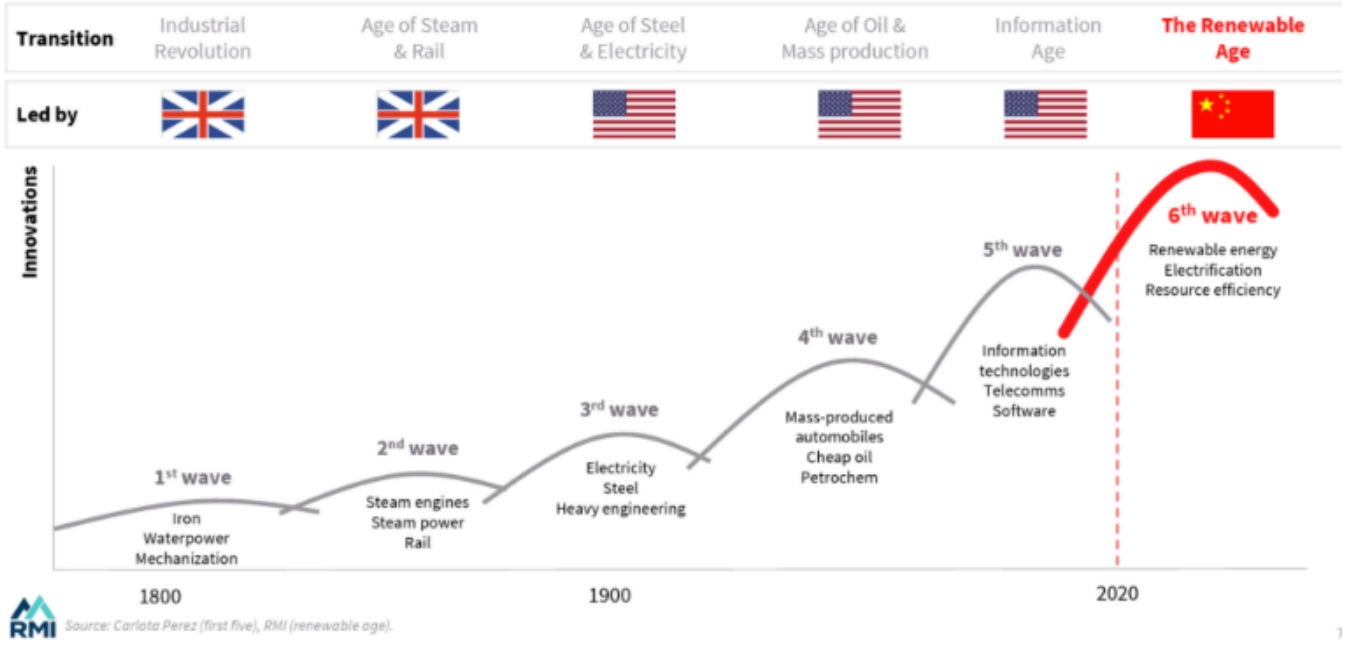
Voir cette vidéo à l'adresse suivante : https://www.youtube.com/watch?v=PHe0bXAIuk0

• Le 8 juillet, Yale Climate Connections publie un article de Dana Nuccitelli (https://yaleclimateconnections.org/2025/07/trump-just-gave-a-huge-gift-to-chinas-economy/) : « Trump just gave a huge gift to China's economy », dont voici les premières lignes, suivies d'un important schéma qui montre très pédagogiquement la succession des vagues de révolutions industrielles :

« Le 4 juillet, jour du 249e anniversaire des États-Unis, le président Donald Trump a promulgué une loi qui pourrait bien céder la place de première superpuissance économique mondiale à la Chine.

Comme l'a souligné le groupe de réflexion non partisan RMI, spécialisé dans l'énergie, le monde est en pleine transition : de l'ère de l'information, dominée par les États-Unis en matière de développement de nouveaux logiciels et de nouvelles technologies de l'information, à l'ère des énergies renouvelables, où le développement et le déploiement des technologies électriques et des énergies renouvelables propulseront l'économie mondiale.

Cette transition est dominée par les technologies propres, telles que le solaire, l'éolien, les véhicules électriques et les batteries, dont les prix chutent rapidement et connaissent une croissance exponentielle ».



Transitions to new global economic ages and the countries that led and are poised to lead them. (Image credit: RMI / used with permission)

• 3- Le politiste très incorrect « William Murphy » dénonce sur « X » « le mythe de l'unité américaine qui a toujours masqué de brutales contradictions »

« Le Mississippi et New York pourraient tout aussi bien être des pays différents sur le plan économique. Le Nord-Ouest Pacifique et le Sud profond ne partagent aucune vision politique commune. Ce n'est pas une nation, c'est un empire contraint.
Des États-Unis fracturés perdraient leur capacité d'oppression mondiale. Pas de Pentagone unique pour mener des guerres sans fin. Pas de Réserve fédérale unifiée pour imposer l'hégémonie du dollar. Pas de CIA centralisée pour fomenter des coups d'État. L'effondrement impérial pourrait offrir un répit aux pays du Sud ».

C) 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…
Comme l'écrit dans Les Echos du 16 juin le professeur réputé d'économie à Harvard, Kenneth Rogoff, « bien sûr, il ne s'agit pas seulement de Trump. Les taux d'intérêt étaient déjà en forte hausse pendant le mandat de Biden. Si les démocrates avaient remporté la présidence et les deux chambres du Congrès en 2024, les perspectives budgétaires de l'Amérique auraient probablement été tout aussi sombres. Jusqu'à ce qu'une crise survienne, la volonté politique d'agir est faible, et tout dirigeant qui tente d'assainir les finances publiques court le risque d'être démis de ses fonctions ».

On constate aussi 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)

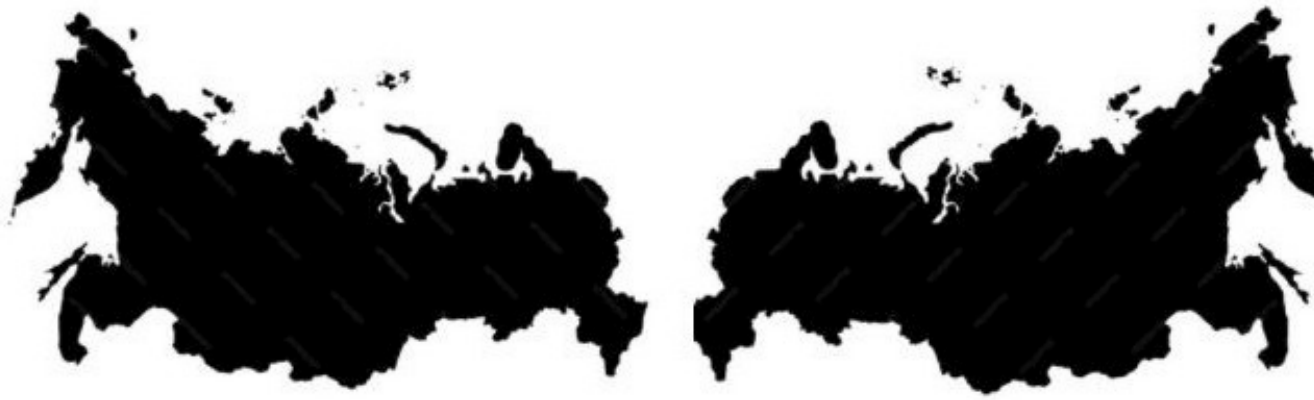
(p) provisoire
(1) 2022
(2) 2021
(3) 2020
(4) 2019

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 17 juillet, Emmanuel Todd approfondit son analyse en lui donnant un tour encore plus original, dans son nouvel article : « La Russie est notre Rorschach » (https://substack.com/inbox/post/168540312).
Emmanuel Todd y invente la « géopsychiatrie ».



En voici les premières lignes :
« En avril dernier, interrogé par une chaîne de télévision russe sur la russophobie occidentale, j'avais eu une illumination. J'avais à peu près répondu : cela va vous être désagréable d'entendre ça, mais notre russophobie n'a

aucun rapport avec vous. C'est un fantasme, une pathologie des sociétés occidentales, un besoin endogène d'imaginer un monstre russe.
Pour la première fois à Moscou depuis 1993, je vivais un choc de normalité. Mes indicateurs habituels – mortalité infantile, suicide et homicide – m'avaient montré, sans bouger de Paris, que la Russie était sauvée, après sa crise de sortie du communisme. Mais Moscou normale à ce point, c'était au-delà de tout ce que j'avais conçu. J'ai eu sur place l'intuition que la russophobie était une maladie.
Cette intuition résout toutes sortes de questions. Je m'obstinais, par exemple, à rechercher dans l'histoire les racines de la russophobie anglaise, la plus obstinée de toutes. L'affrontement des empires britanniques et russe au dix-neuvième siècle semblait justifier une telle approche. Mais quand même, durant les deux guerres mondiales, la Grande-Bretagne et Russie furent alliées, et elles se durent mutuellement leur survie durant la seconde. Alors, pourquoi tant de haine ? L'hypothèse géopsychiatrique nous donne une solution. La société anglaise est la plus russophobe, tout simplement parce qu'elle est la plus malade d'Europe. Acteur majeur et victime première de l'ultralibéralisme, l'Angleterre n'en finit pas de produire des symptômes graves : effondrement universitaire et hospitalier, sous-alimentation des vieux, sans oublier Liz Truss, la plus brève et la plus folle des premiers ministres britanniques, hallucination fulgurante au pays de Disraeli, Gladstone et Churchill. Qui aurait osé une chute des recettes fiscales sans la sécurité d'une monnaie, non pas seulement nationale, mais impériale, monnaie de réserve du monde ? Trump aussi fait n'importe quoi avec son budget mais il ne menace pas le dollar. Dans l'immédiat.
En quelques jours, Truss avait détrôné Macron au hit-parade de l'absurdité occidentale. J'avoue attendre beaucoup de Friedrich Merz, dont le potentiel belliciste antirusse menace l'Allemagne de beaucoup plus qu'un effondrement monétaire. La destruction des ponts du Rhin par des missiles oreshnik ? Malgré la protection nucléaire française ? En Europe, c'est carnaval tous les jours.
La France va de plus en plus mal, avec son système politique bloqué, son système économique et social à crédit, sa hausse de mortalité infantile. Nous coulons. Et hop, poussée russophobe. Macron, le chef d'état-major des armées et le patron de la DGSE viennent d'entonner en cœur la chanson. La France, ennemi numéro 1 de la Russie. On croit rêver. Notre insignifiance militaire et industrielle fait de la France le cadet des soucis de la Russie, suffisamment occupée par son affrontement planétaire avec les États-Unis.
Cette dernière absurdité macronienne rend le recours à la géopsychiatrie indispensable. Un diagnostic d'érotomanie est inévitable. L'érotomanie, c'est cette affection, plutôt féminine mais non exclusivement, qui conduit le sujet à se penser universellement désiré sexuellement et menacé d'une pénétration par, mettons, tous les mâles environnants. La pénétration russe donc, menace…
Je dois avouer ma lassitude à taper sur Macron (d'autres s'en chargent désormais, malgré la servilité journalistique générale). Heureusement pour moi, nous avions été préparés au discours de 14 juillet du Président par du neuf, les interventions de deux petits soldats du régime, Thierry Burkhard (chef d'Etat-major des armées) et Nicolas Lerner (patron de la DGSE). Je ne suis pas constitutionnaliste et ne sais s'il est de bon augure pour la démocratie que des gérants du monopole de la violence légitime de l'État se répandent sur les ondes, en conférence de presse (Burkhard) ou en divagations angoissées sur la chaîne LCI (Lerner) pour y définir en avant-première la politique extérieure de la France.
Reste que l'expression publique et libre de leur parole russophobie est un trésor pour le géopsychiatre. J'en ai tiré deux enseignements essentiels sur l'état d'esprit des classes dirigeantes françaises (ces interventions ont été reçues comme normales par la majorité du monde politico-journaliste et nous parlent donc de la classe qui nous guide).
Écoutons d'abord Burkhard. Je reprends la transcription du Figaro avec ses évidentes imperfections. Je ne touche à rien. Comment notre chef d'État-major définit-il la Russie et les Russes ? "*C'est aussi par sa capacité de sa population à durer, voir à endurer, même si la situation est compliquée. Là aussi, historiquement et culturellement, c'est un peuple qui est capable d'endurer des choses qui nous semblent d'ailleurs complètement inimaginables. C'est un aspect important pour la résistance et à la capacité à soutenir l'État"*. Je traduis : le patriotisme russe est pour notre militaire inimaginable. Ce n'est pas de la Russie qu'il nous parle, c'est de lui et des siens. Il ne sait pas, ils ne savent pas, ce qu'est le patriotisme. Grâce au fantasme russe, nous découvrons pourquoi la France a perdu son indépendance, pourquoi, intégrée dans l'OTAN, elle est devenue un proxy des Etats-Unis. (…)
Passons à Nicolas Lerner s'étalant sur LCI. Cet homme semble en grande détresse intellectuelle. Décrire la Russie comme une menace existentielle pour la France… Avec une population qui diminue, déjà trop petite pour ses 17 millions de kilomètres carrés. Seul un malade des nerfs peut croire que Poutine veut pénétrer la France. La Russie de Vladivostok à Brest ? Reste que dans sa détresse, Lerner est utile pour comprendre la mentalité des gens qui nous mènent à l'abîme. Il voit la Russie impériale là où elle est nationale, viscéralement attaché à sa souveraineté. La Nouvelle Russie, entre Odessa et le Donbass, c'est tout bêtement l'Alsace-Lorraine des Russes. Aurait-on décrit la France de 1914, prête à se battre pour résister à l'Empire allemand et reprendre ses provinces perdues comme impériale ? Burkhard ne comprend pas le patriotisme, Lerner ne comprend pas la nation.
Une menace existentielle pour la France ? Oui bien sûr, ils la sentent, ils ont raison, ils la cherchent en Russie. Mais c'est en eux-mêmes qu'ils devraient la chercher. Elle est double. Menace n°1 : nos élites n'aiment plus leur pays. Menace n°2 : ils le mettent service d'une puissance étrangère, les États-Unis d'Amérique, sans jamais tenir compte de nos intérêts nationaux. (…) ».
Remarques :

• « Yann Lebondoseur » commente ainsi l'article d'E. Todd : « Montesquieu sur l'effondrement des républiques. Quand le patriotisme disparaît, le bien public devient l'affaire de quelques particuliers. Nous y sommes ».

Montesquieu (1748) « De l'esprit des lois » (livre premier) :

« Pour l'intelligence des quatre premiers livres de cet ouvrage, il faut observer que ce que j'appelle la *vertu* dans la république est l'amour de la patrie, c'est-à-dire l'amour de l'égalité. Ce n'est point une vertu morale, ni une vertu chrétienne; c'est la vertu *politique;* et celle-ci est le ressort qui fait mouvoir le gouvernement républicain,comme l'hon*neur* est le ressort qui fait mouvoir la monarchie. J'ai donc appelé *vertu politique* l'amour de la patrie et de l'égalité. »

« Lorsque cette vertu cesse, l'ambition entre dans les cœurs qui peuvent la recevoir,et l'avarice entre dans tous. Les désirs changent d'objets: ce qu'on aimait, on ne l'aime plus; on était libre avec les lois, on veut être libre contre elles. Chaque citoyen est comme un esclave échappé de la maison de son maître; ce qui était *maxime,* on l'appelle *rigueur;* ce qui était *règle,* on l'appelle *gêne;* ce qui y était *attention,* on l'appelle *crainte.* C'est la frugalité qui y est l'avarice, et non pas le désir d'avoir. Autrefois le bien des particuliers faisait le trésor public; mais pour lors le trésor public devient le patrimoine des particuliers. La république est une dépouille; et sa force n'est plus que le pouvoir de quelques citoyens et la licence de tous. »

« Lorsque, dans la république, le peuple en corps a la souveraine puissance, c'est une démocratie. Lorsq
la souveraine puissance est entre les mains d'une partie du peuple, cela s'appelle une aristocratie. »

« La démocratie a donc deux excès à éviter :l'esprit d'inégalité qui la mène à l'aristocratie, ou au gouv
nement d'un seul et l'esprit d'égalité extrême, qui la conduit au despotisme d'un seul . »

• Le même 17 juillet, Emmanuel Ruimy écrit des lignes qui pourraient faire croire qu'il veut donner des arguments à Emmanuel Todd sur la situaiton de la France :
« Notre modèle social a été conçu pour une France qui n'existe plus : jeune, industrielle, homogène. Il asphyxie aujourd'hui un pays vieillissant, fracturé, désindustrialisé. Réformer le social ou laisser mourir le régalien. Tout autre discours est un mensonge.

Rappel factuel
- La dépense publique atteint 58% du PIB, soit la plus élevée de l'OCDE après la Finlande, dont les résultats sociaux sont bien meilleurs.
- La dépense sociale seule représente 803 milliards d'euros, soit 32% du PIB. En comparaison, les dépenses régaliennes cumulées (justice, police, armée, diplomatie) plafonnent à 6% du PIB.
- Il manque 10 000 magistrats pour être dans la moyenne européenne (CEPEJ). Les délais de jugement sont indignes d'un État de droit (9 mois pour un divorce, 2 ans pour un procès pénal).
- 1 juge pour 10 000 habitants, contre 1 pour 5 000 en Allemagne. Pendant ce temps, la CAF emploie 34 000 agents.
- Malgré 100 milliards € d'aides sociales directes par an, le taux de pauvreté stagne autour de 14 %
- Les prisons comptent 73 000 détenus pour 62 000 places. Soit une surpopulation de 18 %, indigne d'un État moderne. 42 % des condamnations fermes ne sont pas immédiatement exécutées.
- La France a 1 policier pour 270 habitants. Le taux d'élucidation des cambriolages est de 8 % (ministère de l'Intérieur).
- Le budget de la police et de la gendarmerie (26,6 milliards €) est inférieur à celui des aides au logement, auxquelles l'État finance massivement l'ASS, l'AAH, le RSA, les APL, alors même que la crise du logement n'a jamais été aussi sévère.

- L'armée française est passée de 547 000 militaires en 1990 à 205 000 aujourd'hui (dont à peine 77 000 combattants) dans un continent en guerre.
- L'armée manque de munitions (2 à 5 jours de stock en cas de guerre de haute intensité selon le Sénat), de blindés, de capacités de projection. La France possède 200 chars Leclerc, dont à peine 50 pleinement opérationnels.
- Le budget de l'Éducation nationale est colossal (plus de 60 milliards €), mais La France est 23e sur 27 pays européens en compréhension de l'écrit selon PISA. Chef-d'œuvre pour un monde révolu, notre modèle social est devenu une machine à désarmer l'État. Ce n'est pas une réforme du modèle social qu'il faut craindre, c'est l'illusion qu'il peut rester intact sans tout emporter. Le statu quo rassure, mais il tue. La réforme inquiète, mais elle sauve. Le politique, c'est choisir ».

2- 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.

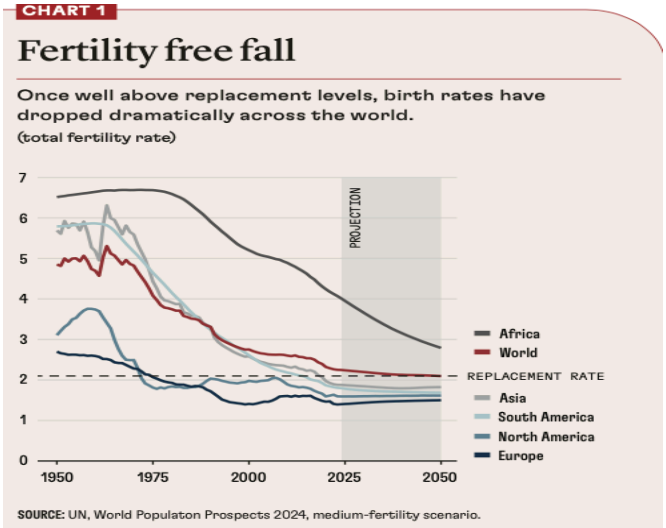
3- Une vidéo sur YouTube montre que l'économie russe est loin d'avoir été complètement annihilée par les sanctions et par le coût de la guerre en Ukraine : https://www.youtube.com/watch?v=pHZia-X12Cw

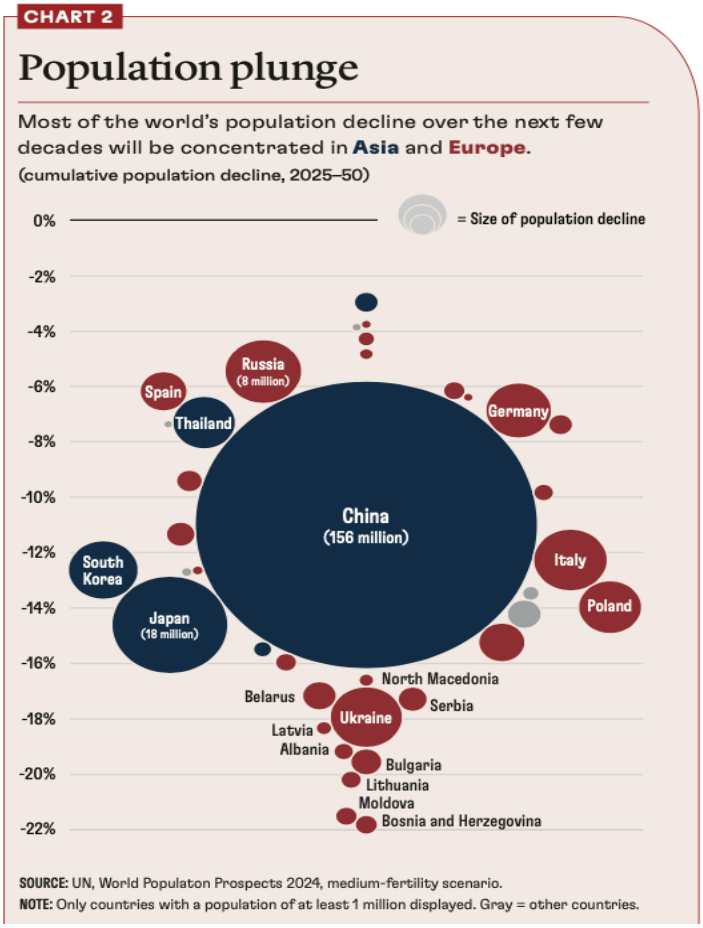
4- On a vu qu'Emmanuel Todd considère que la situation de la Russie est stabilisée et que la mortalité infantile a un rôle important dans l'analyse. L'économiste David Cayla est d'accord avec lui pour affirmer que « la démographie, c'est de la politique ». Mais, les informations statistiques que donnent 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 »).

Nous avons déjà noté plus haut l'importance décisive du facteur démographique (voir la réflexion de Raoul Pal). On retrouve cette idée dans l'analyse que fait Jesus Fernandez-Villaverde (professeur d'économie à l'Université de Pennsylvanie), notamment quand il analyse l'histoire économique du Japon : « la croissance du Japon s'explique presqu'entièrement par une démographie défavorable. Si l'on considère au-delà du PIB ou du PIB par habitant, et que l'on utilise plutôt le PIB par adulte en âge de travailler (défini de plusieurs manières robustes pour tenir compte, par exemple, du fait que les Japonais prennent leur retraite plus tard que dans les autres économies du G7) ou la production par heure travaillée, le Japon a suivi le rythme de ses pairs. (…) Et le présent du Japon est l'avenir de toute économie avancée. Cessons de nous focaliser sur la crise financière et concentrons-nous sur l'essentiel : la démographie est notre destin ».

À ce propos, voici deux schémas publiés dans le cadre d'un article publié par le FMI mi-juin :





5- Il est intéressant ici de faire référence à un travail de recherche qui date de décembre 2024, réalisé par Tomothy Besley (de la London Scholl Economics), de Chris Dann (de l'Université de Stanford) et de Sacha Dray (de la Banque mondiale) : « Growth Experiences and Trust in Government ». En voici « l'abstract » :

« Cet article explore la relation entre croissance économique et confiance dans l'État en utilisant la variation de la croissance du PIB observée depuis la naissance. Nous avons constitué un ensemble de données mondiales récemment harmonisées à partir de dix grandes enquêtes d'opinion, portant sur 2,8 millions de répondants dans 166 pays depuis 1990.

En utilisant la variation entre cohortes, nous constatons tout d'abord que les personnes ayant une expérience de croissance du PIB plus élevée font davantage confiance à leur État, ce qui est dû au fait que les personnes vivent dans des démocraties. Une expérience de croissance plus élevée est également associée à une meilleure perception de la performance de l'État et du

niveau de vie. Nous ne trouvons aucun lien similaire entre l'expérience de croissance et la confiance interpersonnelle.
Deuxièmement, les expériences de croissance plus récentes semblent avoir le plus d'impact sur la confiance dans l'État, sans effet détectable de l'expérience de croissance pendant les années de formation.
Troisièmement, nous mettons en évidence un "paradoxe de la confiance", selon lequel la confiance moyenne dans l'État est plus faible dans les démocraties que dans les autocraties. Nos résultats sont robustes à divers exercices de falsification et sont également obtenus à partir des données de l'ANES pour les États-Unis ».
Quelles leçons peut-on tirer ?

6- Le 10 décembre 2024, sur XerfiCanal, son directeur Laurent Faibis propose une analyse intéressante du « Chaos qui vient » à partir du livre -paru en 2024-, qui a ce titre, de Peter Turchin :
« Quand les élites se multiplient sans que le pouvoir parvienne à les réguler, les fondations des sociétés s'effondrent. L'Occident, et la France en particulier, semblent pris dans cette dynamique : les ultra-riches s'arrogent toujours plus d'influence, les surdiplômés s'affrontent pour des places qui se raréfient, et les inégalités sociales explosent. Ce déséquilibre nourrit tensions, frustrations et dérives populistes.
Dans "Le Chaos qui vient", Peter Turchin, anthropologue et théoricien des cycles historiques, propose un décryptage des ressorts de cette crise. Il identifie un schéma universel : surproduction des élites, paupérisation des masses et effondrement de l'État. Ces forces, à l'œuvre aujourd'hui, rappellent des époques troubles où les excès des élites ont nourri les révolutions. De Robespierre à Lénine, Staline, et Hitler, les contre-élites ont toujours pris racine dans ce chaos pour renverser l'ordre établi.
Trop d'élites, pas assez de pouvoir : la guerre des sommets.
Résumons la thèse de Turchin. L'explosion du nombre de riches et d'hyper-riches a transformé la lutte pour les sommets en une véritable guerre des tranchées. Les ultra-riches ne se contentent plus de leur richesse : ils achètent des médias, financent des mouvements politiques et s'arrogent un pouvoir d'influence sans précédent. Certains sont désormais plus puissants que les États.
Une compétition féroce
Ce phénomène, amplifié par un afflux incessant de diplômés qui aspirent à rejoindre leurs rangs, crée une compétition féroce. Mais tous ne peuvent accéder au sommet. Ainsi se forment des élites frustrées et marginalisées, prêtes à tout pour renverser l'ordre établi. La société contemporaine illustre cette dynamique : les ambitions flambent, mais les opportunités stagnent. Résultat ? Une fracture au sommet qui nourrit les dérives populistes avec son lot de mensonges et de démagogie.
Les classes populaires : oubliées mais dangereuses.
Pendant que les élites s'affrontent, les classes populaires se sentent appauvries et méprisées, Elles bouillonnent de frustration. La "pompe à richesse" décrite par Turchin a exacerbé les inégalités, captant les fruits de la croissance pour les riches et les ultra-riches. Pendant ce temps, les salaires stagnent, les perspectives se réduisent, et la colère se propage. Lorsque cette colère trouve des leaders politiques populistes et démagogiques, elle devient explosive, remettant en question les fondations mêmes du système.
L'État : victime ou coupable ?
La légitimité des institutions est le ciment des sociétés stables. Pourtant, un État perçu comme inefficace ou soumis aux intérêts des élites alimente la défiance. Les démocraties contemporaines se transforment alors en arènes où les idéologies et les intérêts particuliers s'entrechoquent. Les États deviennent alors incapables de rééquilibrer les richesses, de contenir les excès des ultra-riches, d'endiguer la lutte des places des surdiplômés, et les rivalités des élites politiques.
Le chaos est une construction humaine.

L'inflation des élites, la polarisation idéologique et le déclassement relatif des masses sont autant de défis que nous avons sans doute trop longtemps laissé prospérer. Une thèse qui mérite réflexion. Toute ressemblance avec la situation américaine ou française est bien entendu… fortuite ».

D) Un objectif final plus ou moins caché

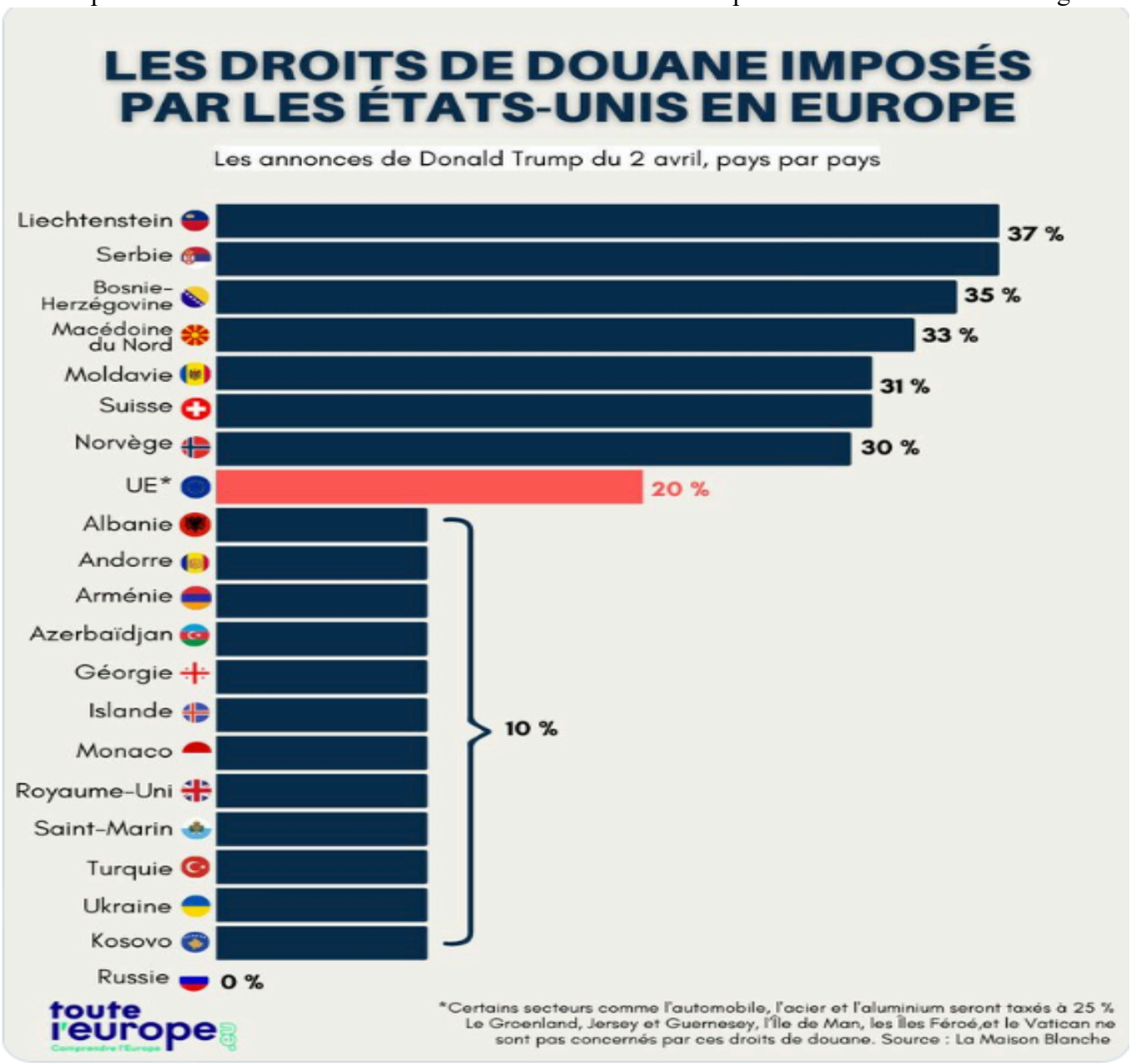
Patrick Artus, extrait du Flash Economie du 3 juillet 2025

« Les droits de douane, le protectionnisme, la taxation des non-résidents (section 899 du BBB – Big Beautiful Bill), ne sont considérés par l'administration Trump que comme un moyen de réaliser son objectif final : ouvrir de nouveaux marchés aux entreprises américaines, accroître leurs profits.
La mise en place de droits de douane élevés ne peut pas être la politique permanente des États-Unis, puisque cette politique conduirait à un supplément important d'inflation, à un recul de la consommation des ménages, à une perte de popularité pour Donald Trump. La taxation des revenus des non-résidents ne peut pas être non plus envisagée durablement, parce qu'elle découragerait les non-résidents d'investir aux États-Unis.
En réalité, le but final de l'administration Trump, en utilisant les droits de douane comme une menace, est d'ouvrir de nouveaux marchés aux entreprises américaines (dans l'agroalimentaire, l'automobile, le numérique...), et de soutenir leurs profits, en obtenant des autres pays la baisse de leurs protections sanitaires, environnementales, l'assouplissement de leurs règles de la concurrence, ainsi que la disparition de mesures fiscales jugées discriminatoires (impôt minimum sur les multinationales, taxation des entreprises du numérique).
Cela a déjà été décidé en ce qui concerne la taxation d'actifs détenus par les non-résidents. L'abandon des règles sanitaires et environnementales, l'assouplissement des règles de la concurrence sont inacceptables, en particulier pour l'Union européenne, et donc l'issue de la négociation entre les États-Unis et les autres pays, en particulier l'UE, est incertaine. Si l'UE persiste à refuser d'alléger des régulations, on ne peut pas exclure que les États-Unis mettent en place des droits de douane très défavorables pour l'UE, mais aussi pour les Etats-Unis (dont les prix intérieurs augmenteront).
Cependant, les autres pays ayant renoncé durant le sommet du G7 à taxer à 15% les multinationales et à taxer les entreprises du numérique, cette stratégie des Etats-Unis est pour l'instant couronnée de succès ».

II- La guerre commerciale : les faits

A) La chronologie des 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

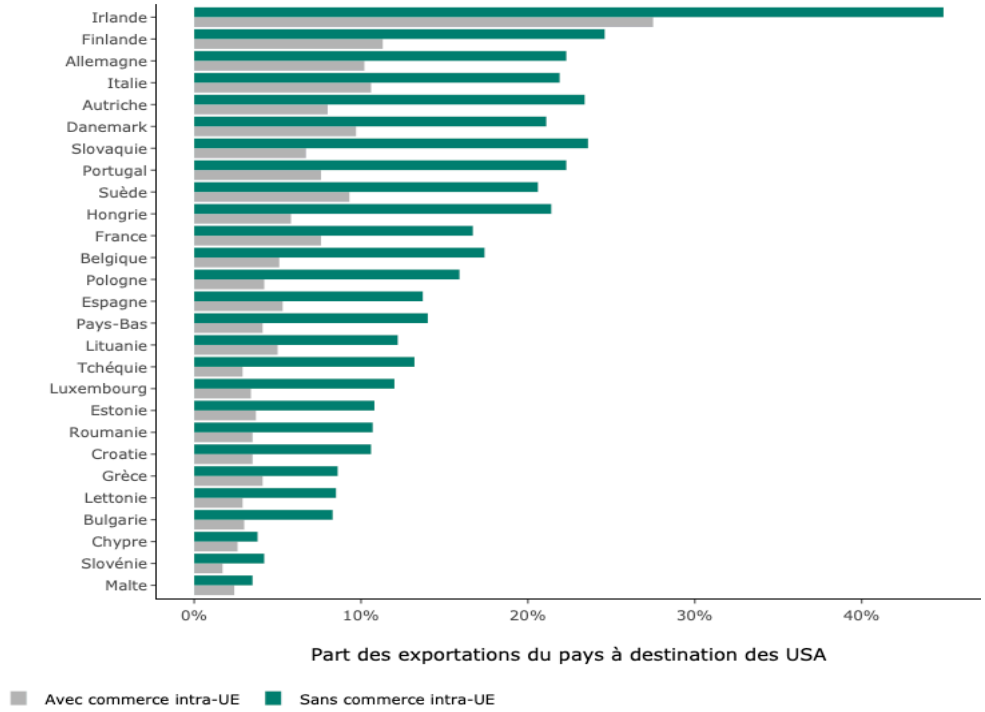


Figure 11: Exposition par pays sur les exportations de services

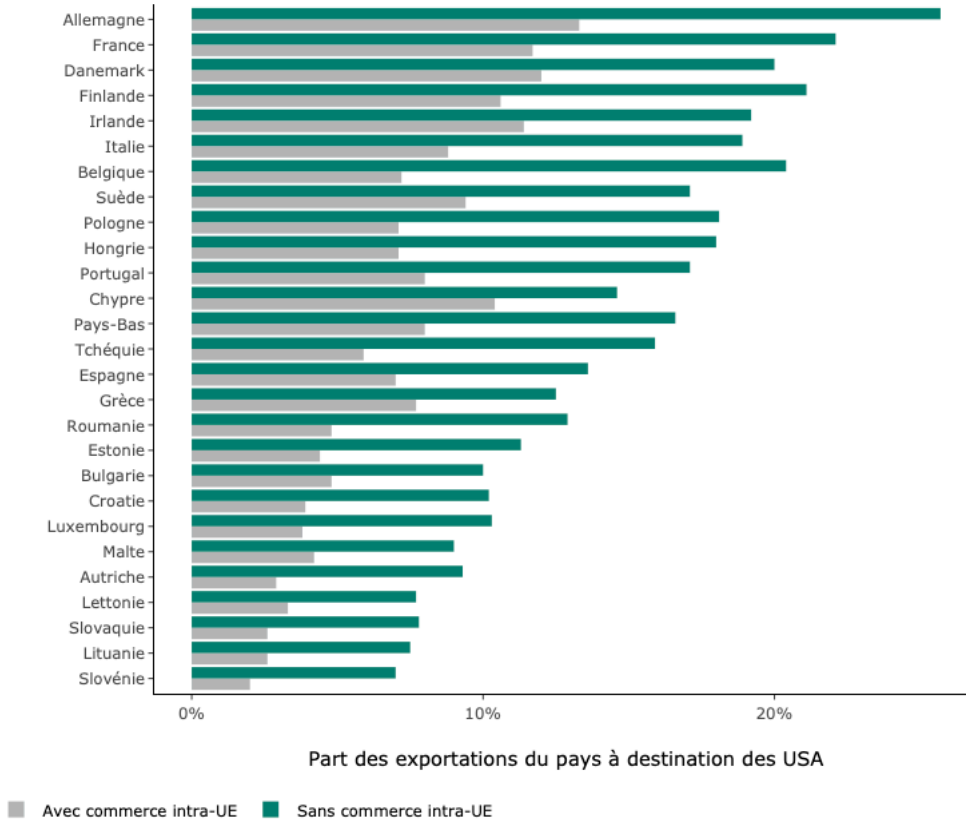
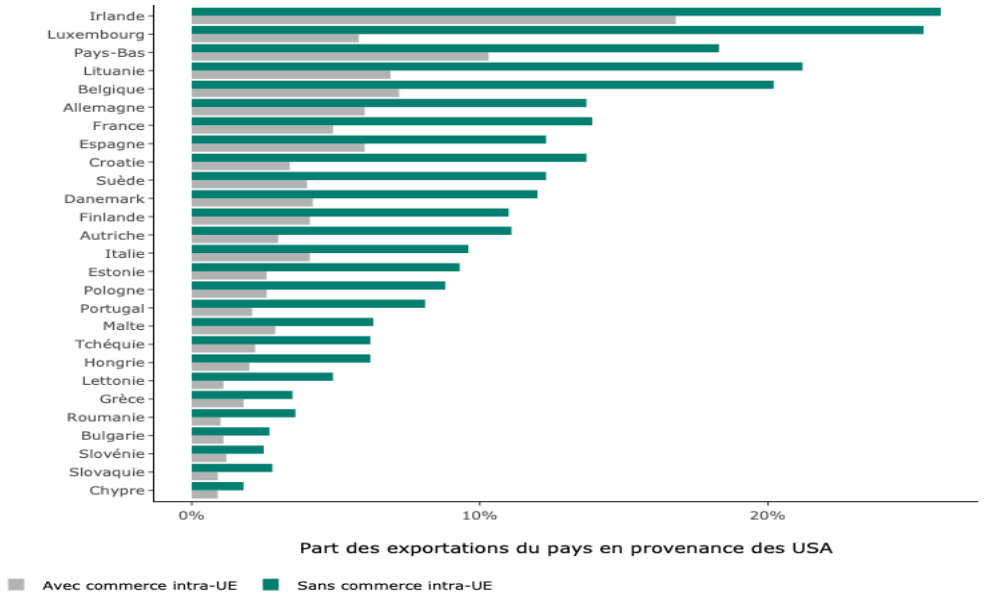


Figure 8: Exposition par pays sur les importations de biens



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

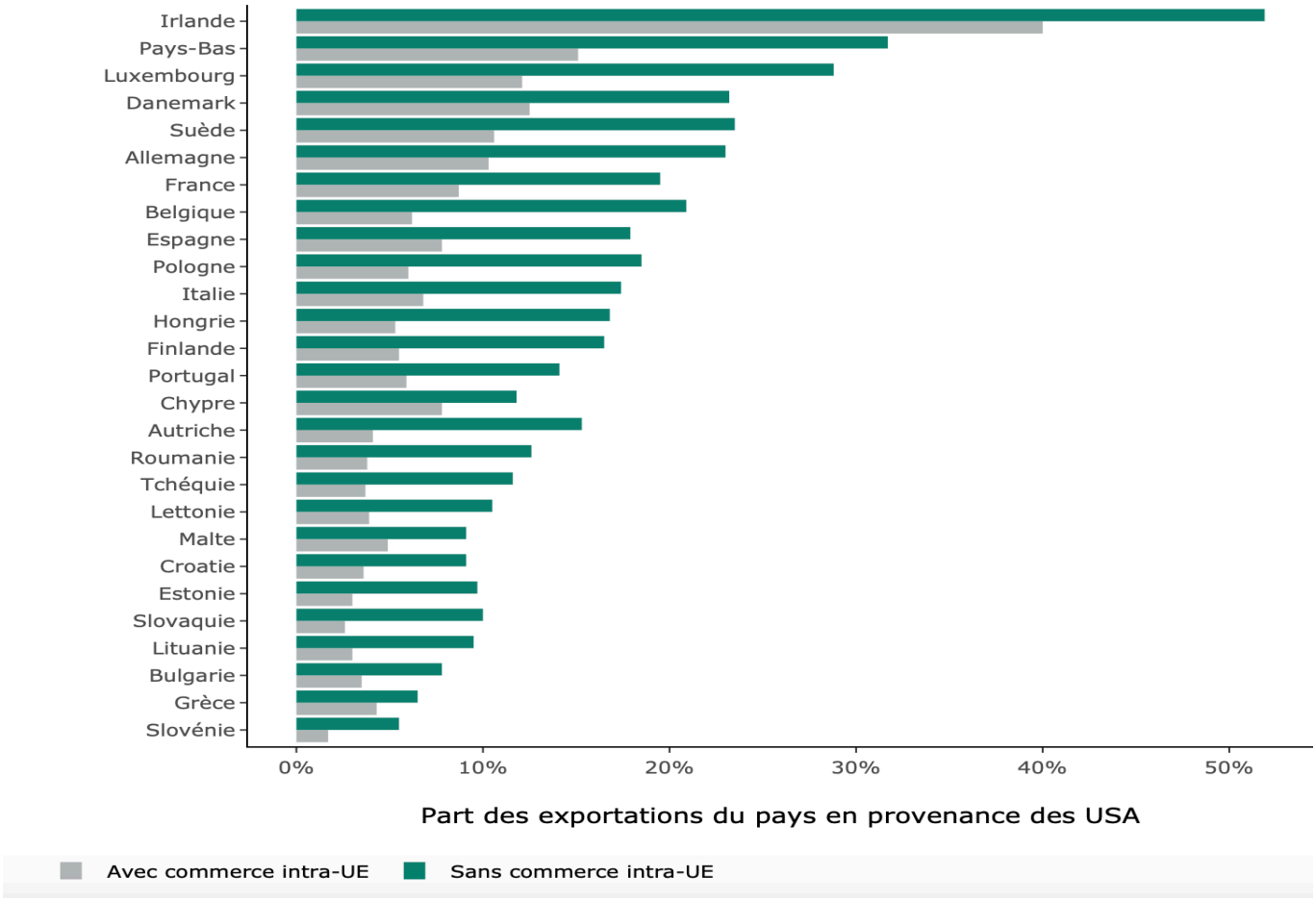


Table 3: Protection commerciale de l'UE sur les importations en provenance des Etats Unis, par secteur

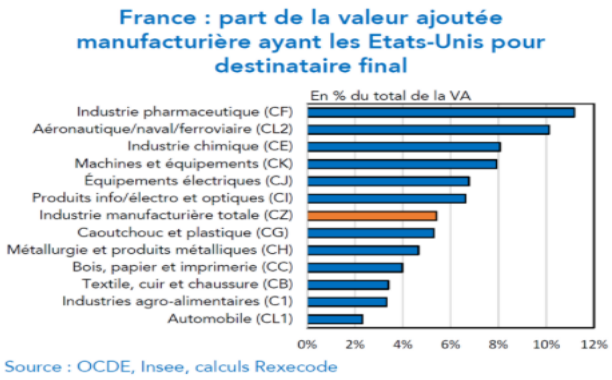
Section du Système Harmonisé	Droit de douane moyen (%)[a]	Importations (mds USD)	Part des USA dans le commerce mondial (%)	Part des USA dans les importations européennes (%)
Produits animaux	36.1	1.48	11.2	4.2
Produits alimentaires	11.8	4.04	9.7	5.9
Graisses, huiles	8.0	0.24	2.2	1.5
Chaussures, chapeaux	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).

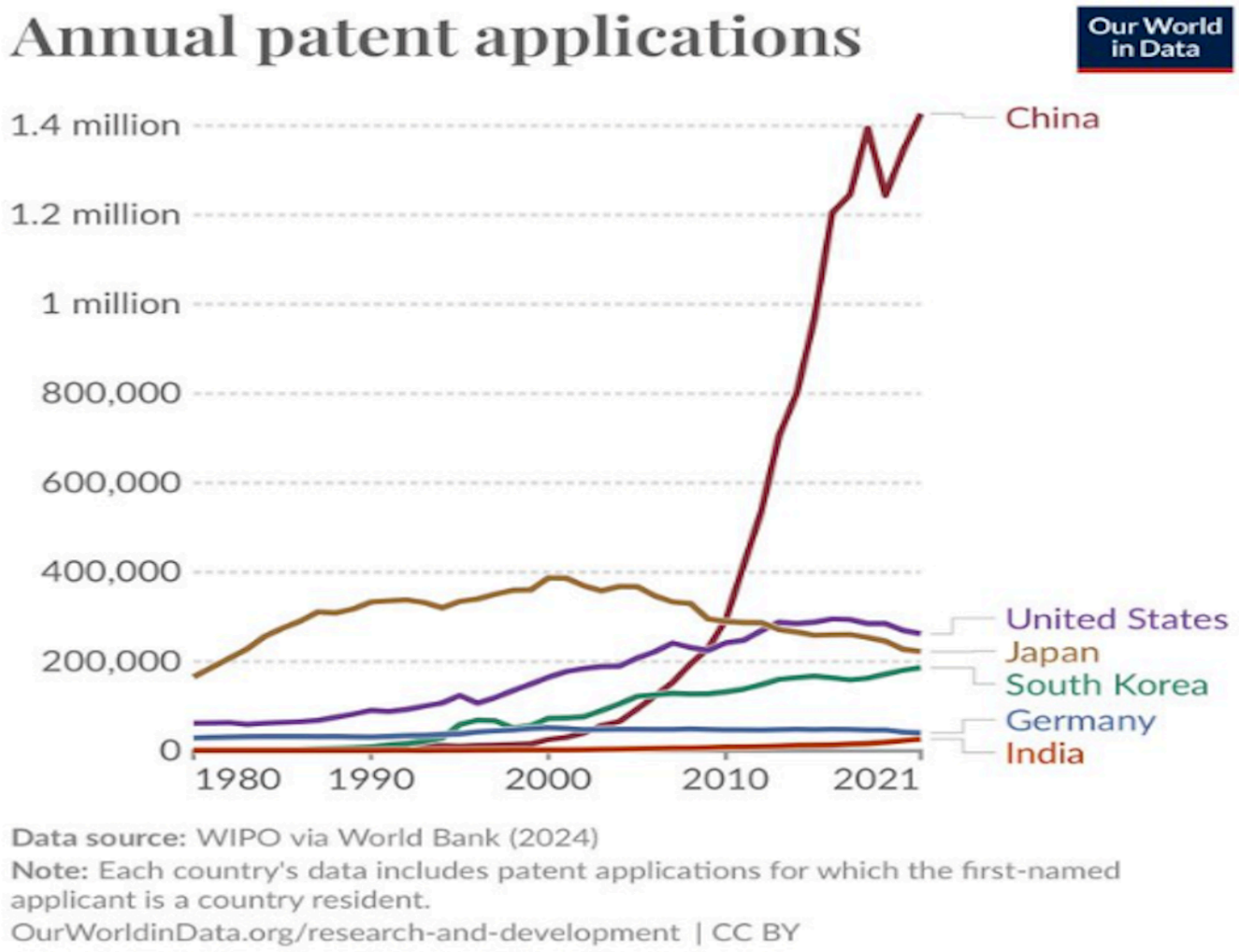
Des échanges économiques très intenses dans les domaines de pointe. Les entreprises françaises sont historiquement très présentes aux États-Unis dans les domaines de haute technologie, liés notamment à la défense, à la sécurité, à la santé et à la biométrie. En outre, les États-Unis comptent 11 communautés 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 :

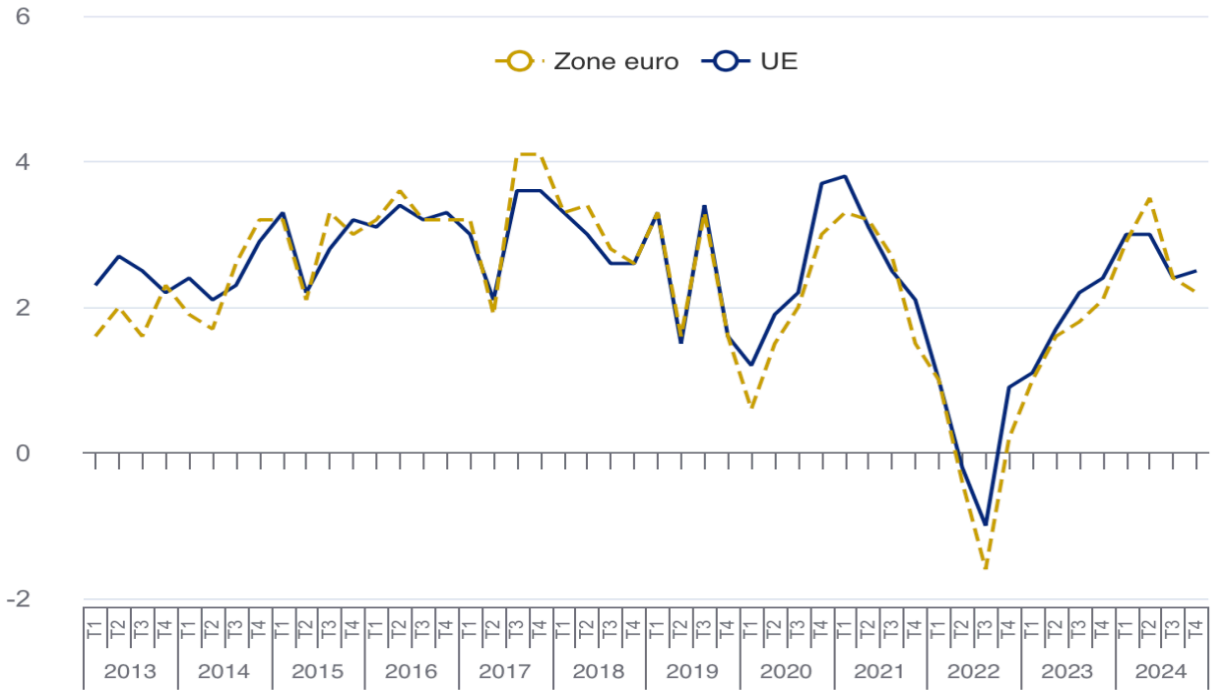


Note 3 : L'Irlande est responsable à elle seule de 46 des 82 milliards de dollars de déficit commercial des États-Unis avec l'Union européenne dans le domaine pharmaceutique.

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

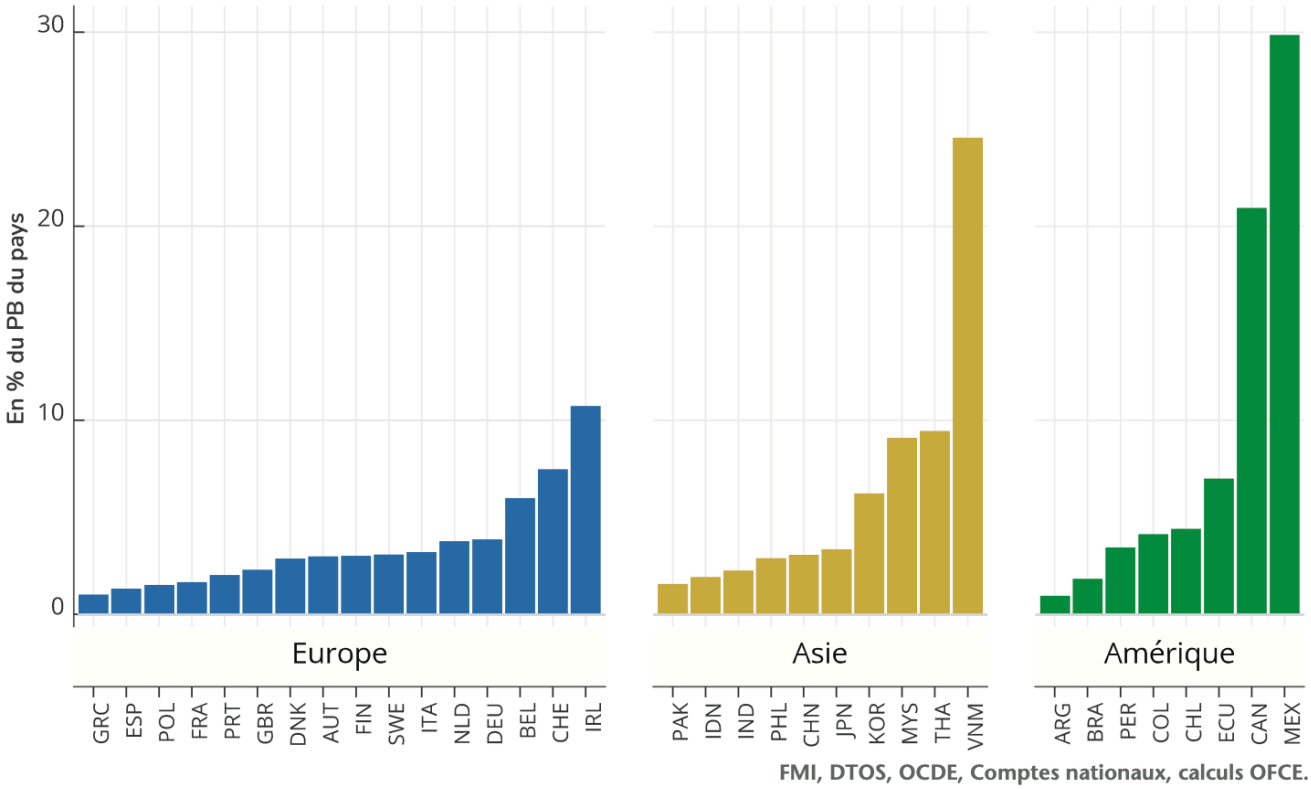
Solde du commerce de services – données nationales
(intra-UE + extra-UE)

– 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 :

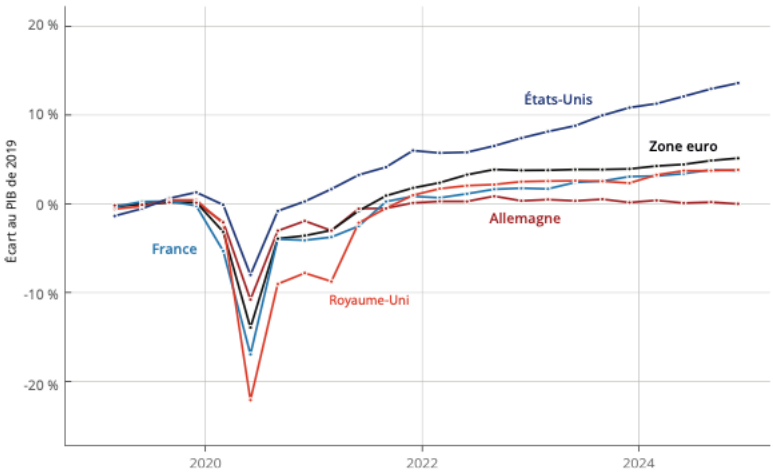
Graphique 2. **Part des exportations vers les États-Unis**



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

Notes sur les obligations souveraines et sur les marchés obligataires

- **« 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).

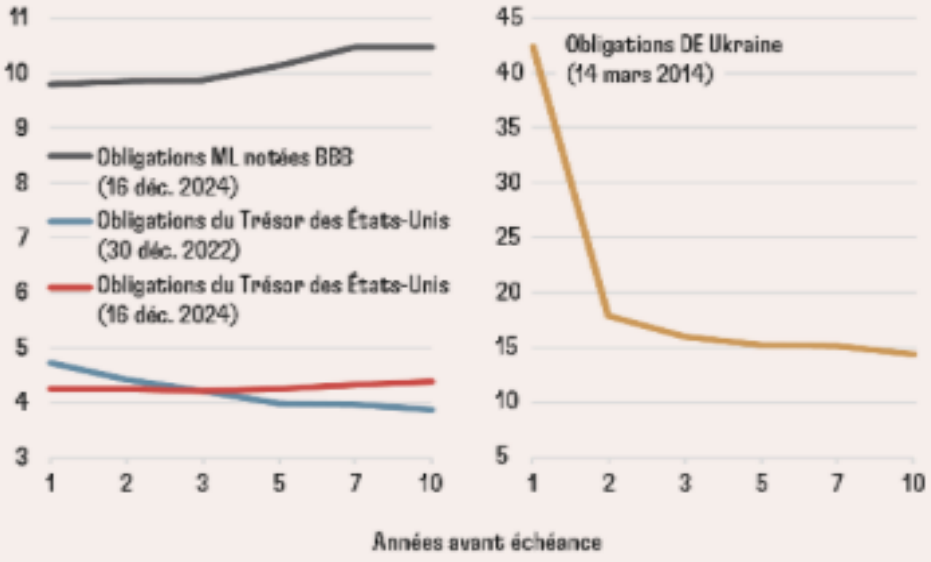
Les courbes de rendement augmentent-elles toujours ? Non. Lors de la hausse rapide de l'inflation aux États-Unis à la suite de la pandémie de COVID-19, la Fed a relevé les taux d'intérêt. Puisque les taux d'intérêt élevés ralentissent en général la consommation des ménages et l'investissement des entreprises, 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 : sur X, « KobeissiLetter » fait, le 23 mai, cette 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 ».

- **« Que se passe-t-il sur les marchés obligataires ? » Réponde de Grok :**

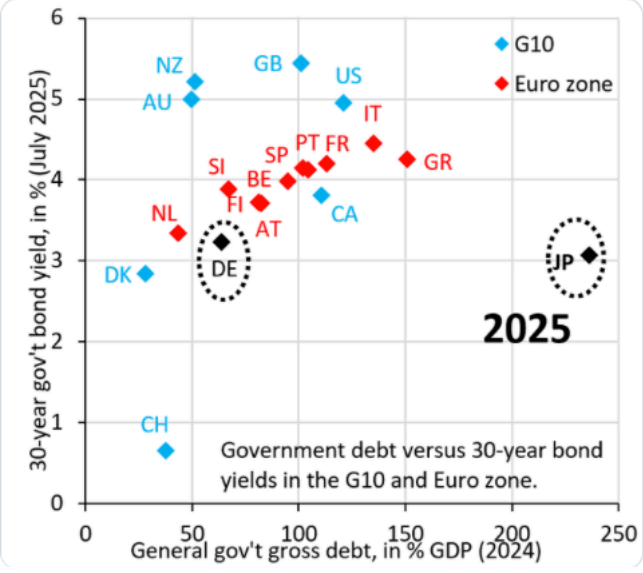
En 2025, les marchés obligataires mondiaux connaissent des dynamiques complexes, marquées par plusieurs facteurs-clés :

1) *Hausse des rendements et volatilité* : les taux obligataires, notamment sur les emprunts d'État, ont augmenté en raison des anticipations d'inflation, des politiques monétaires. Par exemple, le rendement des obligations américaines à, 10 ans a dépassé les 5% pour la 1ère fois depuis 2007, reflétant les craintes d'une inflation permanente et d'une politique monétaire restrictive de la Fed. En Europe, les obligations d'État françaises (OAT) à 10 ans ont vu leur taux bondir de 2% en 6 mois, illustrant une volatilité accrue.
2) *Impact des politiques monétaires* : les marchés anticipent des assouplissements monétaires, notamment de la BCE ; avec des prévisions de baisse de taux dès 2024. Cependant, ces attentes pourraient être trop optimistes, car l'inflation reste un défi, et les banques centrales, comme la Fed, adoptent une posture prudente face à des données économiques contradictoires.
3) *Crises régionales* : le marché obligataire japonais, 3ème plus grand au monde, travers une crise importante, avec une fuite des investisseurs des obligations d'État japonaises, influençant les taux mondiaux. Cette situation a un effet domino, contribuant à 80% de la pression haussière sur les taux globaux.
4) *Inquiétudes liées à la dette* : les marchés s'inquiètent de l'augmentation des dettes souveraines, notamment aux États-Unis, où une adjudication ratée de Bons du Trésor à 20 ans a montré une faible demande et une hausse des rendements. En Europe, des pays comme la France font face à des primes de risque plus élevées en raison de l'incertitude politique et budgétaire.
5) *Retour d'intérêt pour les obligations* : après des années de rendements faibles, les obligations redeviennent attractives, avec des taux de 4% à 9% pour les nouvelles émissions. Les fonds obligataires datés, offrant une échéance fixe, gagnent en popularité pour leur visibilité et leur diversification. Les investisseurs se détournent des actions, jugées plus risquées, au profit des obligations, considérées comme des actifs plus sûrs dans un contexte d'incertitude géopolitique et économique.
6) *Rôle des agences de notation et des risques* : les obligations sont évaluées par des agences comme Moody's ou S&P, avec des notations de AAA (faible risque) à CCC (haut risque). Les obligations "high yield" offrent des rendements élevés par avec un risque de défaut plus important, tandis que les obligations "investment grade" restent privilégiées pour leur stabilité.

En résumé, les marchés obligataires en 2025 sont marqués par une volatilité accrue, une sensibilité aux politiques monétaires, et un regain d'intérêt pour les obligations comme outil de diversification. Cependant, les risques liés à l'inflation, aux dettes souveraines et aux crises régionales, comme le Japon, nécessitent une approche prudente pour les investisseurs ».

- **« Que se passe-t-il sur les marchés obligataires ? » L'étonnement et l'analyse de Robin Brooks**

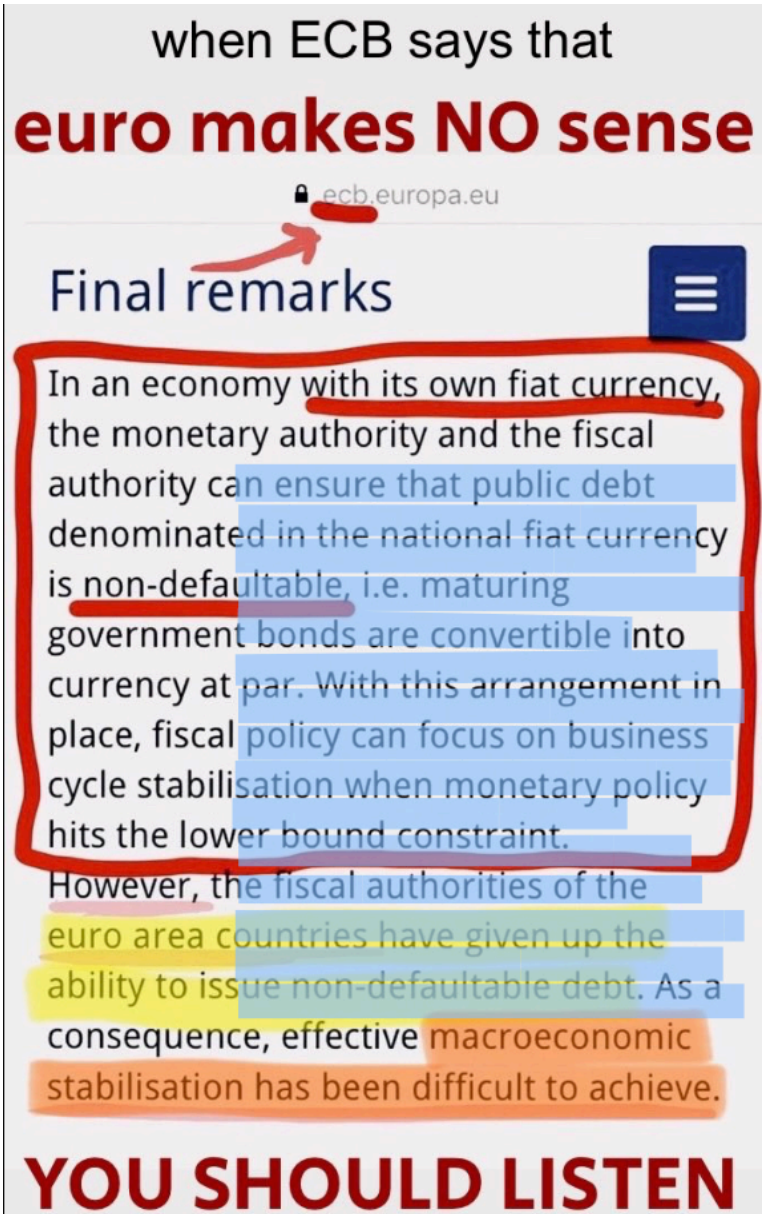
Le 12 juillet, Robin Brooks s'étonne que « le rendement des obligations allemandes à 30 ans, est à 3,2 %, et est désormais supérieur à celui du Japon, à 3,0 %, même si la dette publique allemande représente 65 % du PIB, contre 240 % pour le Japon. Le principal responsable est la BCE, qui, par ses interventions passées, fait baisser les rendements italiens et espagnols et augmenter ceux allemands… ».



Le 13 juillet, Robin Brooks fait une analyse peu commune : « si la BCE se voyait interdire d'acheter de la dette souveraine, les rendements italiens et espagnols grimperaient en flèche et les rendements allemands deviendraient négatifs. L'erreur de Lagarde en mars 2020 le démontre. L'intervention de la BCE sur les marchés obligataires redistribue la richesse des États souverains financièrement sains vers ceux qui le sont moins…

Les achats d'obligations de la BCE ne constituent pas un stimulus. Il s'agit d'un outil de redistribution des richesses, transférant discrètement le pouvoir d'achat du Nord vers le Sud afin de préserver l'unité de la zone euro. Sans cette intervention, l'euro se fracture sous l'effet de sa propre asymétrie ».

« fiat money » répond à Robin Brooks en citant la BCE elle-même : « dans une économie dotée de sa propre monnaie fiduciaire, les autorités monétaires et budgétaires peuvent garantir que la dette publique libellée dans la monnaie fiduciaire nationale est non défaillante, c'est-à-dire que les obligations d'État arrivant à échéance sont convertibles en monnaie nationale au pair. Grâce à ce dispositif, la politique budgétaire peut se concentrer sur la stabilisation du cycle économique lorsque la politique monétaire atteint sa limite inférieure. Cependant, les autorités budgétaires des pays de la zone euro ont renoncé à la possibilité d'émettre de la dette non défaillante. Par conséquent, une stabilisation macroéconomique efficace s'est avérée difficile à obtenir » :

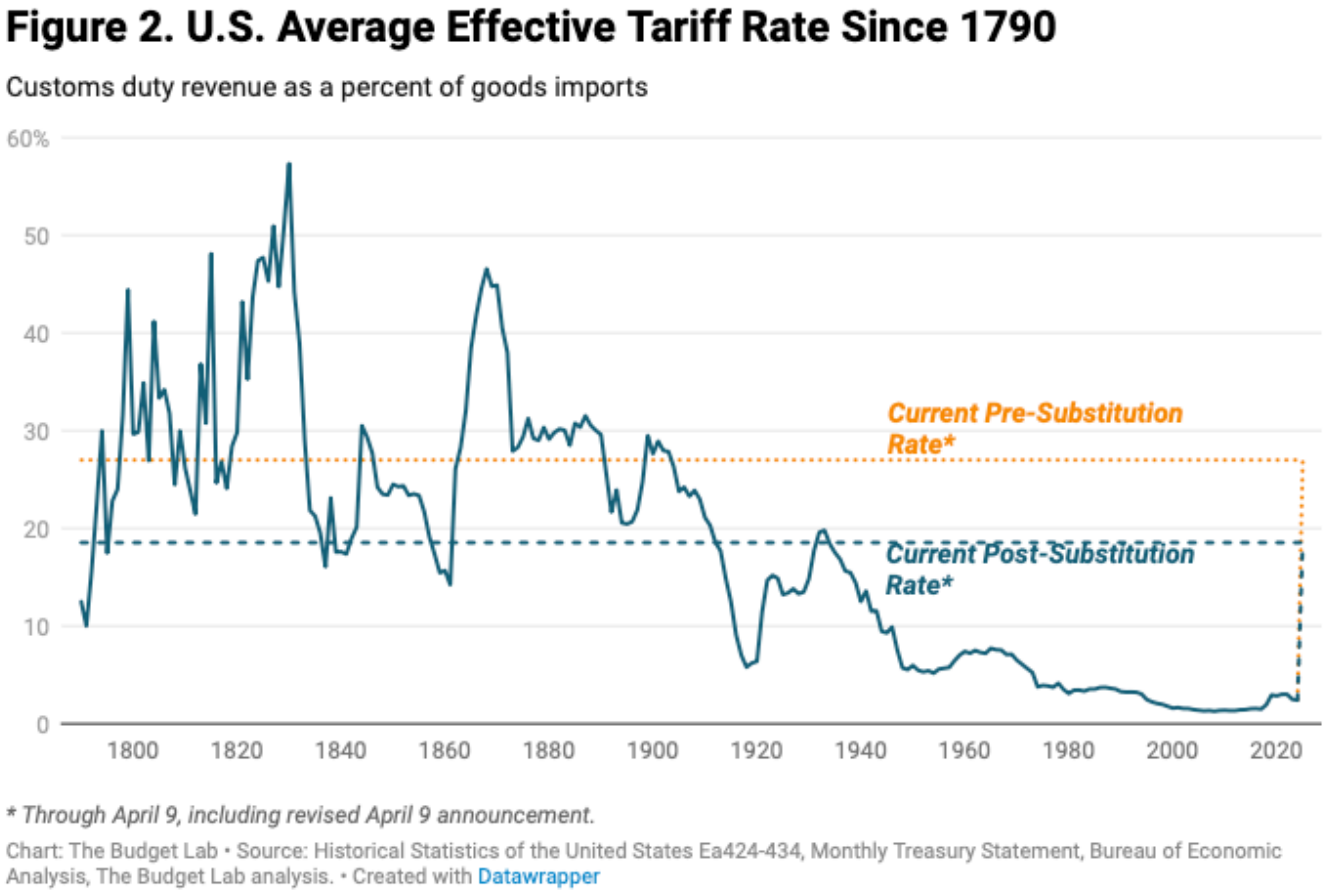


Et Robin Brooks complète son analyse sur un autre point, également fondamental : « le "quoi qu'il en coûte" de Draghi a déformé deux points distincts : (i) l'irréversibilité de l'euro ; (ii) les défauts de paiement des dettes souveraines devraient-ils et doivent-ils se produire dans la zone euro ? En excluant la seconde hypothèse, il a mis en péril la première. L'absence totale de discipline budgétaire entraînera l'explosion de l'euro.
De son côté, également le 14 juillet, Lisa Abramowicz écrit : « les rendements à long terme s'envolent partout dans le monde, les taux allemands à 30 ans atteignant leur plus haut niveau depuis 2023 et ceux du Japon atteignant de nouveaux records. La triste réalité : aucun responsable politique ne veut financer ses dépenses par des coupes budgétaires et des impôts, et les marchés obligataires s'inquiètent ».
Soulignons que Robin Brooks publie ce 14 juillet un article : « Créer une marge de manœuvre budgétaire dans la zone euro. La zone euro est bloquée dans une impasse budgétaire qui ne profite à personne et qui doit cesser » (https://robinjbrooks.substack.com/p/creating-fiscal-space-in-the-euro).

- **Voir aussi plus loin l'analyse concrète et pédagogique de « StockMarkets.news » en date du 25 juillet, dans « Analyse des risques divers ».**

Suite au revirement du Président Trump, **la Présidente de la Commission européenne annonce ce jeudi 10 avril 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 :

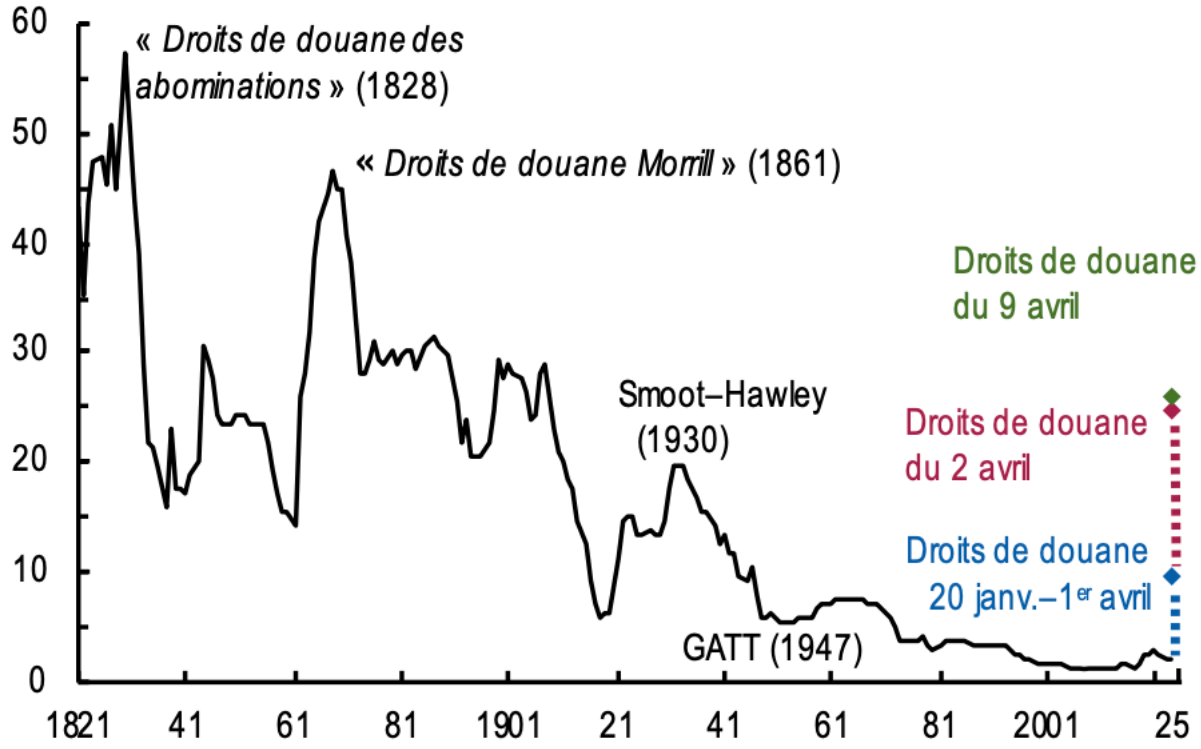


Voici un extrait de l'article concernant ce graphique :
« La taille du tarif proposé sur la Chine signifie que la distinction entre la pré-substitution (avant que les consommateurs et les entreprises ne déplacent les achats en réponse aux tarifs) et la post-substitution (après leur déplacement) est cruciale. 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 ».

En avril, le FMI publie ses « Perspectives de l’économie mondiale », dans le résumé desquelles on trouve le schéma suivant :

Graphique 1 du résumé. Droits de douane effectifs des États-Unis sur toutes les importations



Sources : statistiques historiques des États-Unis 1789–1945 ; U.S. Census Bureau ; calculs des services du FMI.
Note : Les droits de douane en vigueur du 20 janvier au 1er avril 2025 comprennent des droits de douane de 20 % pour la Chine ; de 25 % sur l'acier et l'aluminium ; de 25 % pour le Mexique et le Canada ; et de 10 % sur les importations d'énergie en provenance du Canada. Une dérogation prévue par l'accord Canada–États-Unis–Mexique (ACEUM) devrait réduire de moitié la hausse effective des droits de douane pour le Mexique et le Canada. Les droits de douane du 2 avril comprennent les droits de douane sur le secteur automobile et des droits de douane spécifiques à chaque pays, ainsi que les exemptions prévues à l'annexe II du décret, estimées pertinentes par les services du FMI. Les droits de douane du 9 avril appliquent une augmentation des droits de douane pour la Chine à 145 % et une réduction des droits de douane spécifiques à d'autres pays à 10 %. Ils incluent aussi les exemptions sur certains produits électroniques annoncées le 11 avril.
GATT = Accord général sur les tarifs douaniers et le commerce.

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.
Et fin mai, c'est *l'agence S&P* qui ne modifie pas la note de la France. Étant donné pourtant la situation budgétaire particulièrement difficile de la France, certains pensent qu'il en est ainsi parce que baisser la note obligerait les banques, les assurance, etc… à vendre massivement de la dette française, ce qui créerait un risque de krach obligataire qui pourrait lui-même s'étendre à toute l'Europe.

Le 14 avril, Alexandre Mirlicourtois consacre sur XerfiCanal sa vidéo à **« Guerre commerciale et déséquilibres ; l'addition salée pour la France »** :

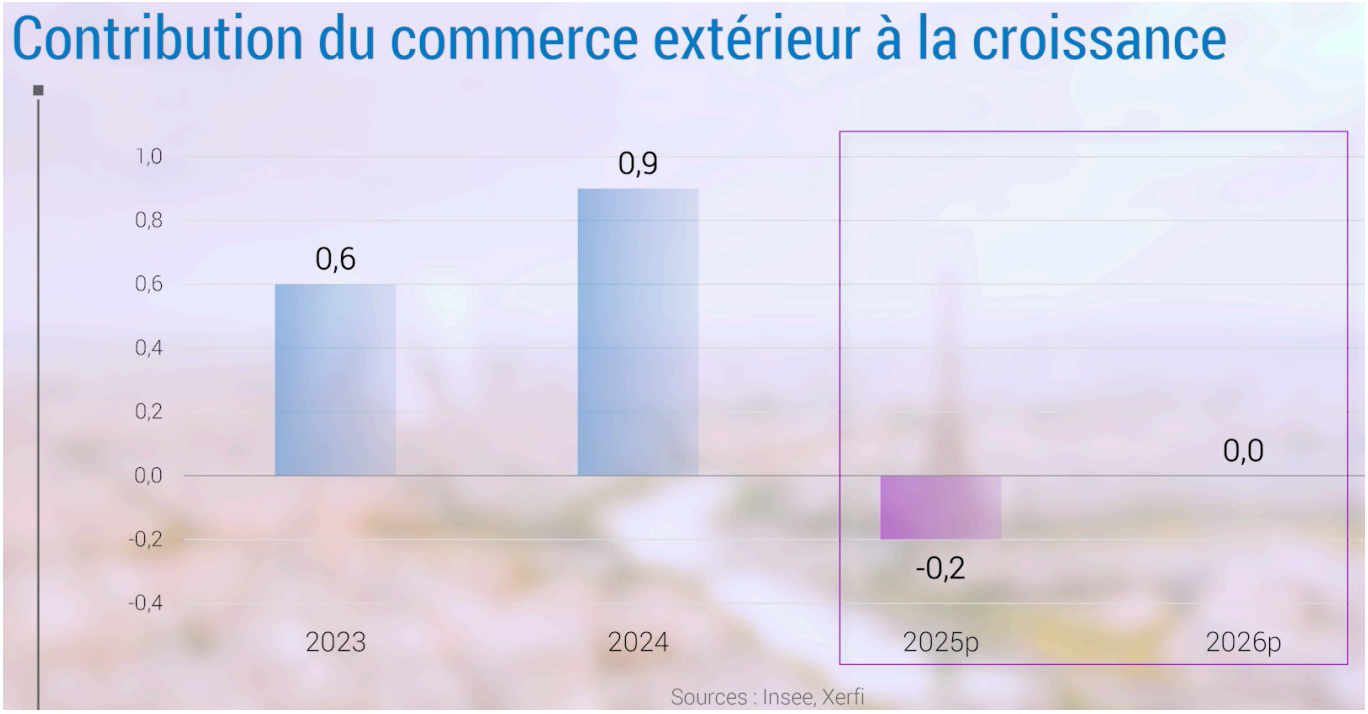
« Coup de théâtre ! Donald Trump fait volteface sur les droits de douanes. Pas totalement. La première salve à 10% est maintenue ; les surtaxes de 25% sur les véhicules, l'acier et l'aluminium aussi. Les droits dits réciproques, qui avaient notamment porté à 20% les tarifs appliqués aux produits européens, 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.

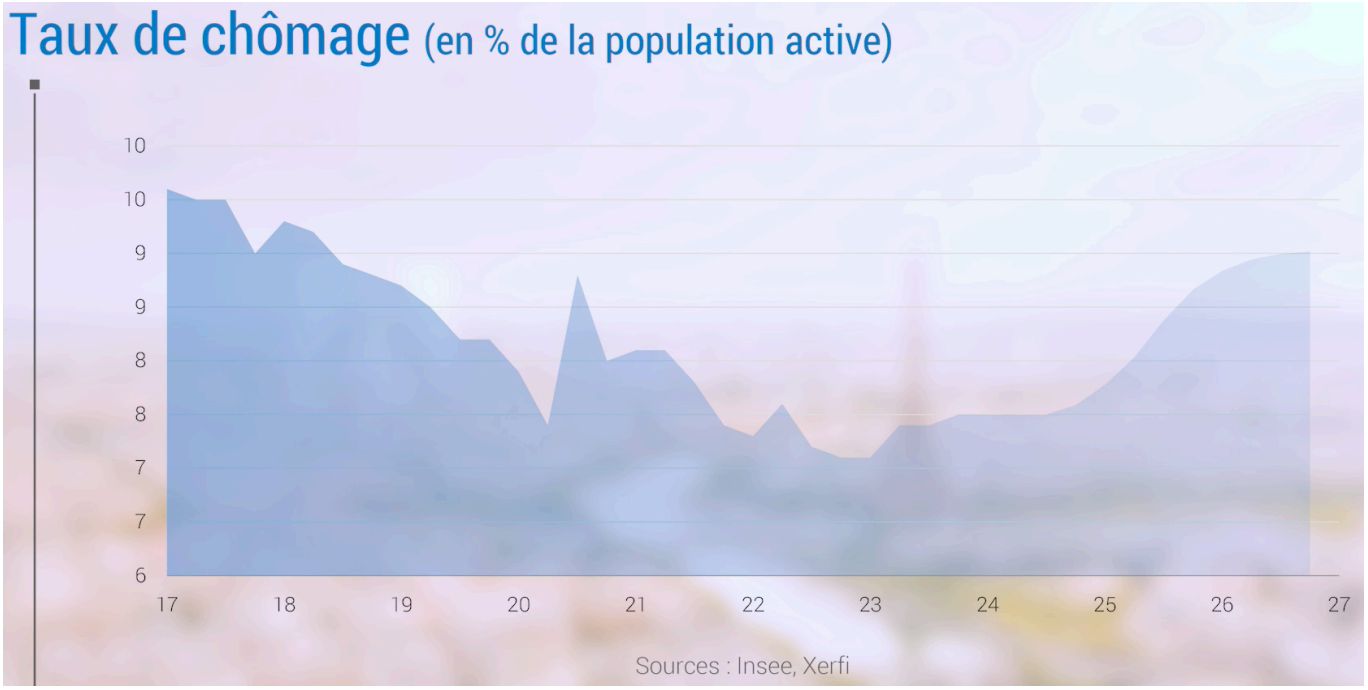
La France, victime collatérale des tensions mondiales

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.

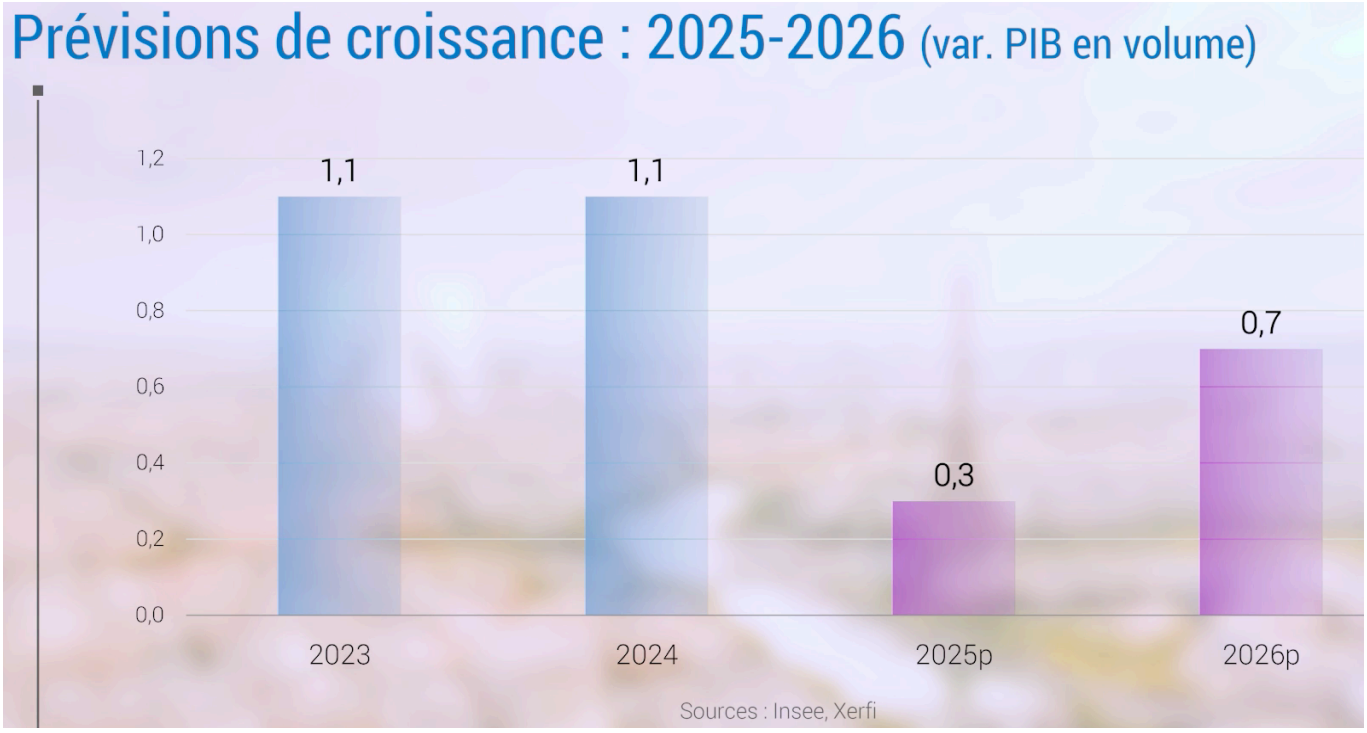
Cette instabilité générale va pousser les entreprises à couper plus encore dans les dépenses, reporter les investissements et geler les projets d'embauches. Le marché du travail, qui s'est déjà retourné, va s'enfoncer poussant le taux de chômage au-dessus de 8% dès la mi-année et au-delà de 9% fin 2026.



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 internationaux :

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

Mêmes statistiques le 16 juin :

Pays	Taux	+ Haut	+ Bas	Var.	Var. %	Vs. Bund	Vs. T-Note	Heures
Afrique du Sud	10,115	10,170	10,080	-0,025	-0,25%	757,2	569,4	12:25:42
Allemagne	2,5430	2,5580	2,5250	+0,0130	+0,51%	0,0	-187,8	12:32:55
Australie	4,238	4,271	4,229	-0,020	-0,47%	169,5	-18,3	12:31:25
Autriche	2,959	2,998	2,943	+0,014	+0,48%	41,8	-146,0	12:32:56
Bangladesh	11,910	11,910	11,880	+0,030	+0,25%	936,7	748,9	09:27:51
Belgique	3,128	3,142	3,016	+0,031	+1,00%	57,9	-129,9	12:32:57
Brésil	13,950	13,988	13,950	-0,097	-0,69%	1.140,7	952,9	16/06
Bulgarie	3,850	3,850	3,850	0,000	0,00%	130,7	-57,1	12:25:02
Canada	3,383	3,385	3,380	-0,018	-0,53%	83,8	-104,0	12:32:58
Chili	5,730	5,730	5,730	-0,020	-0,35%	318,7	130,9	16/06
Chine	1,638	1,648	1,637	+0,006	+0,37%	-90,5	-278,3	08:58:16
Chypre	2,982	2,990	2,957	+0,014	+0,47%	43,8	-144,0	12:32:55
Colombie	12,660	12,674	12,604	-0,099	-0,78%	1.011,7	823,9	16/06
Corée du Sud	2,865	2,884	2,829	-0,011	-0,38%	32,2	-155,6	08:29:23
Côte D'Ivoire	7,010	7,010	7,010	0,00	0,00%	446,7	258,9	16/06
Croatie	3,149	3,149	3,149	0,00	0,00%	60,6	-127,2	13/06
Danemark	2,553	2,593	2,524	+0,039	+1,55%	-1,5	-189,3	12:33:00
Égypte	21,180	21,180	21,180	0,00	0,00%	1.863,7	1.675,9	08:03:04
Espagne	3,226	3,246	3,221	+0,017	+0,53%	68,4	-119,4	12:32:57
États-Unis	4,421	4,445	4,417	-0,029	-0,65%	187,8	0,0	12:32:38
Finlande	3,026	3,041	2,997	+0,033	+1,10%	47,2	-140,6	12:32:55
France	3,255	3,272	3,230	+0,020	+0,62%	71,3	-116,5	12:32:58
Grèce	3,318	3,332	3,299	+0,044	+1,34%	77,4	-110,4	12:31:38
Hong-Kong	3,120	3,147	3,120	-0,027	-0,86%	57,7	-130,1	11:05:34
Hongrie	7,120	7,200	7,200	0,000	0,00%	457,7	269,9	16/06
Île Maurice	5,590	5,590	5,590	0,000	0,00%	304,7	116,9	08:03:08
Inde	6,259	6,273	6,253	-0,012	-0,19%	371,6	183,8	12:28:08
Indonésie	6,727	6,736	6,695	+0,021	+0,31%	418,4	230,6	10:21:59
Irlande	2,871	2,884	2,853	+0,026	+0,91%	33,0	-154,8	12:32:59
Islande	6,856	6,856	6,856	0,000	0,00%	431,3	243,5	08:03:10
Israël	4,568	4,568	4,568	0,000	0,00%	202,5	14,7	16/06
Italie	3,513	3,532	3,483	+0,024	+0,69%	97,0	-90,8	12:32:46
Japon	1,482	1,489	1,444	+0,024	+1,65%	-106,1	-293,9	11:51:13
Kazakstan	14,146	14,146	14,146	0,00	0,00%	1.160,3	972,5	16/06
Kenya	13,369	13,570	13,369	0,000	0,00%	1.082,6	894,8	16/06
Lituanie	3,248	3,248	3,248	+0,004	+0,12%	70,5	-117,3	16/06
Malaisie	3,601	3,601	3,595	+0,009	+0,25%	105,8	-82,0	10:28:33

CAC 40	7.659,20	7.702,75	7.646,76	-83,04	-1,07%	12:37:45
SBF 120	5.820,16	5.849,97	5.808,33	-60,18	-1,02%	12:22:45
Euro Stoxx 50	5.270,65	5.300,55	5.264,95	-68,92	-1,29%	12:37:53
Dow Jones	42.515,09	42.707,73	42.300,13	+317,30	+0,75%	16/06
S&P 500	6.033,11	6.050,83	6.004,00	+56,14	+0,94%	16/06
Nasdaq	19.701,21	19.733,31	19.550,75	+294,39	+1,52%	16/06
Russell 2000	2.124,13	2.134,71	2.115,07	+23,62	+1,12%	16/06
S&P 500 VIX	20,63	20,99	20,35	+1,52	+7,95%	12:37:46
S&P/TSX	26.568,61	26.681,74	26.533,30	+64,26	+0,24%	16/06
Bovespa	139.256	139.988	137.212	+2.043	+1,49%	16/06
S&P/BMV IPC	57.046,85	57.834,53	56.980,58	-391,72	-0,68%	16/06
MSCI World	3.927,81	3.934,40	3.925,44	-8,22	-0,21%	12:37:45
DAX	23.398,55	23.506,24	23.312,42	-293,14	-1,24%	12:37:53
FTSE 100	8.831,84	8.850,01	8.806,91	-43,38	-0,49%	12:37:54
AEX	917,91	922,39	916,63	-7,02	-0,76%	12:37:45
IBEX 35	13.903,85	14.010,00	13.863,75	-209,65	-1,49%	12:37:52
FTSE MIB	39.321,00	39.680,00	39.298,00	-608,18	-1,52%	12:37:47
SMI	12.023,80	12.094,80	11.953,30	-88,89	-0,73%	12:37:54
PSI	7.488,08	7.537,15	7.479,53	-57,78	-0,77%	12:37:45
BEL 20	4.436,30	4.456,90	4.432,60	-45,31	-1,01%	12:37:45
ATX	4.400,44	4.402,94	4.354,71	0,00	0,00%	16/06
OMXS30	2.459,65	2.476,47	2.458,84	-25,67	-1,03%	12:37:53
MOEX Russia Index	2.764,10	2.770,36	2.730,27	+26,27	+0,96%	12:37:50
RTSI	1.109,15	1.111,66	1.095,57	+10,55	+0,96%	12:37:51
WIG20	2.712,38	2.717,23	2.678,67	-2,74	-0,10%	12:37:45
Budapest SE	95.797,50	96.487,18	95.292,83	0,00	0,00%	16/06
BIST 100	9.353,07	9.399,87	9.328,59	+3,05	+0,03%	12:22:53
TA 35	2.771,21	2.793,38	2.756,93	+15,05	+0,55%	12:37:51
Tadawul All Share	10.786,30	10.876,03	10.764,90	-80,74	-0,74%	12:22:53
Nikkei 225	38.567,50	38.585,50	38.330,00	+256,17	+0,67%	08:30:16

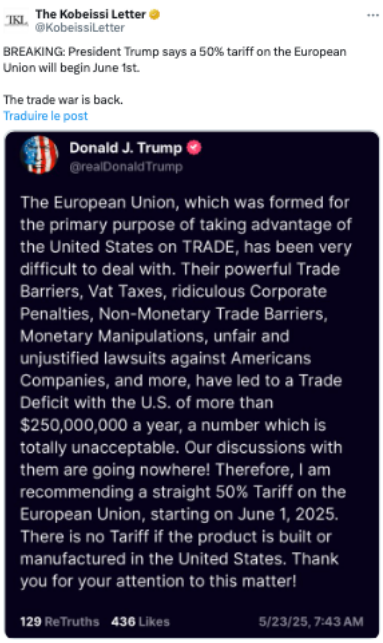
Le mardi 22 avril, Patrick Artus, dans son Flash Economie explique que la chute des cours des actions sur les marchés américains et européens n'obéit pas aux mêmes raisons :
« Depuis le 18 février 2025, l'indice S&P 500 a reculé de 15,9% ; l'indice Euro Stoxx 50 a reculé de 10,8%.
Mais les deux mécanismes 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 :

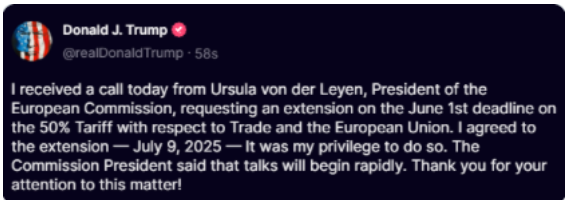
« En dépit de la suspension des tarifs réciproques, le taux de droit de douane effectif moyen des États-Unis est au plus haut depuis 1901, à 28 %, en raison, notamment, des tarifs douaniers colossaux instaurés sur les produits chinois", calcule l'équipe Stratégie Marchés dans le MyStratWeekly d' OSTRUM 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. ».

B) En cette fin juin, la guerre commerciale est loin d'être finie

selon l'économiste, enseignant et stratégiste financier Michael Pettis :

Le raisonnement de M. Pettis s'appuie sur un constat établi par le FT : « en mai, la valeur des exportations chinoises vers l'Europe a augmenté de 12 % par rapport à l'année précédente, les expéditions vers l'Allemagne ayant progressé de 22 %. Les exportations vers les pays d'Asie du Sud-Est ont augmenté de 15 %. »
M. Pettis considère alors que « le monde se plaint déjà des perturbations causées par ce flux d'exportations chinoises des États-Unis vers le reste du monde, notamment l'Europe. Mais jusqu'à présent, il s'agit de la partie la plus facile de l'ajustement du commerce mondial. [Or,] la situation va empirer ! [En effet,] jusqu'à présent, l'administration Trump n'a pas réussi à réduire le déficit commercial américain, et tant que le déficit commercial américain augmente, il est beaucoup plus facile pour les autres pays d'absorber les déficits commerciaux croissants avec la Chine, car ceux-ci sont équilibrés par des excédents commerciaux croissants avec les États-Unis. Le véritable problème surviendra si Washington s'engage sérieusement à maîtriser le déficit commercial américain, qui représente environ la moitié des déficits commerciaux mondiaux. Dans ce cas, les pays devront équilibrer la hausse de leurs déficits avec la Chine et la baisse de leurs excédents avec les États-Unis. Les pays en développement ne le peuvent pas, car il leur sera difficile de financer des déficits commerciaux croissants. L'Europe le peut, mais cela aura évidemment un coût considérable pour l'économie et nécessitera une augmentation de la dette des ménages et des finances publiques pour empêcher une hausse du chômage. Ce que je veux dire, c'est que malgré tout ce bruit, ce n'est que le début d'une montée des tensions commerciales mondiales. Une fois que les États-Unis (ainsi que le Royaume-Uni et le Canada) auront abandonné leur rôle d'absorbeur des déséquilibres commerciaux mondiaux, ces derniers deviendront bien plus douloureux pour le reste du monde ». (M. Pettis, le 22 juin)

III- La guerre commerciale : les explications

Note préalable : la personnalité du Président Trump conduit à une grave erreur. Elle fait croire, de sa part, à de totales imprévisibilité, versatilité et incompétence, alors qu'en réalité, sur les grandes questions de l'actualité, ses décisions s'appuient - plus ou moins précisément - sur des rapports établis souvent depuis plusieurs mois auparavant.
Il en est ainsi, comme cela va être étudié ci-après, du rapport de Stephen Miran sur les questions économiques, mais aussi du rapport de Barak Seener, mai 2024, (de la « The Henry Jackson Society ») sur la question iranienne et du rapport de Samuel Samson (du Département d'État américain), qui appelle l'Europe à la construction d'une « alliance civilisationnelle ».

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 seulement économiques et financiers mais aussi sociaux et politiques. La « doctrine Miran » se donne pour objet de proposer une 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 ne se dépréciera pas comme souhaité.

Le 17 juin a eu lieu à l'Université de Pennsylvanie (Wharton School), sous l'égide du FMI, la conférence annuelle consacrée à l'architecture du système financier mondial.
Retenons les conclusions de deux interventions : celle d'abord de Jesus Fernandez-Villaverde, dont le scénario principal est que le dollar va continuer pendant une dizaine d'années à dominer la scène monétaire mondiale mais cette domination diminuera significativement dans certaines zones régionales, et ensuite celle de Robin Brooks selon lequel il va y avoir une focalisation des marchés des changes sur la dynamique États-Unis – Chine mais pas sur l'Europe…

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.

Note : une autre servitude s'impose aussi aux États-Unis en tant qu'économie dominante : à celle-ci revient aussi la gestion des distorsions du commerce et des capitaux au niveau mondial,

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 ».

Notons que Pascal Michaillat a fait paraître en mai-juin 2025 un papier intitulé « Early and accurate recession detection using classifiers on the anticipation-precision frontier ».
(https://pascalmichaillat.org/17p.pdf).

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).

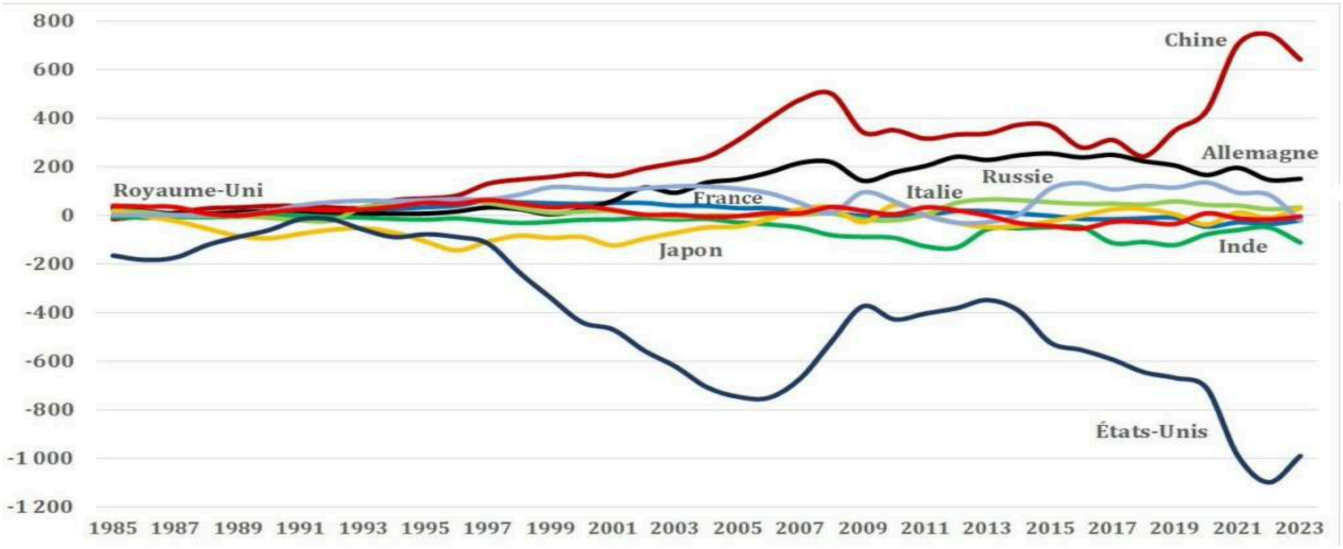
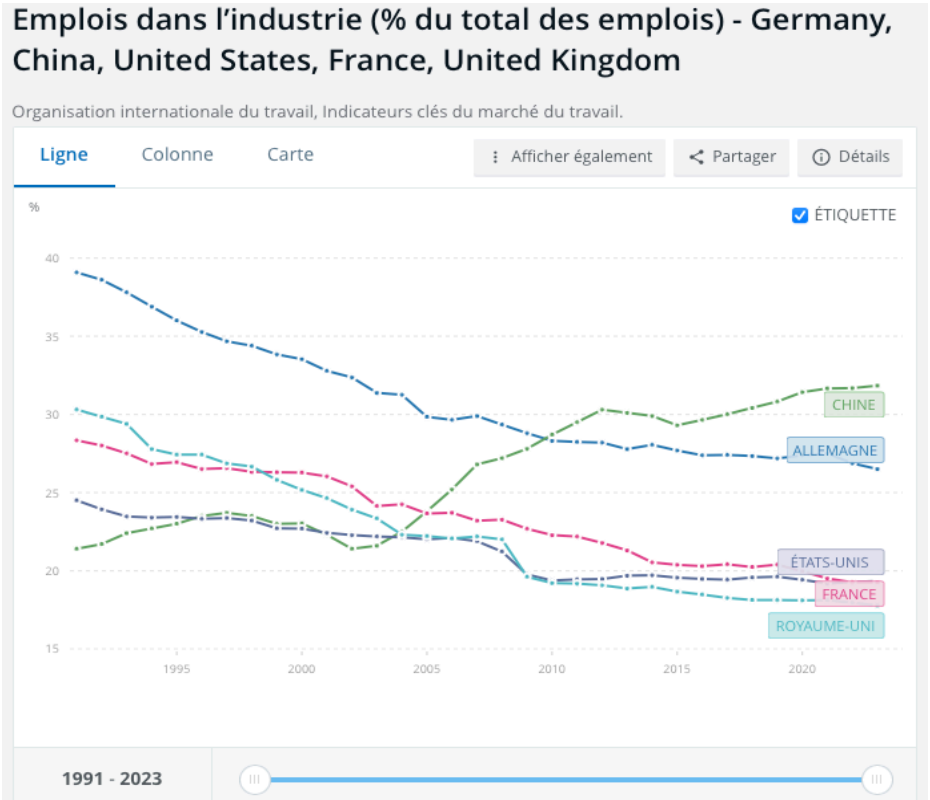


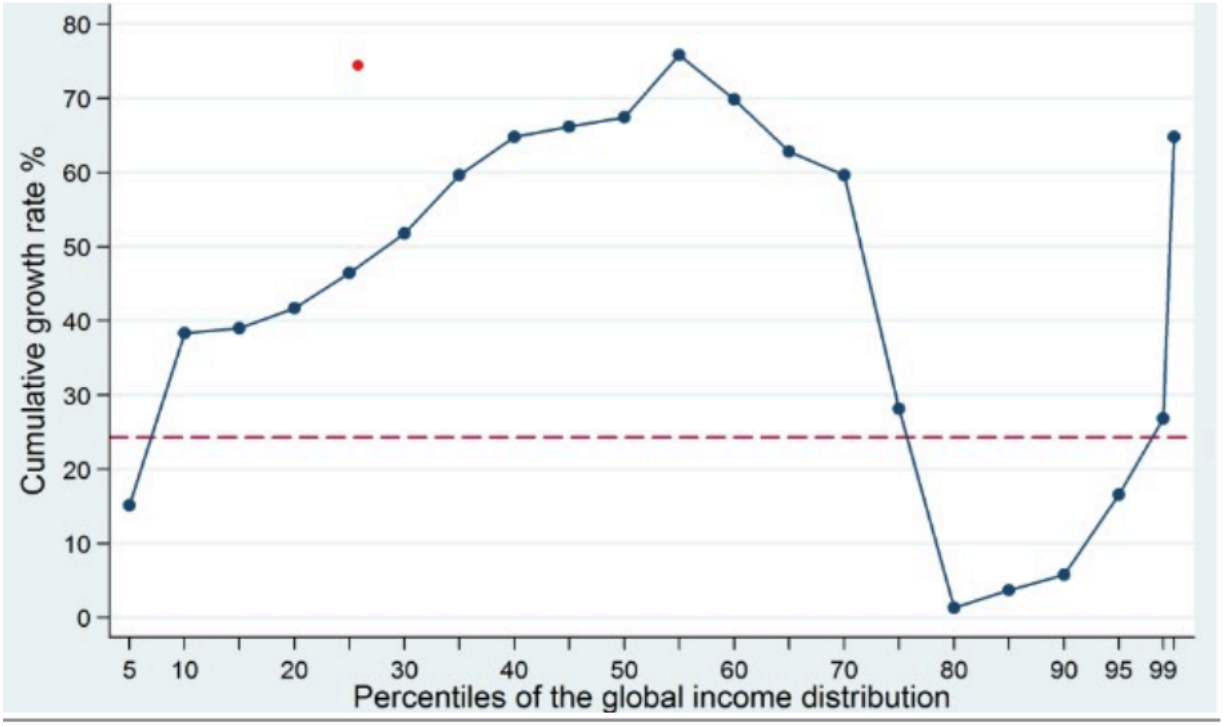
Figure 1: Évolution des balances commerciales entre 1985 et 2023. Milliards de dollars 2015.

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



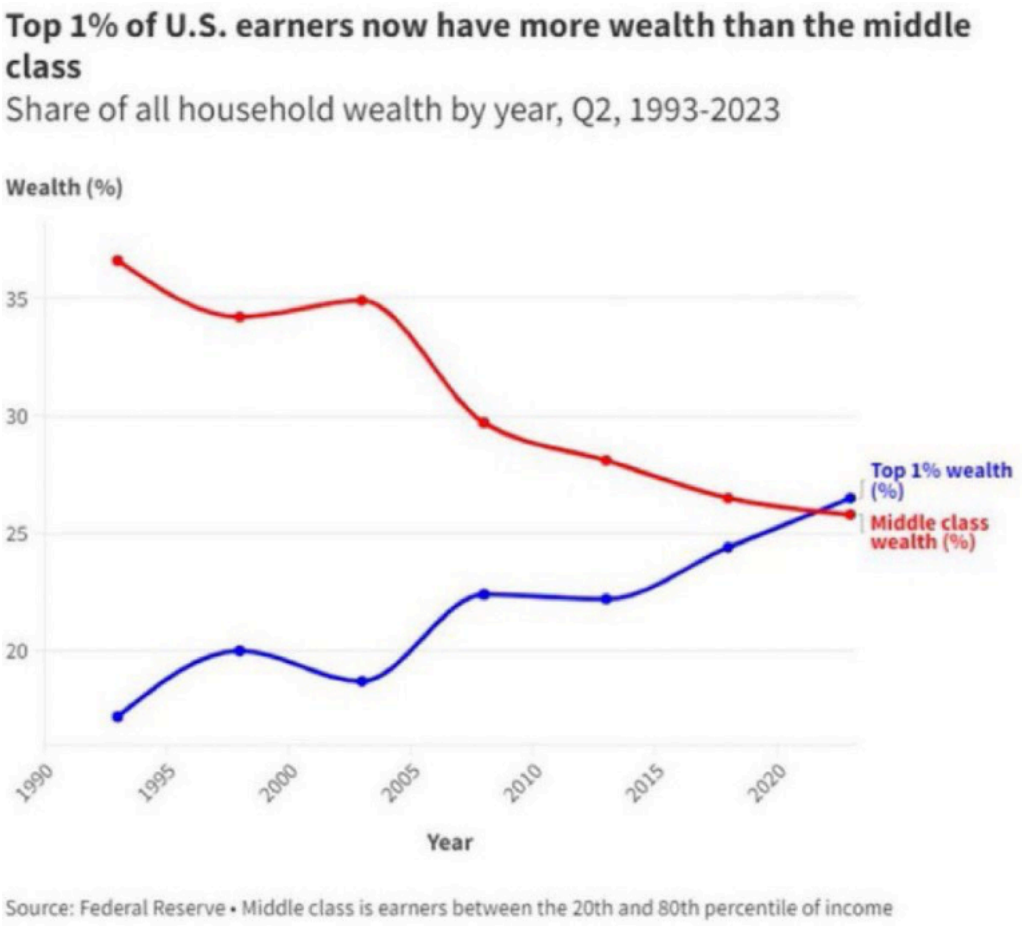
Ces schémas montrent les effets de la logique de spécialisation : quand on compare plus précisément le cas de la Chine et celui des États-Unis, on s'aperçoit que la première est exportatrice tandis que les seconds importent, ce qui leur permet de consacrer l'essentiel de leurs activités plutôt aux services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

Note : sur X, le 10 juin, Jesse Cohen reconnaît que « la classe moyenne est en train de faire faillite » :

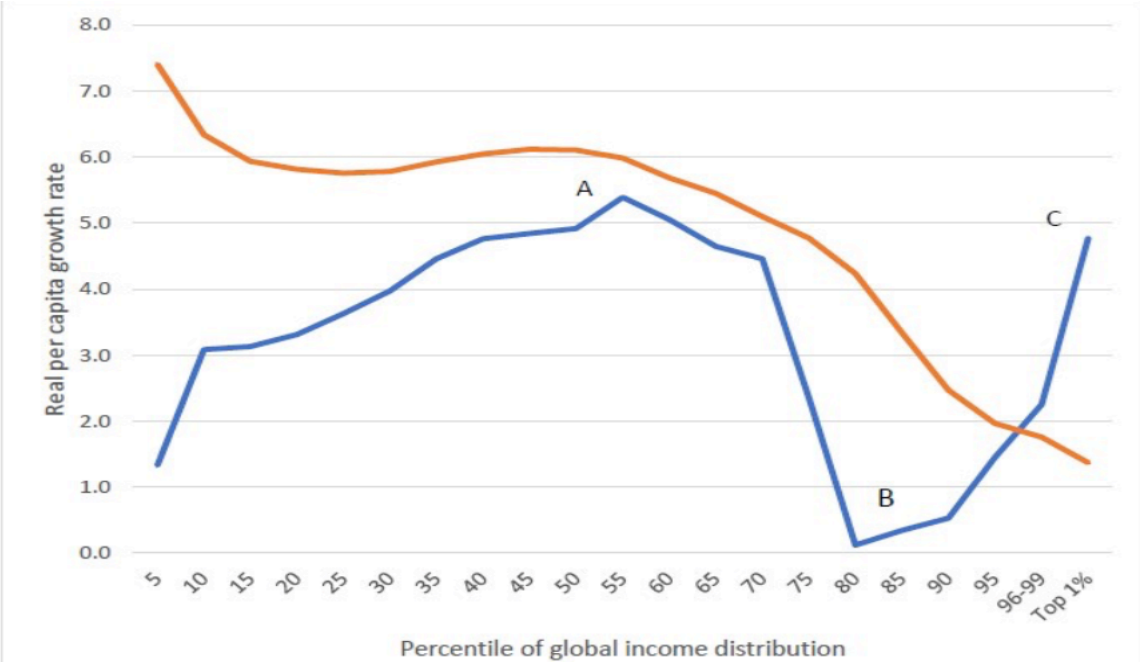


Aux États-Unis, 1 % des plus riches disposent donc désormais d'une richesse supérieure à celle de la classe moyenne. (Part de la richesse totale des ménages par année, T2, 1993-2023)

Commentaires

- de « TM Research » : « le fossé entre les riches et la classe ouvrière continuera de se creuser tant que de nouveaux capitaux entreront dans le système. Richard Cantillon l'a reconnu et a écrit à ce sujet au début du XVIIe siècle. C'était vrai à l'époque et ça l'est toujours aujourd'hui ».
- de « QE Infinity » : c'est pourquoi l'économie continue de prospérer malgré l'effondrement de la classe moyenne. En 2005, elle représentait 35 % du patrimoine des ménages. Aujourd'hui, elle n'en représente plus que 25 %. Tant que les 10 % les plus riches continueront à dépenser, la classe moyenne n'aura plus d'importance. Son impact sur l'économie sera de moins en moins important.

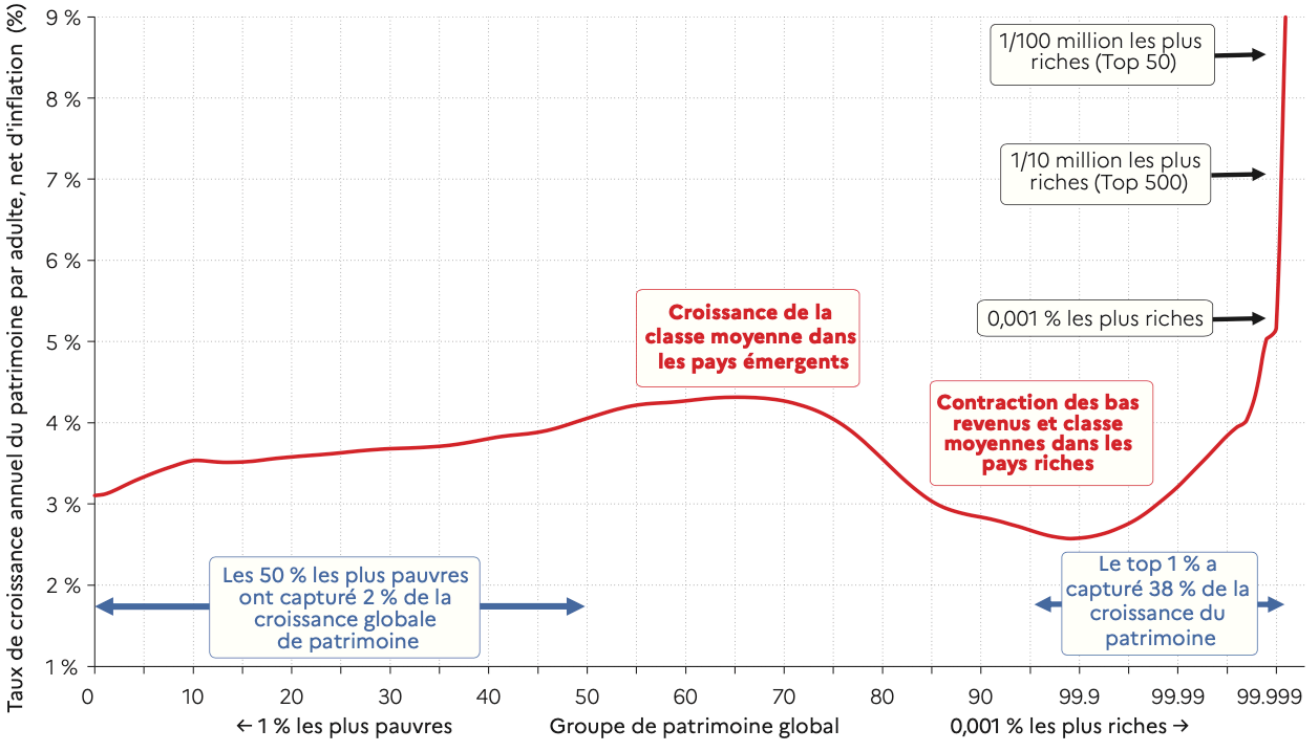
Version 1988-2008 et 2008-2018 :



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.

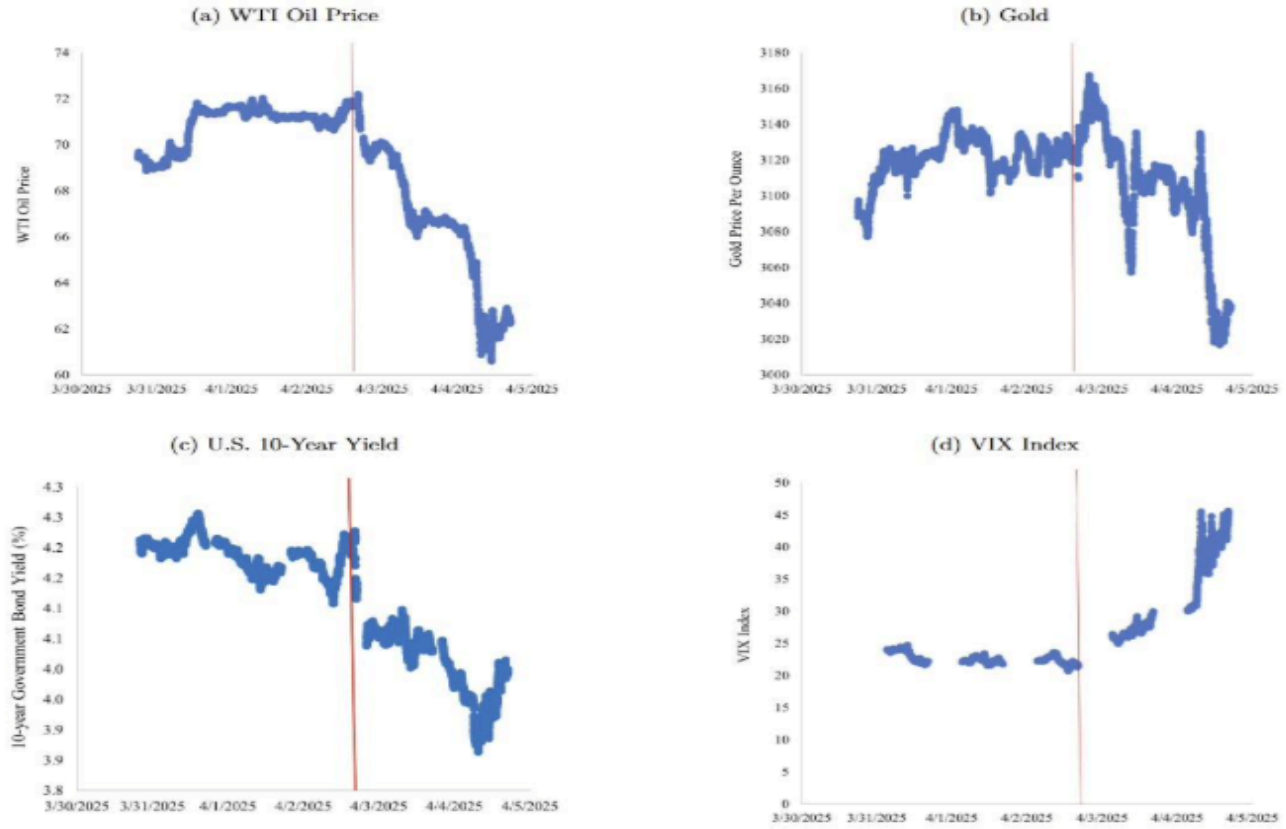
Note sur les effets inflationnistes possibles de droits de douane : fin juin, bonne explication du Président de la Fed de Kansas City, M. Schmid : « Le prix de chaque produit soumis à des droits de douane est déterminé par l'action et l'interaction de nombreux acteurs, du producteur étranger à l'importateur national, en passant par la chaîne d'approvisionnement nationale et les distributeurs qui livrent le produit au consommateur final. La décision de savoir lequel de ces acteurs supportera le coût des droits de douane sera déterminée par une chaîne complexe de négociations, qui sera notamment influencée par la disponibilité et le coût des substituts tout au long du parcours jusqu'au consommateur final. Cette chaîne d'interactions variera pour chaque produit. Il est donc quasiment impossible d'anticiper précisément l'effet des droits de douane sur les prix à la consommation finale. Compte tenu de la complexité supplémentaire que représentent ces décisions, qui sont susceptibles d'être dynamiques et d'évoluer au fil du temps, il apparaît évident qu'il est non seulement difficile de prévoir comment les prix évolueront, mais aussi quand ils pourraient évoluer. »
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

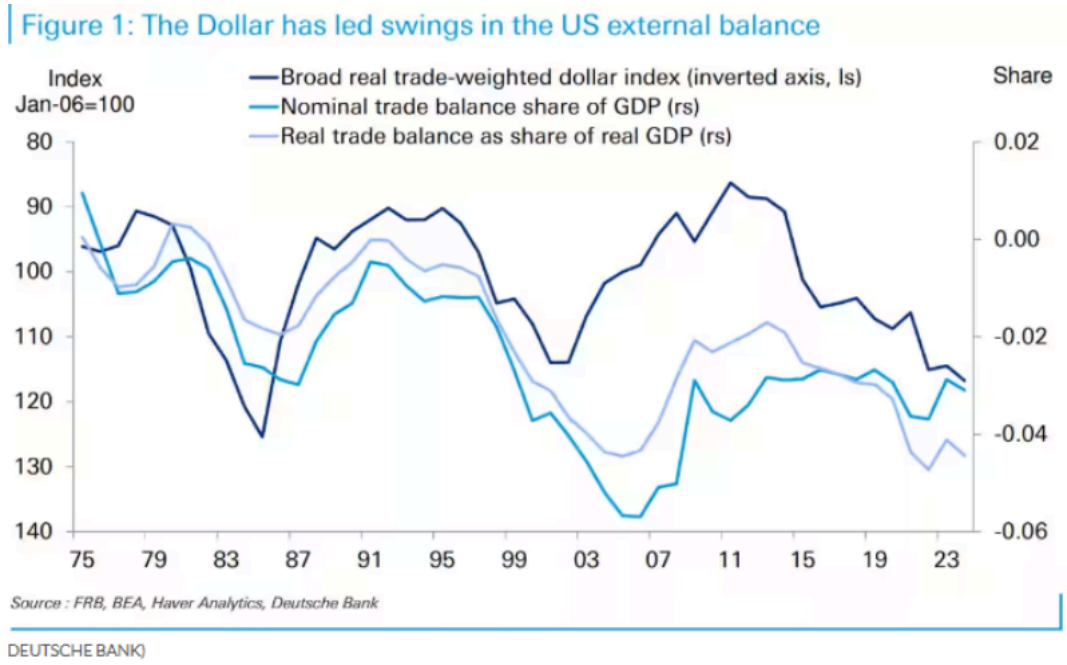
ainsi une partie de son effet sur les prix des importations (exportations). De plus, si le commerce mondial est largement facturé dans une monnaie dominante comme le dollar américain, la réponse devrait être amplifiée, conduisant à une appréciation initiale encore plus marquée de la monnaie nationale. 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 20èmesiècle, 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. (…) ».
Note : est parue en mai de cette année 2025 une recherche originale de R. Juhasz, N. J. Lane, E. Oehlsen et V. C. Perez (« Measuring Industrial Policy : A Text-Based Approach ») sur la mesure de la politique industrielle par une approche textuelle, dont voici le résumé :
« Depuis le XVIIIe siècle, les décideurs politiques débattent des mérites de la politique industrielle (PI). Pourtant, les économistes manquent d'informations de base sur son utilisation en raison de difficultés de mesure. Nous proposons une nouvelle approche de mesure de la PI, fondée sur les informations contenues dans les textes politiques. Nous montrons comment des outils d'apprentissage automatique supervisé standard peuvent être utilisés pour catégoriser les politiques industrielles à grande échelle. Grâce à cette approche, nous validons les préoccupations de longue date concernant les approches de mesure antérieures qui confondent la PI avec d'autres types de politiques. Nous appliquons notre méthodologie à une base de données mondiale de descriptions de politiques commerciales et fournissons un premier aperçu de l'utilisation de la PI aux niveaux national, sectoriel et annuel (2010-2022). Les nouvelles données sur la PI suggèrent que

i) la PI est en hausse ;
ii) la PI moderne tend à recourir aux subventions et aux mesures de promotion des exportations plutôt qu'aux droits de douane ;
iii) les pays riches dominent largement l'utilisation de la PI ;
iv) la PI tend à cibler les secteurs disposant d'un avantage comparatif établi, en particulier dans les pays à revenu élevé ».

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 stratégie de Trump a des racines historiques

1- Le mariage entre l'isolationnisme-protectionnisme et l'impérialisme

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.

2- Le retour du mercantilisme et l'analyse d'Arnaud Orain

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 ».

3- L'analyse de Dani Rodrik et sa relecture d'Adam Smith

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.

4- L'analyse de Laurent Maruani et la théorie de l'aléa moral

(XerfiCanal du 25 juillet 2025)

L'auteur se fonde sur deux idées : d'abord, les États-Unis ont toujours privilégié la lutte contre le chômage (alors que l'Europe privilégie le revenu) ; ensuite, pour expliquer la politique américaine de toujours, il fonde son raisonnement sur la notion d'aléa moral, bien explicitée par le prix Nobel Kenneth Arrow, qui l'illustre avec la stratégie des assureurs.

« Ce concept puissant est un des fondements de la politique protectionniste américaine pour ses entreprises non pas depuis l'élection spectaculaire du 5 novembre 2024 mais depuis la crise de 1929 et ses cohortes de chômeurs affamés et sans doute même depuis la conquête de l'ouest et OK Coral. Les États-Unis ne craignent vraiment qu'une chose : le chômage. Les critiques basiques à l'égard de Donald Trump pour son deuxième mandat présidentiel sont étranges. Comment peut-on écouter des dits analystes experts se moquant de l'allure physique d'un Président américain alors que ce dernier met en place un protectionnisme original dans ses modalités et conforme à l'histoire des États-Unis dans son essence.

L’aléa moral est la protection et l’incitation comportementale planétaire que la présidence américaine met en place pour défendre l’emploi sur son territoire fédéral. L’administration américaine, contrairement à la française et à l’européenne, ne soutient pas ses entreprises à coups de subventions, de coûteux comités d’attribution de fonds, aux start-up, au digital, en particulier ou de normalisation croissante et lourde, qui impactent les impôts à la hausse et amènent les prélèvements à des sommets de montants et d’opacité. Cette administration américaine si décriée même en son pays utilise deux armes sans incidences budgétaires majeures. La première est la fiscalité douanière à l’entrée du territoire, la deuxième est l’instauration de la confiance dans la stabilité gouvernementale. Donald Trump cherche à développer l’emploi sur le territoire américain quelle que soit la nationalité de la firme qui s’implante. Il offre donc une protection de marché à l’ensemble des entreprises du monde sans verser un seul dollar grâce aux mécanismes assuranciels de sa politique, à l’aléa moral. Il ne suffisait pas d’y penser, il fallait le faire. L’Europe riposte sans imagination.La moquerie, la raillerie, la condescendance des critiques idéologiques en Europe est devant un mur érigé par l’aléa moral, il n’y a pas de « hazard » parait-il, et pourtant... ».

IV- Les risques et conséquences du pari de D. Trump

A) Analyses des divers risques

• Il y a d'abord les contradictions que contient la « doctrine Miran » elle-même, telles que David Cayla les a explicitées (voir plus haut). On peut y ajouter aussi la contradiction qui existe entre les objectifs poursuivis par le Président Donald Trump et ceux qu'a de son côté le Président Jerome Powell, le président de la Fed (stabilité des prix, plein emploi et équilibre extérieur). De telles contradictions présentent le danger de conduire à des ajustements brutaux ou à des politiques stagflationnistes.

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

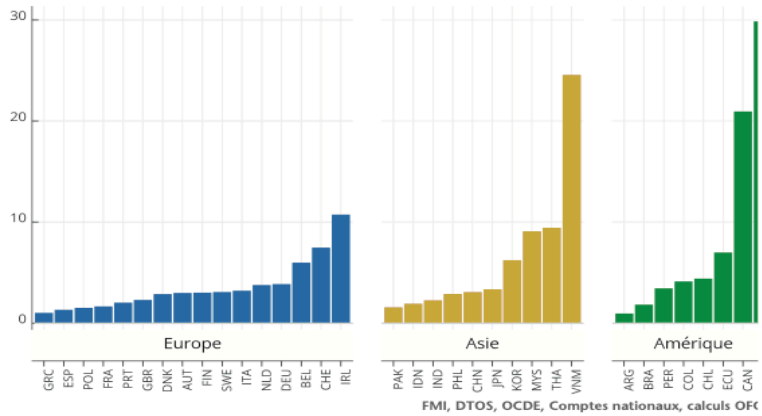
Par Ch. Blot, E. Feltz et M. Plane, de l'OFCE, dans le « Policy Brief » de l'OFCE (12 mars) (https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/pbrief/2025/OFCEpbrief140.pdf).
En voici le résumé que les auteurs proposent :
« Malgré une croissance dynamique et un taux de chômage bas, l'économie américaine fait face 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**



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.

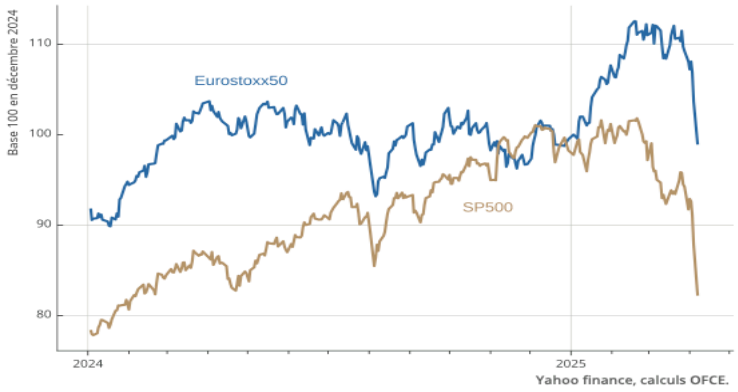
Le second mandat de Donald Trump laisse également entrevoir un changement géopolitique profond notamment pour l'Europe, et plus encore pour l'Ukraine, ce qui devrait avoir pour conséquence une hausse des budgets consacrés aux dépenses militaires. Le plan reArm Europe en dessine les premiers contours 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 historique et critique d'Alexander Klein et Christopher Meissner

« Did Tariffs Make American Manufacturing Great? New Evidence from The Gilded Age", février 2025 (https://www.nber.org/papers/w33100)
En voici l'abstract :
"Nous étudions la relation entre les droits de douane et la productivité du travail dans le secteur manufacturier américain entre 1870 et 1909. À l'aide de données tarifaires hautement désagrégées, de données État-industrie pour le secteur manufacturier et d'une stratégie de variables instrumentales, les résultats montrent que les droits de douane ont réduit la productivité du travail. Ils ont également généralement réduit la taille moyenne des établissements au sein d'un secteur, mais ont augmenté les prix à la production, la valeur ajoutée, la production brute, l'emploi et le nombre d'établissements. Nous constatons également une hétérogénéité dans l'association entre les droits de douane et la valeur ajoutée, la production brute, l'emploi et les établissements entre groupes d'industries. Nous concluons que les droits de douane pourraient avoir réduit la productivité du travail dans le secteur manufacturier en affaiblissant la concurrence des importations et en favorisant l'entrée d'entreprises nationales plus petites et moins productives. Nos recherches révèlent également que le lobbying d'industries puissantes et

productives pourrait avoir joué un rôle. Il est peu probable que les droits de douane élevés de l'époque aient aidé les États-Unis à devenir un fabricant compétitif à l'échelle mondiale".

• 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.

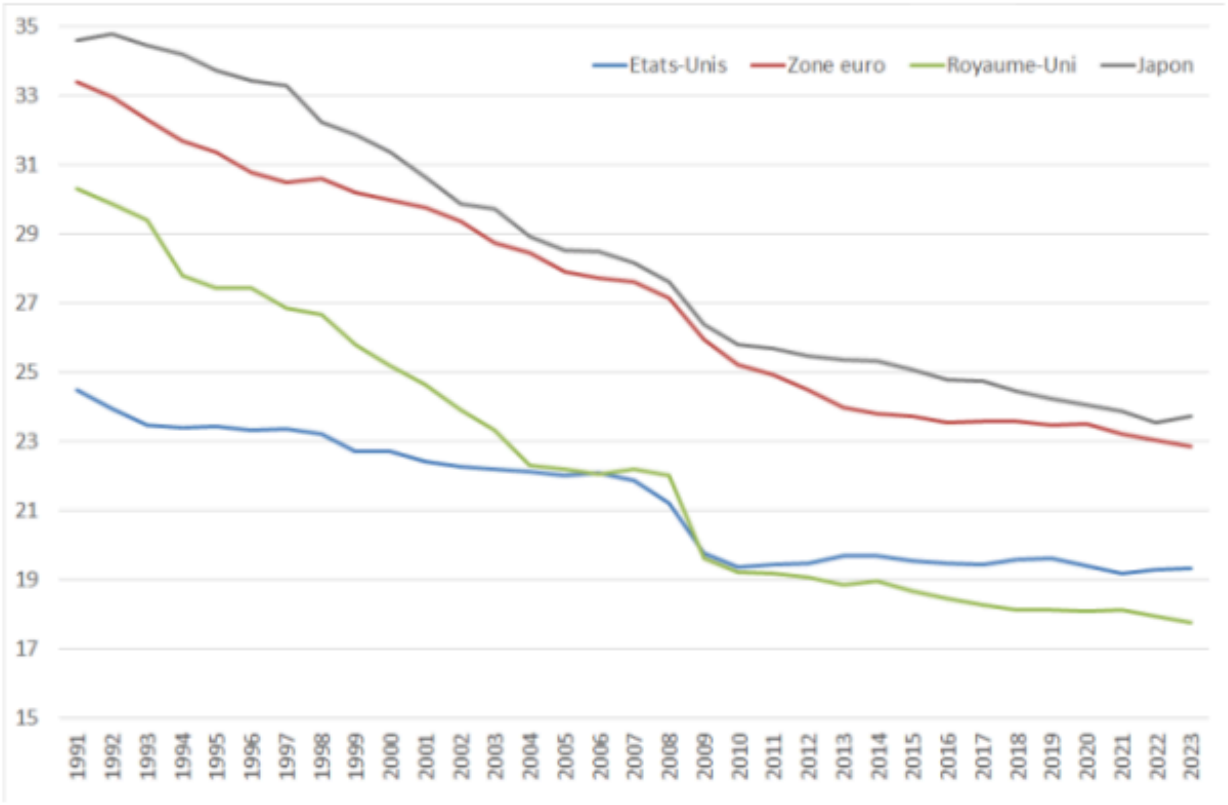
Comme l'ont montré Pierre-Olivier Gourinchas et Hélène Rey dans un **article de 2007**, le bilan de la nation américaine fait du pays un "banquier mondial", voire un fonds de capital-risque avec, à l'actif, des investissements risqués et rémunérateurs, et au passif, des obligations non risquées, faiblement 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. Gouticha s 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 États-Unis et leurs 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... ».

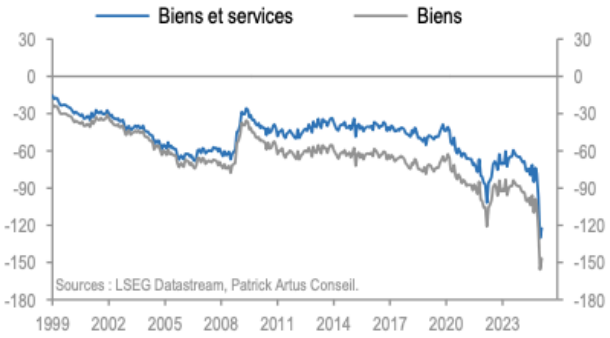
- **Flash Economie du 10 avril :**

C'est un dollar fort qui est optimal !

« 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$)



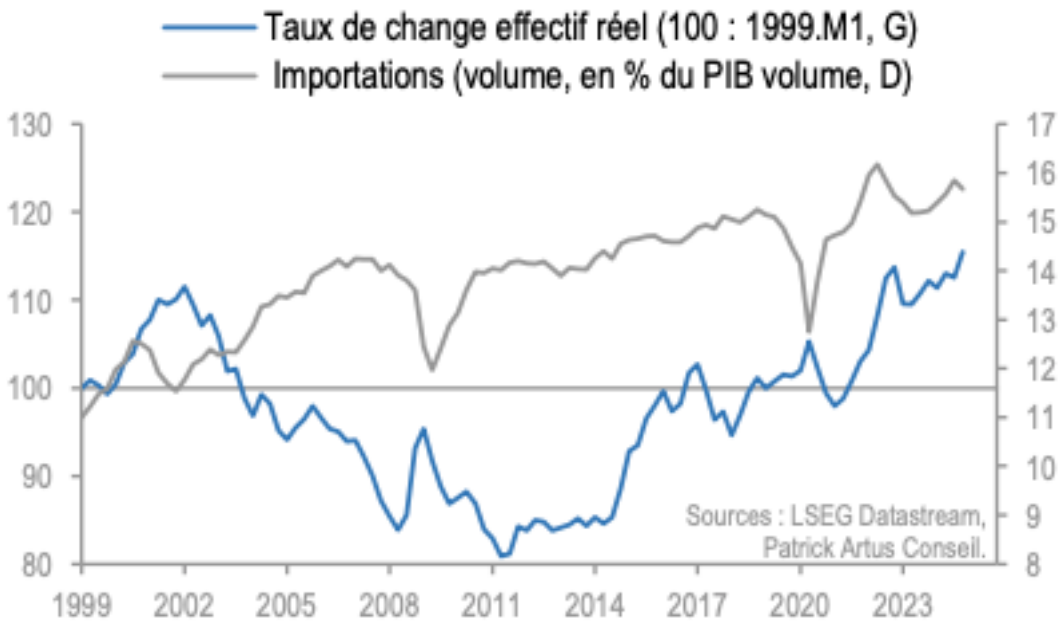
Mais en réalité, ce lien entre le taux de change du dollar et la balance commerciale des Etats-Unis n'existe pas en raison :

- 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.

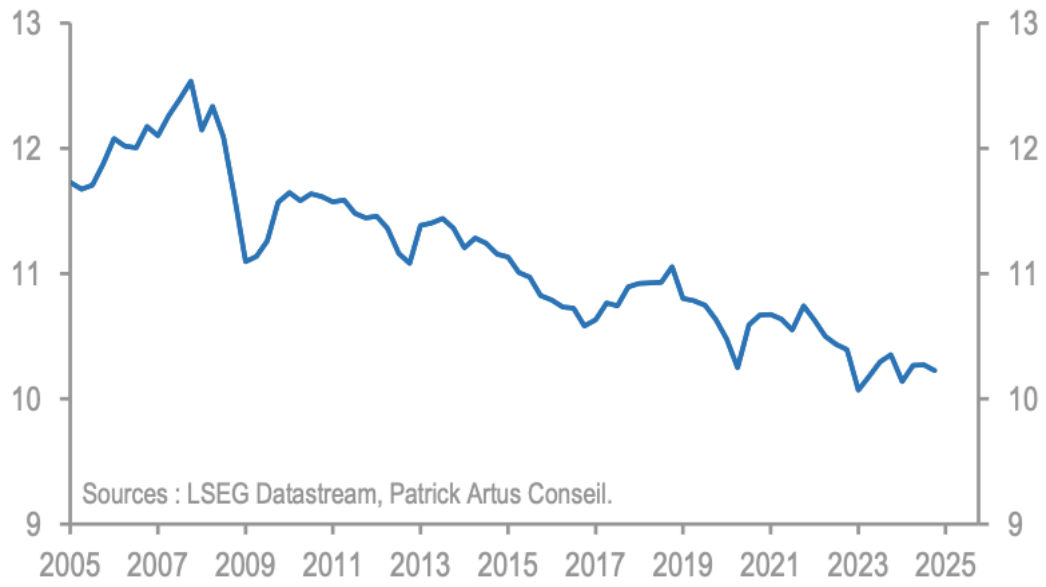
Synthèse : en réalité, c'est un dollar fort qui est optimal

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**

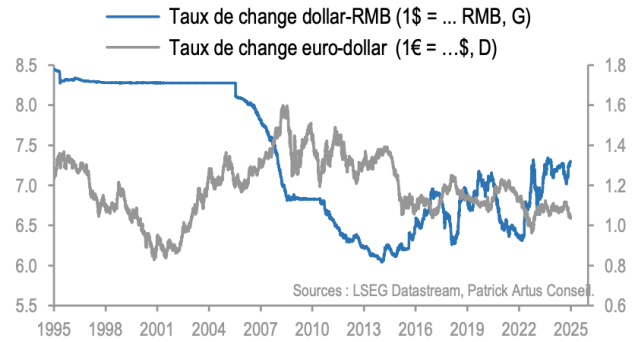
Il faut que les E-U préservent le rôle de monnaie de réserve du dollar !
« Les économistes proches de Donald Trump pensent que le dollar est surévalué et que le rôle de monnaie de réserve dominante du dollar est un handicap pour les États-Unis
Les économistes proches de Donald Trump (en particulier Stephen 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

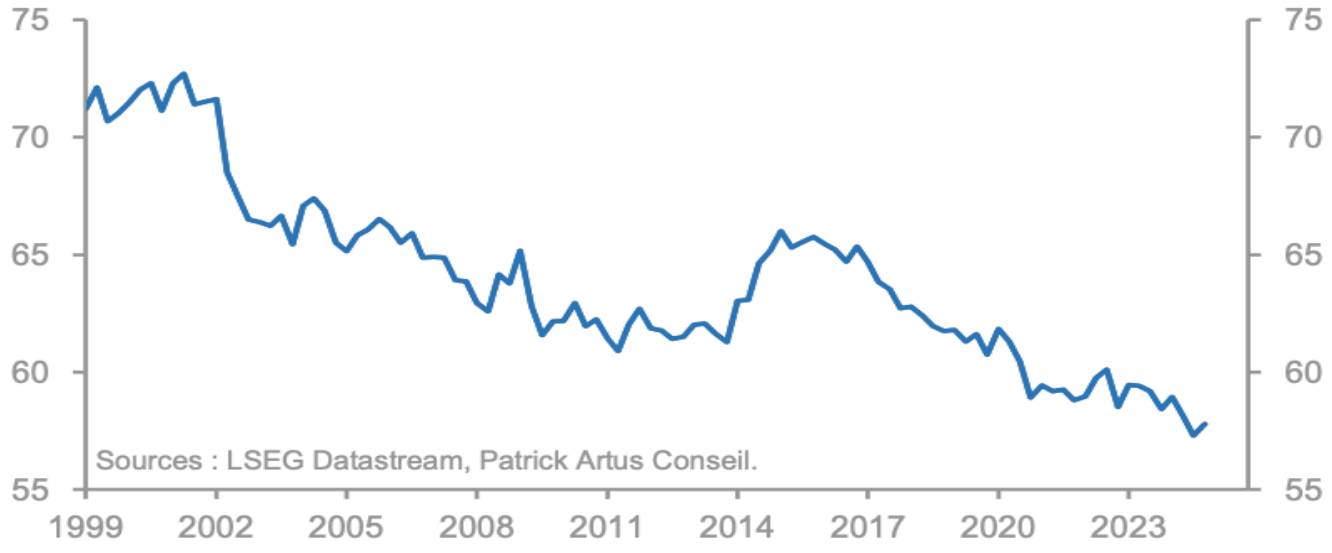


Graphique 2b
Etats-Unis : taux de change par rapport au yen (1$ = ...yens)

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).

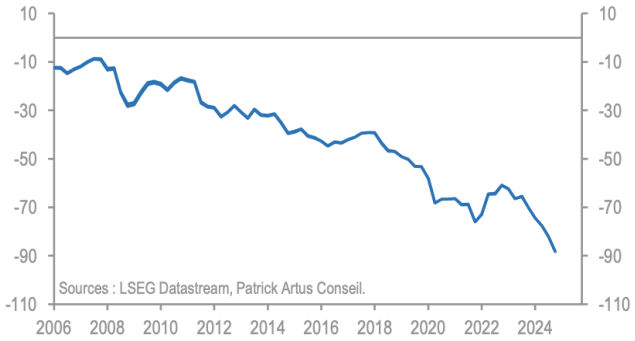
Graphique 4
Monde: poids du dollar dans les réserves de change mondiales (en %)



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 »]

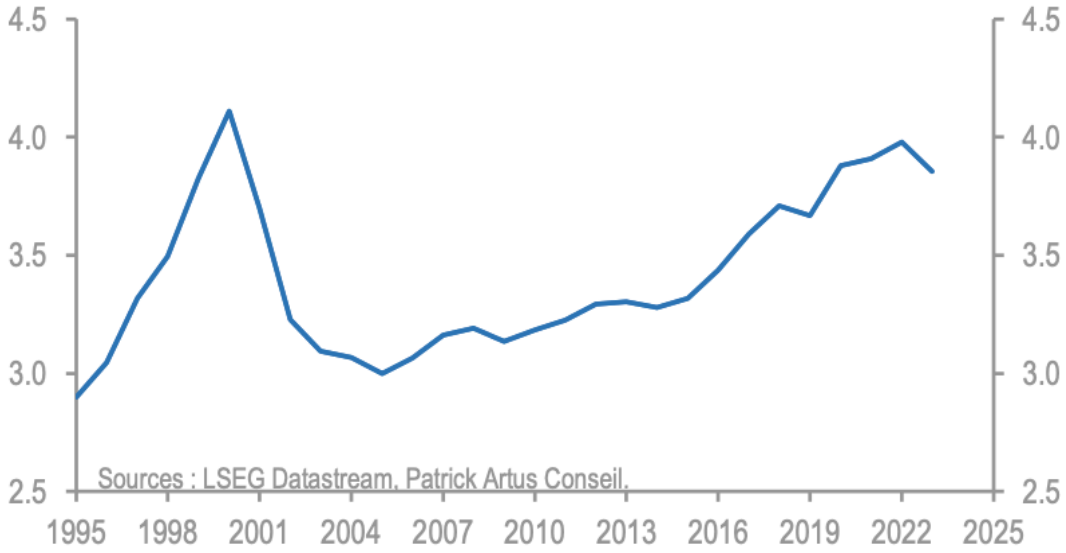
Graphique 5
Etats-Unis : balance courante (en % du PIB valeur)

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 ».

- **Flash Economie du 5 juin 2025**

« États-Unis : il vaudrait mieux augmenter la taille des politiques redistributives plutôt que de mettre en place le protectionnisme » :
« Une des motivations des décisions prises par l'administration Trump est d'espérer corriger la désindustrialisation des États-Unis, qui a conduit à la baisse de la qualité des emplois et à des problèmes de santé pour beaucoup d'Américains. Cela explique la hausse des droits de douane et la tentation d'un dollar faible.
Mais le protectionnisme et la dépréciation du dollar ont des inconvénients sérieux : hausse de l'inflation et baisse du pouvoir d'achat ; moindre attractivité des marchés financiers américains, d'où la réduction des entrées de capitaux et des possibilités de financement par les non-résidents de l'investissement dans les nouvelles technologies.
Plutôt que d'appliquer cette politique (droits de douane et dépréciation du dollar), les États-Unis devraient réfléchir à mettre en place une protection sociale décente : 8% des Américains (11% des Américains entre 19 et 64 ans), n'ont aucune couverture maladie, mais 54% de la population est couverte par une assurance procurée par l'employeur, d'où la perte de la couverture maladie en cas de perte d'emploi ; les indemnités de chômage sont assez basses et payées pendant 26 semaines au maximum dans la grande majorité des Etats (cette durée est allongée dans les périodes de chômage élevé) ; 54% des Américains n'ont aucune épargne retraite d'aucune sorte (d'après le Survey of Consumer Finances).
Pour combattre la pauvreté aux États-Unis, le développement de la protection sociale serait plus efficace que le protectionnisme ou une politique de dollar faible.
Pour lutter contre les effets négatifs de la désindustrialisation tout en conservant l'attractivité des États-Unis pour les capitaux de non-résidents, et la capacité en conséquence des États-Unis de continuer à

investir massivement dans les nouvelles technologies, il aurait été aussi plus efficace de conserver le libre échange et de favoriser un dollar fort, ce qui permet d'importer à des prix bas les biens produits dans le reste du monde, en particulier dans les pays émergents, et dont les productions ont été délocalisées ».

• Flash Economie du 17 juin 2025

« Pourquoi l'inflation va augmenter aux États-Unis »

« L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) est de 2,8% sur un an en avril et en mai 2025 aux États-Unis.

Plusieurs mécanismes devraient conduire à une hausse significative de l'inflation aux États-Unis d'ici la fin de l'année 2025 :

- la politique budgétaire expansionniste menée au plein emploi ;
- la hausse des droits de douane ;
- la dépréciation du dollar ;
- la faiblesse de la concurrence et la présence de rentes de monopole.

Cette hausse de l'inflation réduira le pouvoir d'achat des salariés et la consommation des ménages ; elle rendra difficile des baisses de taux d'intérêt ».

• Flash Economie du 23 juin 2025

La situation de « déficits jumeaux » peut s'aggraver à cause de la politique du Président Trump elle-même si elle aboutit à réduire l'attractivité des États-Unis.

« Donald Trump a déjà soutenu beaucoup de mesures qui réduiraient l'attractivité des États-Unis pour les non-résidents :

- la hausse des droits de douane qui va générer un supplément d'inflation, un recul du pouvoir d'achat des ménages et de leur consommation ;
- une politique monétaire plus expansionniste qui conduirait à une dépréciation du dollar ;
- la section 899 du projet fiscal, (le « Big Beautiful Bill Act ») qui menace de taxer les personnes, les entreprises et les investisseurs étrangers, y compris les investisseurs souverains, qui opèrent aux États-Unis (jusqu'à 20% de taxes supplémentaires) sur leurs revenus aux États-Unis ; cette proposition concerne les revenus d'entreprises (dividendes) et les revenus obligataires; elle s'appliquerait aux résidents des pays qui ont des pratiques fiscales jugées "discriminatoires".

Si le dollar se déprécie, ou si la croissance des États-Unis est freinée, ou si les actifs financiers (actions, obligations, parts d'entreprises) détenus par les non-résidents sont taxés, la demande d'actions, d'obligations, de parts d'entreprises américaines exprimée par les non-résidents diminuera. Or, puisque le déficit public des États-Unis va continuer à être très élevé, il y aura "déficits jumeaux" avec aussi un déficit de la balance courante très élevé [et pas seulement de la balance commerciale]. Le risque est que le recul de la demande d'actifs en dollars de la part des non-résidents conduise à une crise de balance des paiements aux États-Unis, avec des entrées de capitaux insuffisantes pour financer le déficit extérieur, ou même avec des sorties de capitaux depuis les États-Unis.

On connaît les conséquences d'une crise de balance des paiements : récession, dépréciation du taux de change, hausse des taux d'intérêt, le tout permettant de rééquilibrer le commerce extérieur ».

• Flash Economie du 4 juillet

Le risque que le déficit des États-Unis ne soit plus finançable.

« Le déficit extérieur des États-Unis est aujourd'hui financé par l'achat d'actifs en dollars, essentiellement, en ce qui concerne les titres publics, par le Japon, la zone euro, le Royaume-Uni et les Émirats arabes unis.

Mais ces achats d'actifs en dollars pourraient reculer fortement dans le futur avec :

- la dépréciation anticipée du dollar ;
- le recul du prix du pétrole, dû à l'accroissement de la surproduction de pétrole, et donc le recul des revenus des pays exportateurs de pétrole ;
- la hausse des taux d'intérêt à long terme au Japon, due à la répercussion sur les taux d'intérêt de la hausse de l'inflation, qui va entraîner une substitution des obligations japonaises aux obligations détenues dans le reste du monde par les investisseurs japonais ;

- la perception du risque que les valeurs technologiques américaines soient surévaluées, que leur valorisation soit excessivement élevée, d'où une désaffection pour les actions américaines au profit en particulier des actions européennes ;
- la hausse continuelle du taux d'endettement public des États-Unis.

Si le déficit extérieur des États-Unis devient difficile à financer, il y aura un recul massif de la demande intérieure généré par un recul des indices boursiers (avec l'effet de richesse négatif associé) et par une hausse des taux d'intérêt à long terme ».

- Les réactions d'Alexandre Mirlicourtois (avril et juin)

  - XerfiCanal, le 8 avril

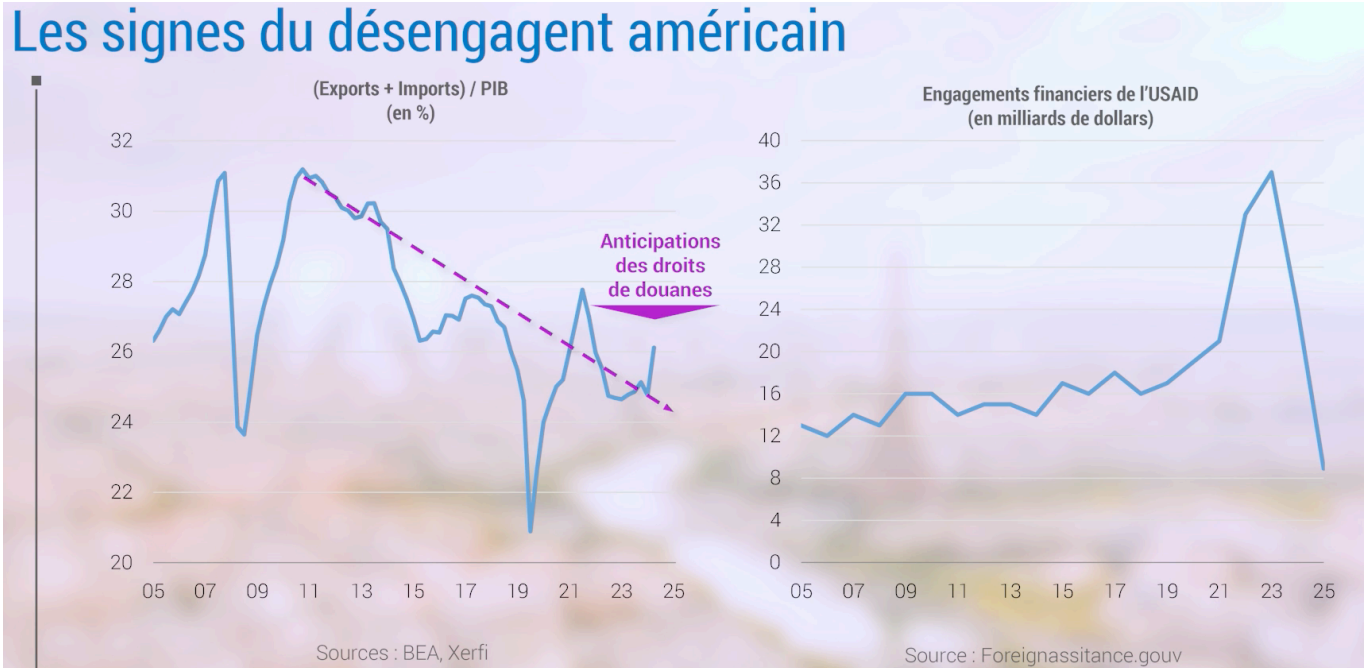
« **Un nouvel ordre mondial par le chaos. La méthode Trump** :
Trump ne dirige pas : il déstabilise. Et cette fois, ce n'est plus une posture. Depuis son retour à la Maison-Blanche, il a lancé une guerre économique totale, tous azimuts, contre amis comme ennemis. Le 3 avril, il frappe fort : tarifs douaniers 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*

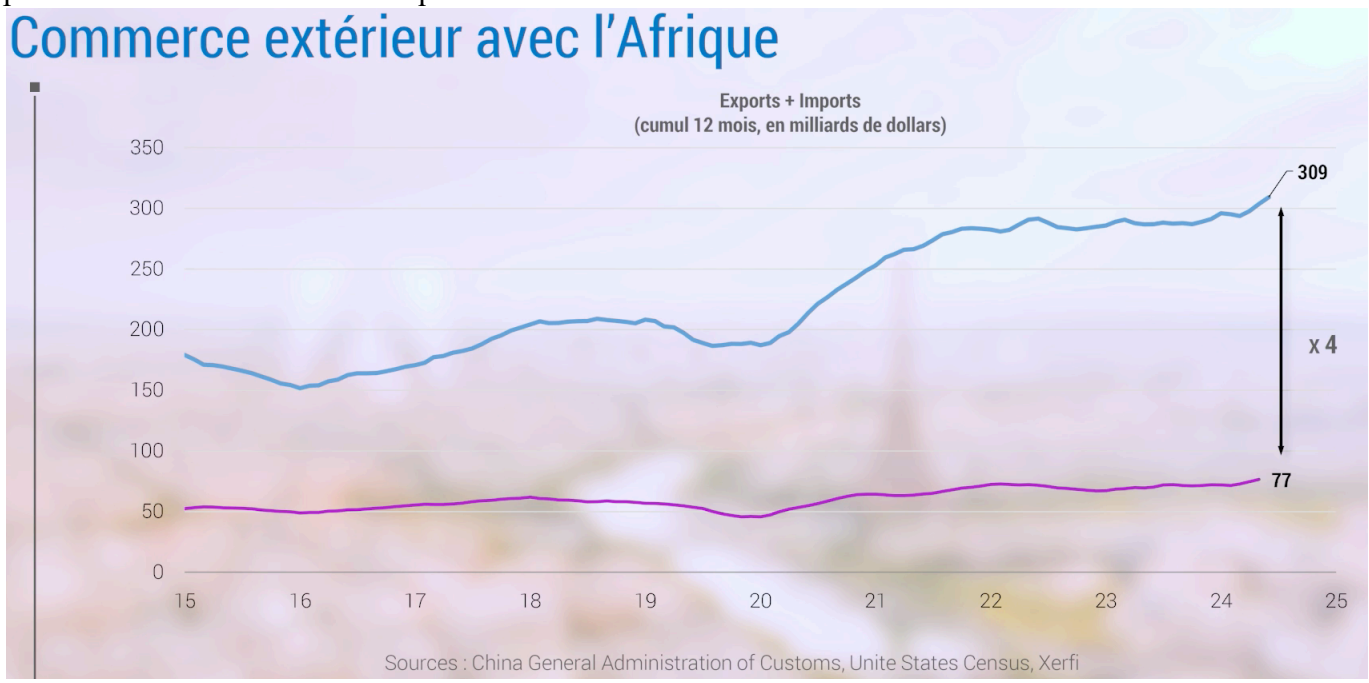
proposé par P. Artus. Il est certain que « doctrine Miran » est discutable sur de nombreux points, en particulier sur le fait que les propositions qui en découlent souffrent de contradictions internes qui en hypothèquent sérieusement l'efficacité et même la faisabilité, mais de toute façon, les États-Unis 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.

- XerfiCanal, le 13 juin

« Les erreurs de Trump II, accélérateur de la mondialisation chinoise »
« La nature a horreur du vide, l'économie aussi.
Le désengagement des États-Unis laisse un espace libre que la Chine s'empresse d'occuper. Bien que le retrait américain ne date pas d'hier, le second mandat de Donald Trump va considérablement accélérer le processus. Cette montée en puissance de la Chine passe par son commerce extérieur et celui des investissements directs. En effet, l'économie chinoise a été le réceptacle d'importants flux et transferts de compétences en provenance des pays occidentaux, devenant ainsi un site de production incontournable, sans lequel les coûts de fabrication exploseraient. La Chine investit aussi massivement depuis de nombreuses années dans les pays émergents, dans les infrastructures des pays avancés, et noue désormais des partenariats avec des entreprises occidentales dans des secteurs clés. Autre point à ne surtout pas sous-estimer : l'Empire du Milieu est devenu un acteur central du financement des économies émergentes. Il intervient parfois comme prêteur en dernier ressort pour financer le service de la dette des États proches de la banqueroute.
Le recentrage économique américain : un tournant pour l'Afrique et la Chine
Le principal marqueur du recentrage de l'économie américaine sur elle-même a longtemps été celui de la baisse relative des exportations et importations par rapport au PIB.



Certes, le 1er trimestre 2025 semble indiquer le contraire, mais il s'agit d'un épiphénomène dû à l'explosion des importations avant l'instauration de droits de douane. Un autre signe est l'effondrement du budget de l'USAID, un organisme international de solidarité créé en 1961 pour renforcer l'influence américaine. Une catastrophe pour l'Afrique, mais la Chine s'est dite prête à intervenir. La Chine, avec plus de 300 milliards de dollars d'échanges (quatre fois plus que les États-Unis), est déjà le premier partenaire commercial de l'Afrique.



Elle a promis un soutien financier de 45 milliards d'euros sur trois ans, dont la moitié sous forme de prêts, lors du dernier forum sur la coopération sino-africaine fin 2024. Pékin se positionne donc comme un acteur clé du développement africain. Pékin comblera ce vide du développement.Asie : la Chine mène l'intégration régionale.

La politique de la Maison Blanche va aussi renforcer la place de la Chine en Asie.

Washington, s'étant retiré des grands accords commerciaux multilatéraux (comme le Partenariat transpacifique en 2017 sous Trump 1), a laissé la Chine prendre les rênes de l'intégration régionale. Elle est au cœur du plus grand accord de libre-échange au monde, le RCEP, en vigueur depuis 2022, qui unit 15 pays d'Asie-Pacifique (dont le Japon, la Corée du Sud, l'Indonésie, l'Australie et la Nouvelle-Zélande) – sans les États-Unis, qui en sont exclus. Au total, ces nations représentent 30% de la population

mondiale, environ 30% du PIB mondial, 25% du commerce international de biens et services et 31% des flux mondiaux d'IDE.

L'influence chinoise en Amérique

Plus à l'ouest, en Asie centrale, la Chine multiplie les initiatives dans d'anciennes zones d'influence américaine ou russe, mais ne s'arrête pas là et tisse aussi sa toile dans l'arrière-cour américaine. Résultat : la Chine est déjà le premier partenaire commercial de l'Amérique du Sud et le deuxième pour l'ensemble de l'Amérique latine (c'est-à-dire en incluant l'Amérique centrale et les Caraïbes). Plus de vingt pays de la région ont adhéré aux Nouvelles Routes de la Soie. Et au moment où l'aide américaine diminue, Pékin a annoncé une ligne de crédit de plus de 9 milliards de dollars pour financer des programmes de développement. Des Balkans à l'Afrique, de l'Asie au Moyen-Orient, Pékin avance ses pions là où l'influence américaine recule ».

• 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 (…) ».

• Une recherche qui va à l'encontre d'une idée reçue.

Des chercheurs de la Banque fédérale de Chicago - sans engager la responsabilité de leur institution – montrent que « les baisses de droits de douane [autrement dit le libre-échange] entraînent une diminution des transferts de technologie des entreprises étrangères vers les entreprises brésiliennes » (https://www.chicagofed.org/publications/working-papers/2024/2024-20)
Gustavo de Souza en conclut : « J'ai toujours pensé que plus d'échanges commerciaux signifiait plus de diffusion des idées. Plus d'échanges commerciaux = plus de diffusion, n'est-ce pas ? Pas toujours ! »

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

1) 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

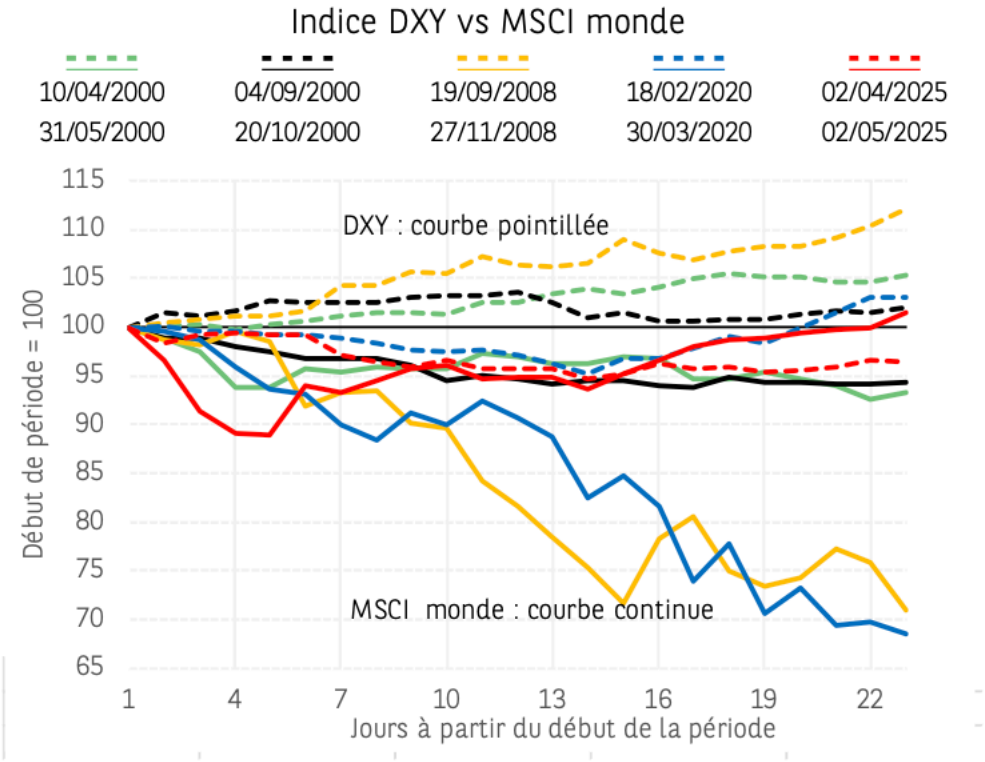
%	Début des années 1970	2024
Part du PIB mondial (prix du marché)	36	26
Part du PIB mondial	27	15
Réserves de change internationales	85	58
Paiements internationaux	85	50

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 ?

(…)

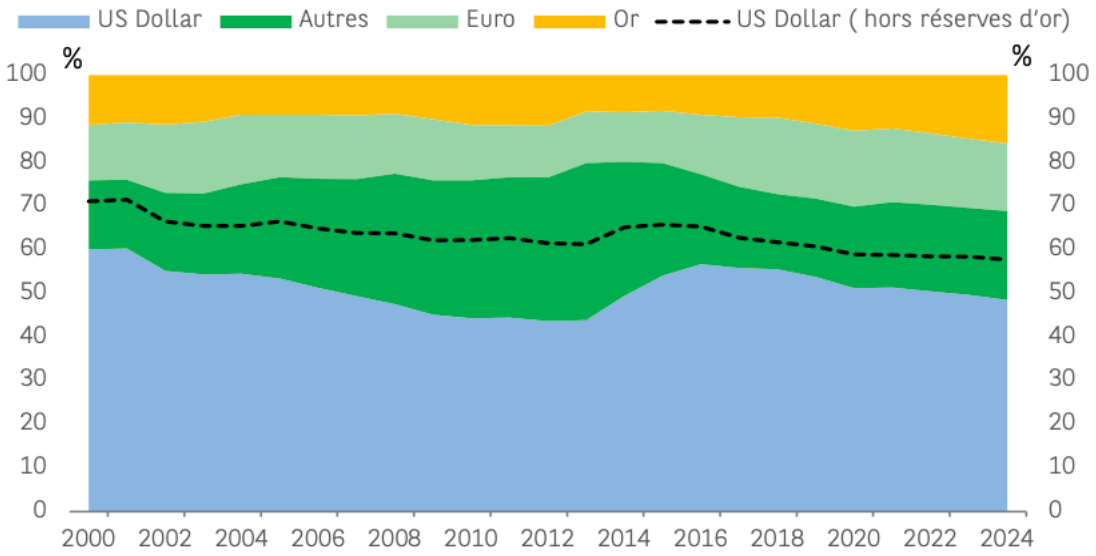
Le rôle du dollar dans le système dépendra de la préservation ou de l'affaiblissement de ses attributs de valeur refuge de la monnaie. Il s'agit de préserver l'indépendance de la Fed, de remettre la dette publique sur une trajectoire viable, de garantir le respect inconditionnel de l'État de droit et 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.

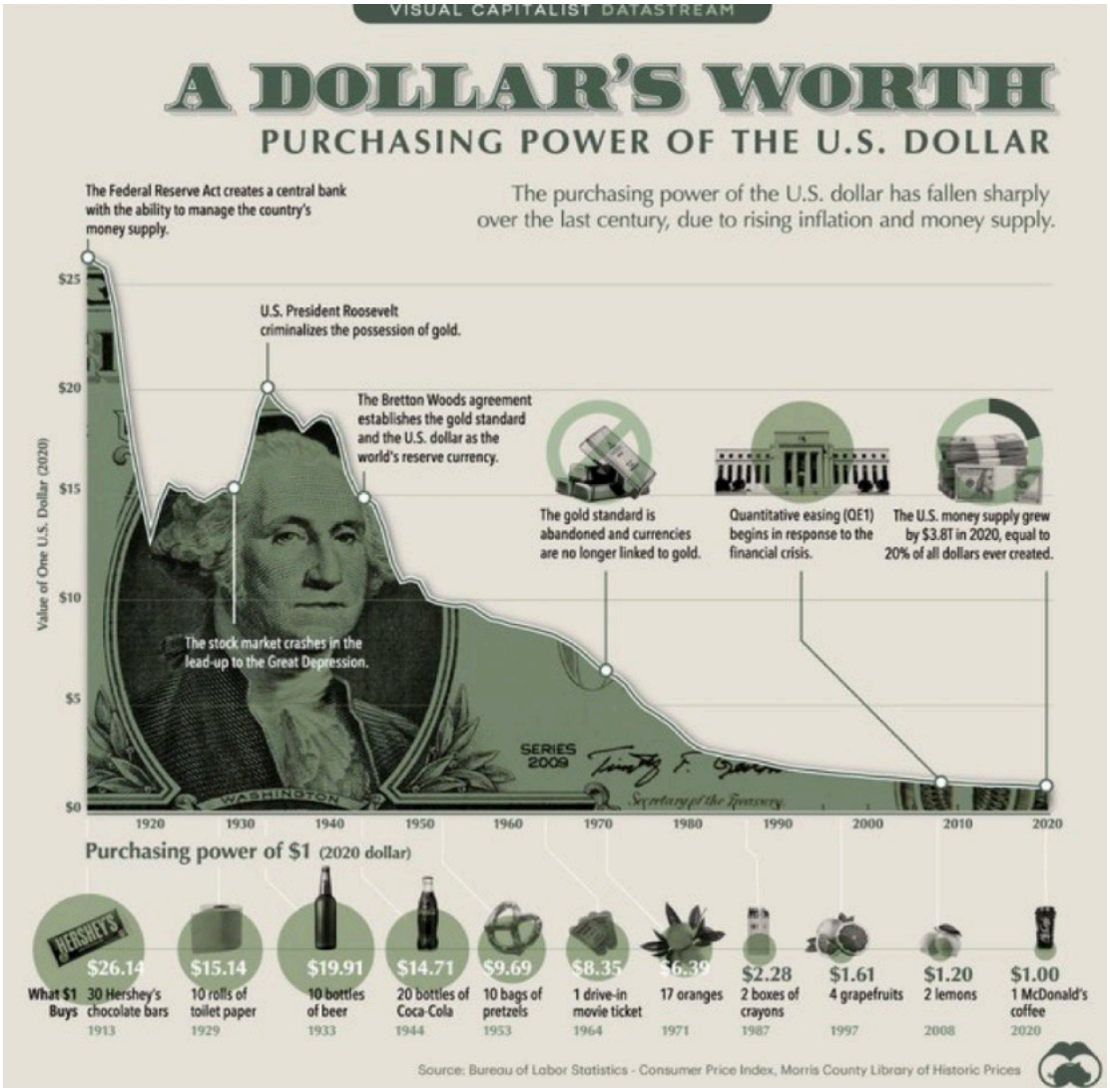
En définitive, la rumeur de la mort du dollar semble largement exagérée. Néanmoins, les politiques américaines récentes ont ouvert une brèche qui pourrait affaiblir sa domination monétaire. La manière dont cette brèche sera comblée dépendra du reste du monde ».

SYSTÈME DES RÉSERVES INTERNATIONALES



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

Rétrospective large :



2) 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 mondial, financiarisé, 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 ? [Voir sur ce « choc Nixon », ce que l'on en dit à partir des données du site « wtfhappenedin1971.com ». Ajoutons que ce capitalisme financier, qui a suivi un capitalisme industriel, est devenu en même temps « actionnarial » et « patrimonial ». On sait que l'école de Chicago, avec son porte-drapeau Milton Friedman, a joué un rôle important dans cette évolution sur le plan théorique, et qu'en même temps Thatcher et Reagan mettaient ces nouveaux principes en musique].

Les centristes reprochent aux partisans de Trump de s'être retournés contre leurs alliés, mais ils oublient que le choc Nixon était 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 ».

• La mise en garde de Kenneth Rogoff

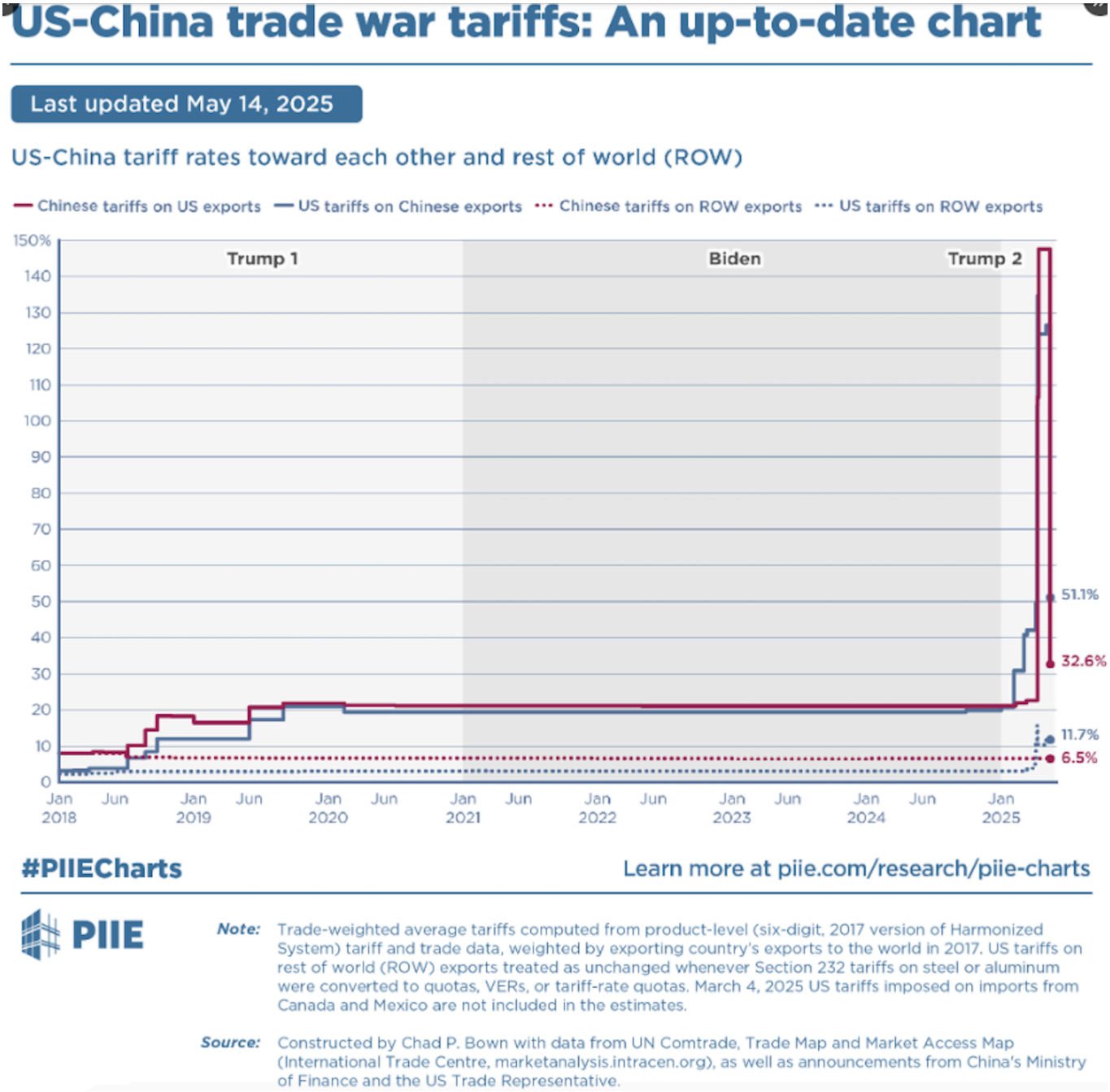
Les Echos du 16 juin

« (…) Alors que le "grand et beau" projet de loi sur les impôts et les dépenses de Trump est en passe d'être adopté par le Congrès, il est tout à fait clair qu'il ne contribuera en rien à réduire le déficit budgétaire de 6,4 % du PIB enregistré par son prédécesseur, Joe Biden, en 2024. Au contraire, il laisse présager des déficits de 7 % du PIB ou plus jusqu'à la fin de son mandat.
Les investisseurs internationaux ont longtemps eu un appétit apparemment insatiable pour les bons du Trésor des États-Unis, considérés comme la valeur refuge par excellence. Mais avec une dette du gouvernement fédéral représentant 122 % du PIB - une grande partie de cette dette doit en outre être renouvelée dans les mois à venir - cet appétit pourrait ne plus durer longtemps. Le rendement des obligations américaines à 30 ans oscille autour de 5 % et celui des obligations à 10 ans autour de 4,5 %, tous deux en hausse d'environ deux points par rapport à il y a dix ans. Les paiements d'intérêts sur la dette existante montent ainsi en flèche et ont déjà dépassé les dépenses de défense. (…)
Personne n'aurait dû supposer que les taux ultra-bas dureraient indéfiniment, et encore moins parier l'avenir économique du pays sur cette hypothèse.
Cette réalité a fini par s'imposer, même aux plus fanatiques des négateurs de la dette. Alors pourquoi Trump ne l'a-t-il pas comprise, lui qui, au moins pendant son premier mandat, était généralement un pragmatique de l'économie, prêt à changer de cap lorsque ses politiques ne donnaient pas les résultats escomptés ? La réponse est que Trump est également un réaliste politique. Il comprend que le public américain n'est tout simplement pas prêt à accepter quoi que ce soit qui ressemble à de "l'austérité" - le terme que les progressistes utilisent chaque fois que quelqu'un suggère qu'il pourrait y avoir un compromis entre les avantages à court terme d'une relance financée par la dette et ses coûts à long terme.
Trump et ses acolytes affirment que sa "belle et grande loi" stimulera la croissance économique et générera suffisamment de recettes pour compenser les réductions d'impôts massives. Mais l'histoire n'apporte que peu de soutien à ces affirmations. (…)

L'augmentation de la dette américaine finira-t-elle par déclencher une véritable crise ? Peut-être, mais il est plus probable que les taux d'intérêt à long terme continuent à augmenter. Trump ne résoudra pas le problème en faisant pression sur la Fed pour qu'elle réduise les taux d'intérêt à court terme. À moins que l'économie ne tombe en récession, la Fed n'a guère de marge de manœuvre . (…)
La hausse des taux d'intérêt réels est alimentée par l'explosion de la dette mondiale, l'instabilité géopolitique, l'augmentation des dépenses militaires, la fragmentation du commerce multilatéral, les besoins en énergie de l'intelligence artificielle et les politiques fiscales populistes. Si des forces contraires comme les inégalités et la démographie peuvent exercer une certaine pression à la baisse sur les taux, il est peu probable qu'elles parviennent à compenser ces facteurs structurels et politiques dans un avenir proche. Les attentes en matière d'inflation ne manqueront pas non plus d'augmenter si les gouvernements semblent incapables ou peu désireux de maîtriser la dette.
Un autre facteur susceptible de faire grimper les taux d'intérêt, en particulier aux États-Unis, est la volonté de Trump de fermer l'économie nationale. Après tout, les déficits commerciaux persistants sont généralement compensés par l'afflux de capitaux étrangers qui contribuent à les financer. Mais si ces flux se réduisent, les taux d'intérêt augmenteront encore plus.
Bien sûr, il ne s'agit pas seulement de Trump. Les taux d'intérêt étaient déjà en forte hausse pendant le mandat de Biden. Si les démocrates avaient remporté la présidence et les deux chambres du Congrès en 2024, les perspectives budgétaires de l'Amérique auraient probablement été tout aussi sombres. Jusqu'à ce qu'une crise survienne, la volonté politique d'agir est faible, et tout dirigeant qui tente d'assainir les finances publiques court le risque d'être démis de ses fonctions.
Mais quelle forme pourrait prendre une telle crise ? La réponse dépend de la nature du choc qui la déclenche et de la manière dont le gouvernement y répond. Trump aura-t- il recours à une répression financière étouffant la croissance, comme l'ont fait le Japon et, dans une moindre mesure, l'Europe ? Ou une nouvelle poussée d'inflation est-elle plus probable ? Quoi qu'il en soit, les investisseurs obligataires tirent la sonnette d'alarme. La “belle et grande“ dette de Trump finira par nuire à l'économie américaine et au dollar. C'est une vérité qu'il ne peut se permettre d'ignorer ».

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

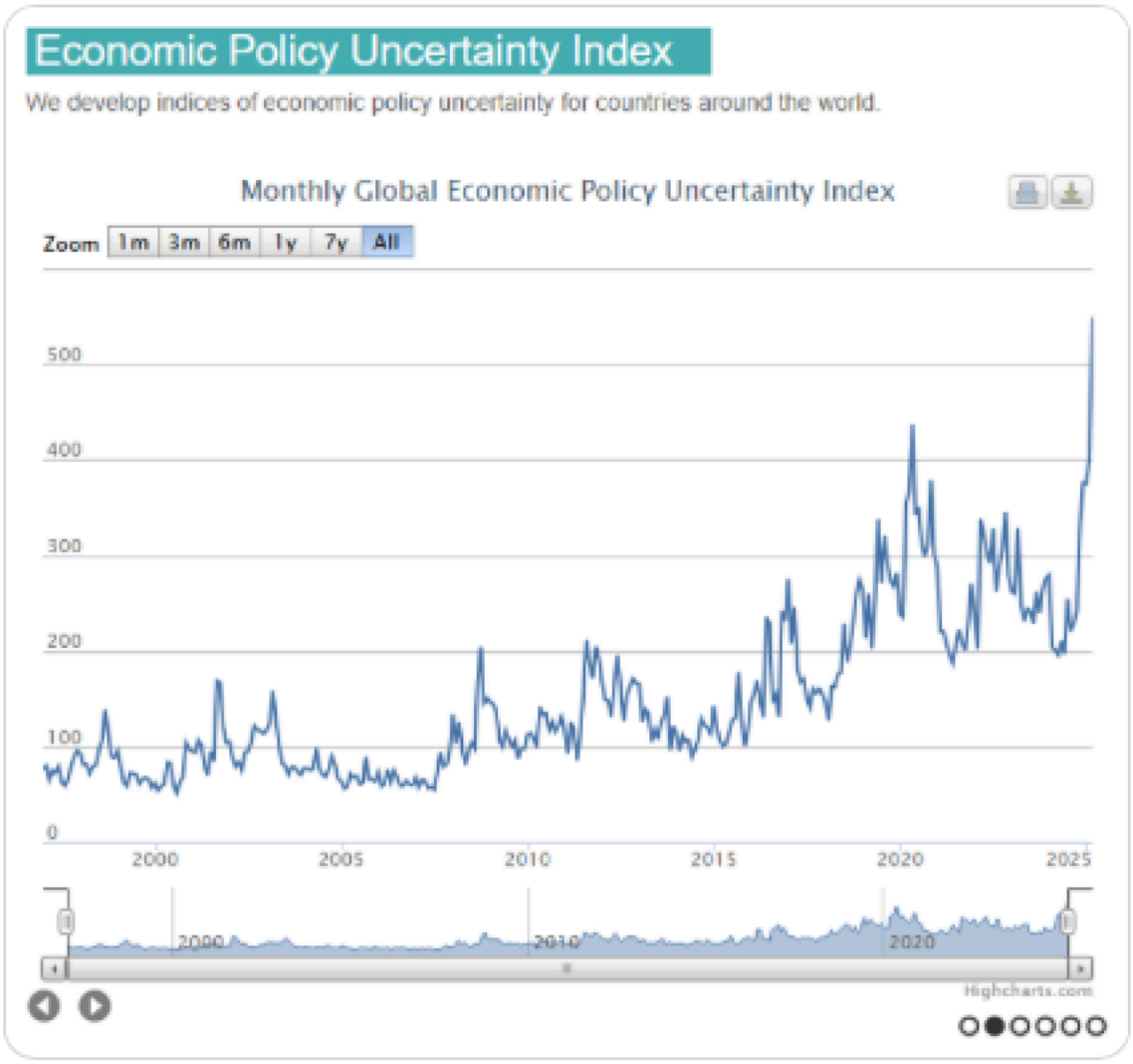
Où en sont les droits de douane EU-Chine mi-mai (et avec le reste du monde) ?



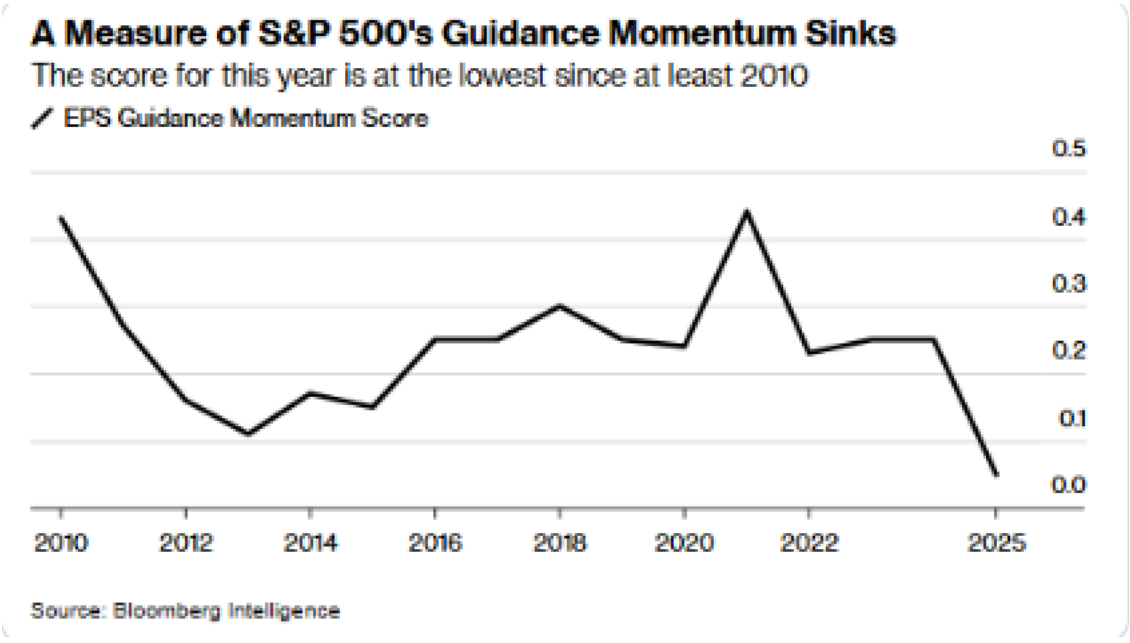
Les droits de douane américains sur la Chine s'élèvent désormais à 51,1 %. Les droits de douane américains sur le reste du monde s'élèvent à 11,7 %.
Les droits de douane chinois sur les États-Unis s'élèvent désormais à 32,6 %. Les droits de douane chinois sur le reste du monde s'élèvent à 6,5 %.

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 :

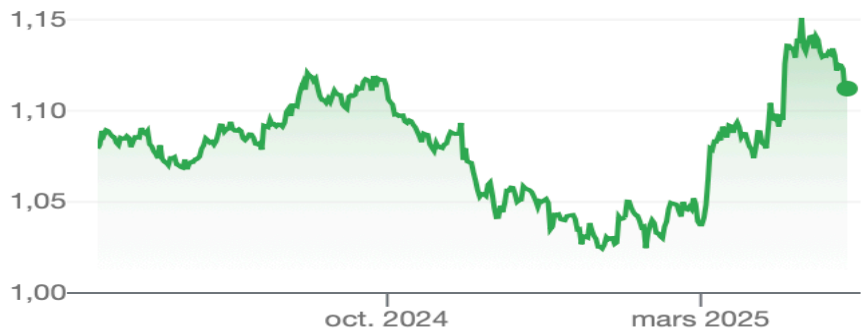


L'indicateur qui montre la part des actions SPX qui ont relevé leurs prévisions de bénéfices par rapport au nombre de celles qui les ont maintenues ou baissées est tombé à son plus bas niveau depuis 15 ans :



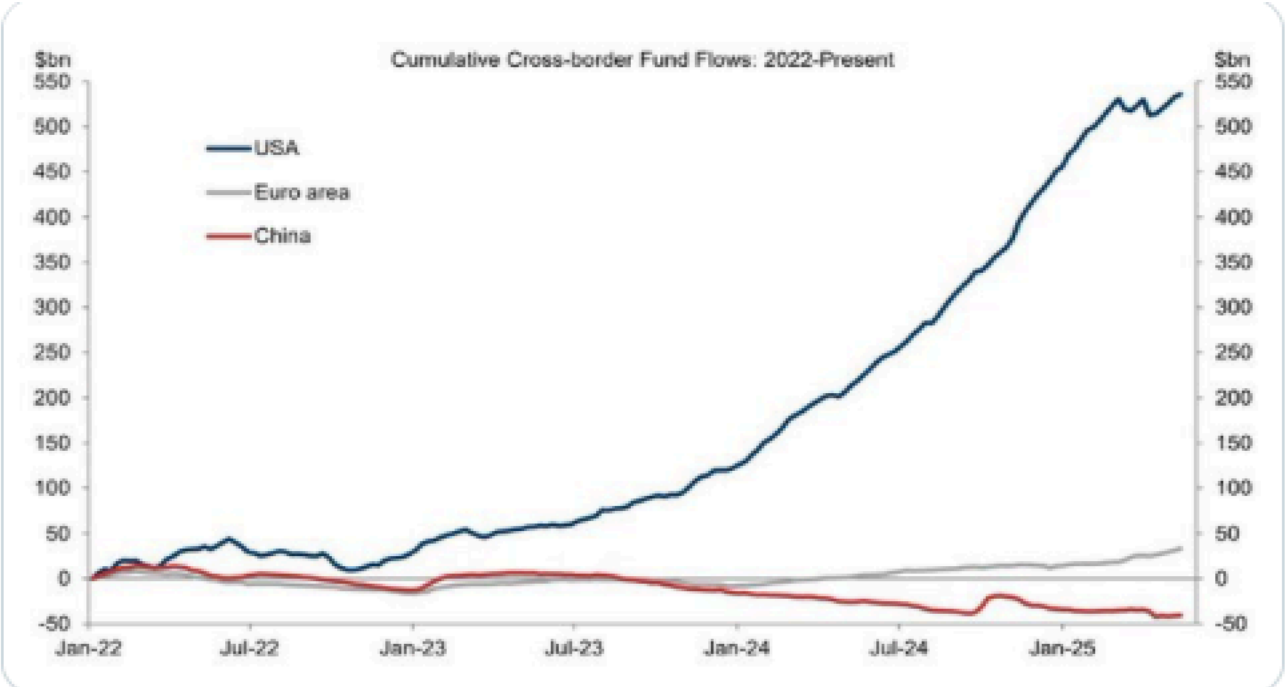
Le dollar ne s’effondre pas pour l’instant...

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 ?

• *Après le déclenchement de la guerre commerciale* :
« 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 ».
• *Après le déclenchement de la guerre entre Israël et l'Iran* :
« 1. Les contrats à terme sur les marchés boursiers chutent, signe que la guerre s'intensifie.

2. Le prix de l'or chute, signe qu'un accord de paix est proche.
3. Le prix du pétrole augmente, signe que la guerre s'intensifie.
4. Les rendements augmentent, signe qu'un accord de paix est proche.
5. Le prix du gaz naturel augmente, signe que la guerre s'intensifie.
6. Le prix de l'argent chute, signe qu'un accord de paix est proche.
Les marchés n'arrivent pas à se décider. »
(Source : Post de The Kobeissi Letter, le 19 juin)

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 dollars 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 ».

Note : le lundi 2 juin, « StockMarket.news » revient sur ce thème : « la Banque du Japon vient d'enregistrer un record de pertes obligataires de 28 600 milliards de yens. C'est trois fois plus que l'année dernière ! Ce problème ne concerne pas uniquement le Japon. C'est une alerte rouge criante pour les marchés mondiaux.

Tout d'abord, que s'est-il passé ? La Banque du Japon (BOJ) détient une montagne d'obligations d'État japonaises (JGB).

Depuis des années, elle les achète massivement dans le cadre de son programme d'assouplissement monétaire, une façon élégante de dire qu'elle injecte de l'argent dans l'économie en achetant des obligations et en maintenant les coûts d'emprunt à des niveaux extrêmement bas.

Pourquoi une banque centrale agit-elle ainsi ? Parce que lorsqu'elle achète des obligations d'État, elle fait baisser les rendements (taux d'intérêt). Des taux bas permettent aux entreprises et aux consommateurs d'emprunter, de dépenser et d'investir plus facilement, stimulant ainsi l'économie.

Mais il y a un hic : lorsque les taux d'intérêt du marché augmentent, les prix des obligations baissent. C'est une règle fondamentale en finance.

Supposons que vous déteniez une ancienne obligation rapportant 0,5 %, mais que le marché offre maintenant 1,5 %. Pourquoi quelqu'un voudrait-il de votre ancienne obligation si vous ne la vendez pas à prix réduit ? Cette décote = perte sur papier.

Vous n'avez pas encore vendu l'obligation, mais sa valeur est inférieure à votre bilan.

Pour la plupart des institutions, cette fluctuation est gérable. Pour la Banque du Japon, qui détient plus de la moitié de la dette publique japonaise, c'est un véritable raz-de-marée.

C'est là que les choses deviennent inquiétantes. Le rendement des obligations d'État japonaises de référence à 10 ans est passé de 0,73 % l'an dernier à 1,5 % aujourd'hui. Cette hausse, apparemment modeste, a pratiquement doublé le coût des nouveaux emprunts et a réduit la valeur des anciennes obligations dans les comptes de la Banque du Japon.

Le résultat ?

À la fin de l'exercice 2024, la Banque du Japon a enregistré 28 600 milliards de yens (198 milliards de dollars) de pertes latentes sur son portefeuille obligataire. Cela représente trois fois le chiffre de l'année dernière, soit la plus importante perte papier jamais enregistrée par la Banque du Japon.

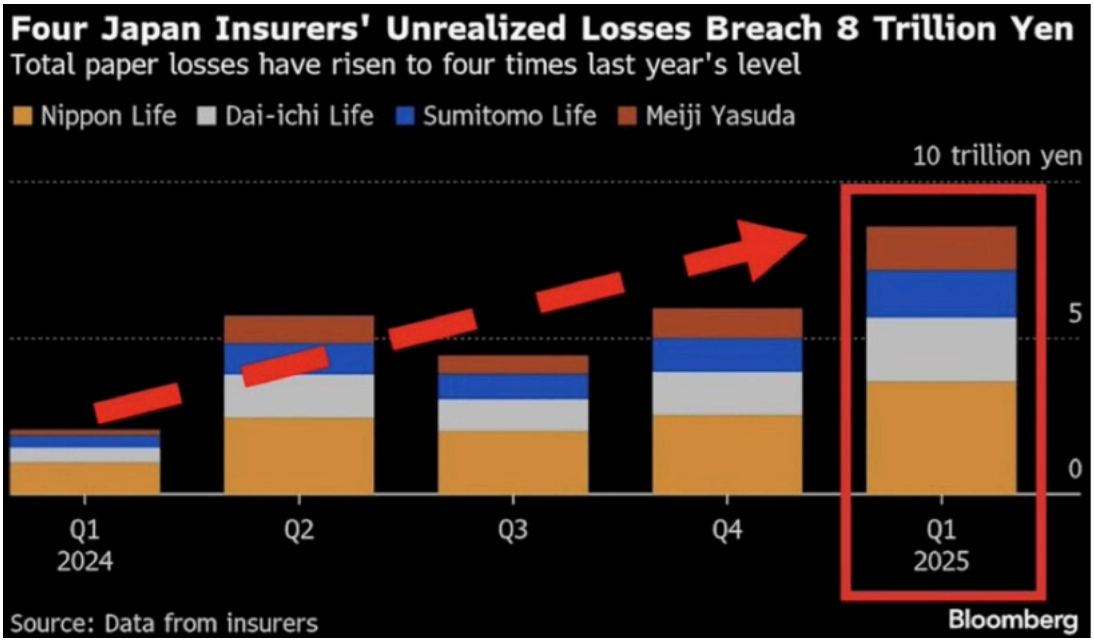
Mais attendez, n'est-ce pas simplement du bruit comptable ? Oui et non. Oui, c'est du "papier", ce qui signifie qu'ils n'ont pas vendu les obligations et n'ont donc pas encaissé les pertes. Mais ces pertes fragilisent la situation financière de la BoJ, ébranlent la confiance des marchés et limitent sa marge de manœuvre pour faire face aux crises futures.

Pour la première fois, la Banque du Japon (BOJ) réserve l'intégralité de ses revenus cette année pour couvrir d'éventuelles pertes obligataires à 100 %, et non plus seulement les 20 à 40 % habituels. Normalement, elle reverserait des milliards (environ 2 000 milliards de yens l'an dernier) au gouvernement, mais pas cette fois-ci.

En clair : elle constitue un énorme coussin financier, signalant ainsi : "Nous savons que la tempête n'est pas terminée."

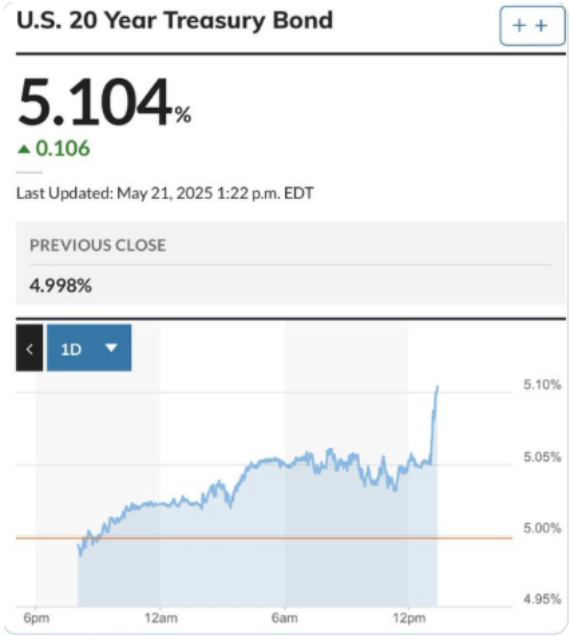
Pourquoi est-ce important à l'échelle mondiale ?

Car lorsqu'une banque centrale de premier plan passe d'un “assouplissement total“ à une “préparation aux conséquences“, cela affecte le sentiment de risque mondial.
Les traders, les investisseurs et les décideurs politiques du monde entier surveillent attentivement le Japon, d'autant plus que ce pays a longtemps été le “point d'ancrage stable des taux bas“ du système mondial.
Il y a un autre aspect à prendre en compte.
Les assureurs japonais comme Nippon Life s'étouffent également sous les pertes de 3 600 milliards de yens sur leurs obligations nationales, auxquelles s'ajoutent environ 500 milliards de yens de pertes réalisées l'an dernier sur la vente d'obligations. Ils se débarrassent de leurs dettes à faible rendement et tentent d'acheter des titres à plus haut rendement pour maintenir le rythme.



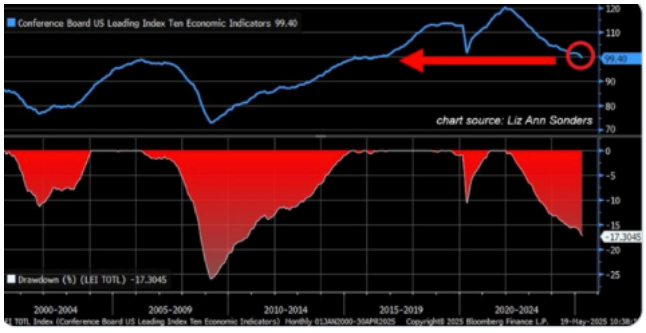
Le *mercredi 21 mai*, sur X,

- « 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 ».

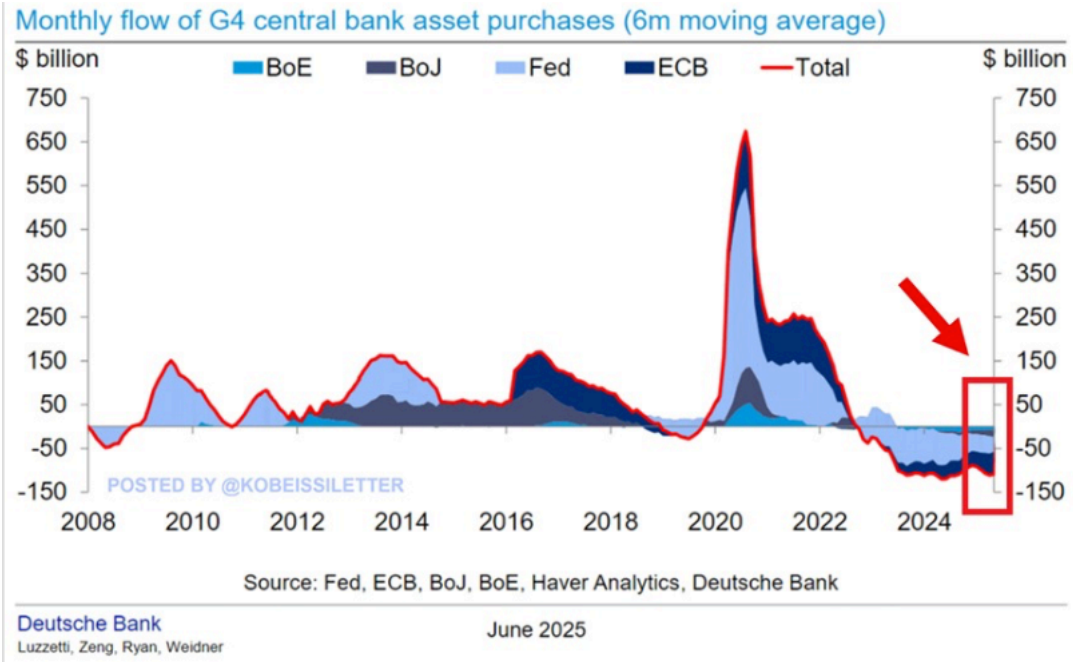
- Également le 21 mai et sur X, « Global Markets Investor » publie le schéma suivant :

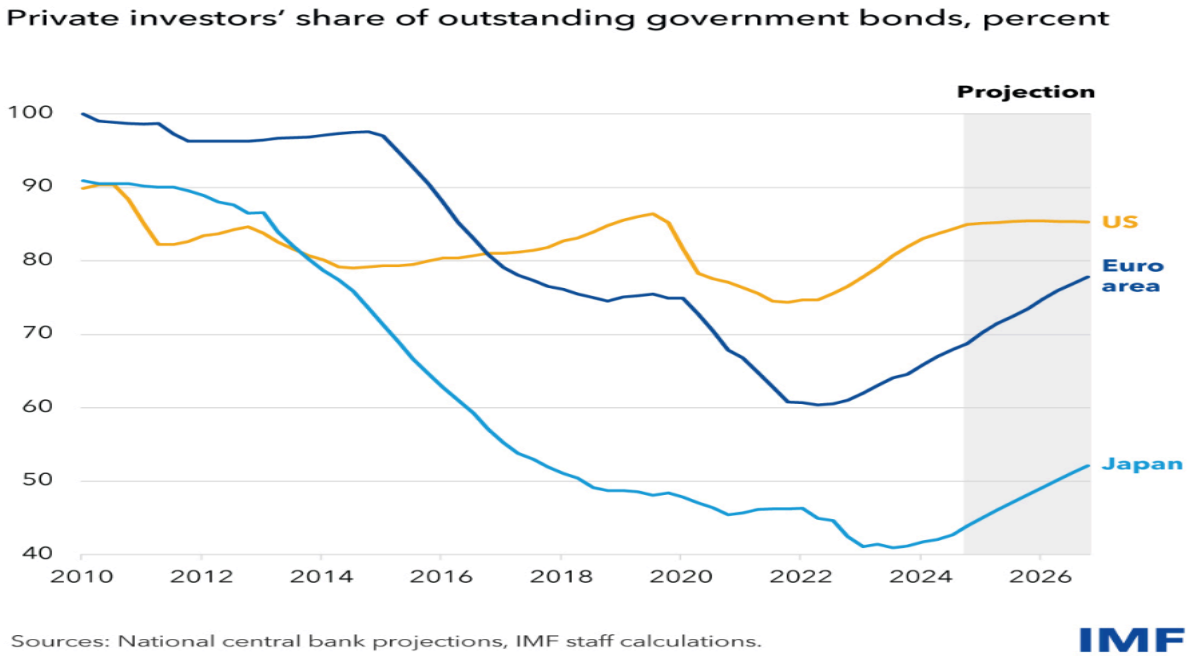


Et en fait le commentaire suivant :
« L'indice économique avancé du Conference Board a chuté à son plus bas niveau en 11 ans. La baisse depuis le pic a été de 17,3 %, la plus importante depuis la Grande Crise financière. Une telle baisse n'a jamais été observée en dehors des récessions et est plus importante 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.
Note sur la réduction par les Banques centrales de leur bilan :
« Les grandes banques centrales réduisent leurs bilans à un rythme record :
La Fed, la Banque centrale européenne, la Banque du Japon et la Banque d'Angleterre ont réduit leurs actifs d'environ 110 milliards de dollars par mois en moyenne au cours des six derniers mois.
Elles ont maintenu ce rythme de réduction au cours des deux dernières années.
À titre de comparaison, en 2019, le rythme de baisse était d'environ 30 milliards de dollars, soit près de quatre fois plus lent, et seules la Fed et la BCE pratiquaient un QT.
Actuellement, la BCE réduit ses actifs d'environ 60 milliards de dollars, la Fed d'environ 35 milliards de dollars, la BoJ de 10 milliards de dollars et la BoE d'environ 5 milliards de dollars par mois en moyenne.
Par le passé, lorsqu'un volume important de liquidités était retiré, les marchés connaissaient une volatilité accrue.
La volatilité des marchés est-elle appelée à revenir ? » (« The Kobeissi Letter », 28 juin) :





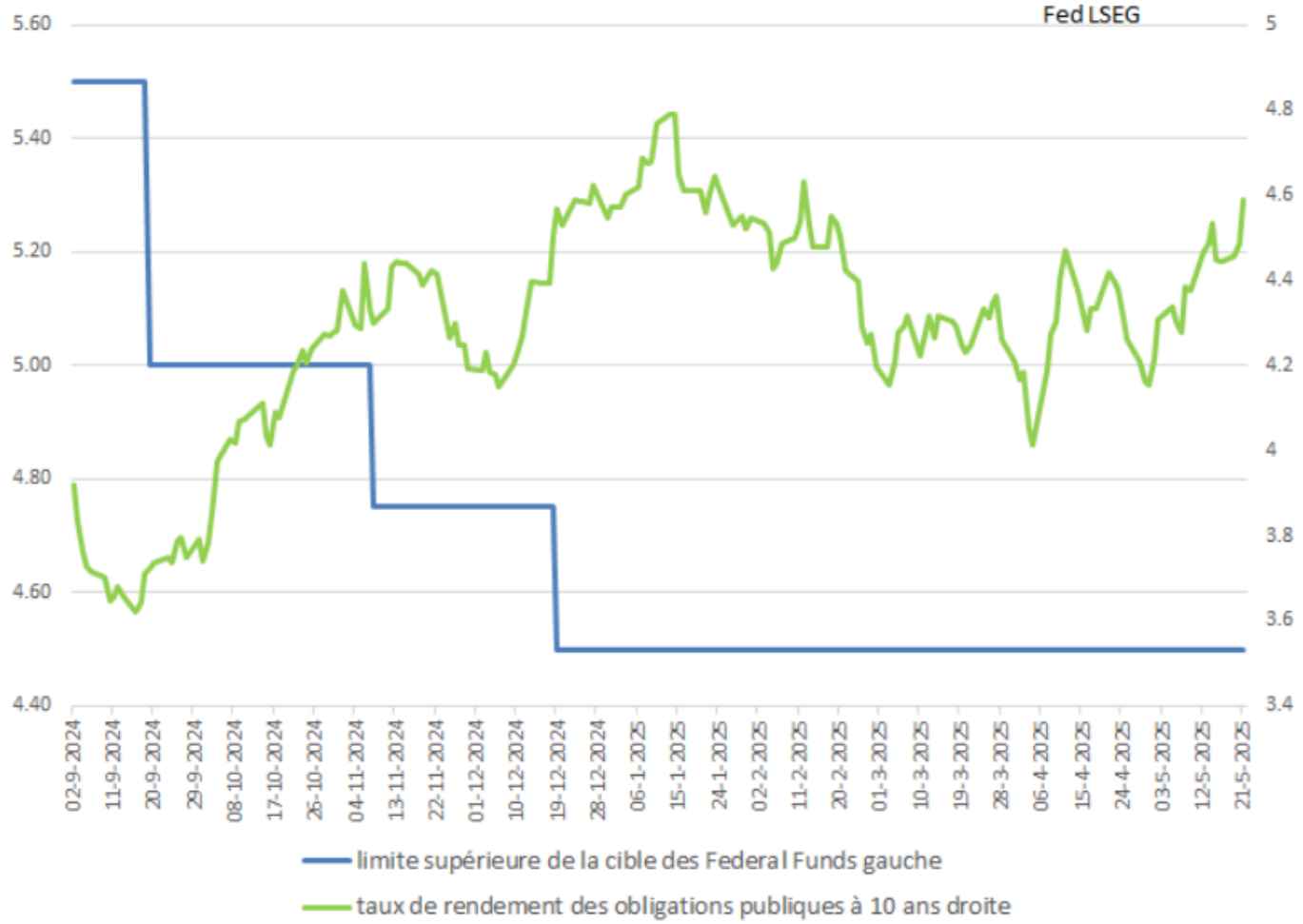
Les rendements peuvent également augmenter lorsque les investisseurs exigent une compensation supplémentaire pour l'incertitude des taux d'intérêt sur la durée de l'obligation, appelée prime de terme. Cette incertitude peut refléter l'incertitude budgétaire, économique ou, plus particulièrement à l'heure 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.

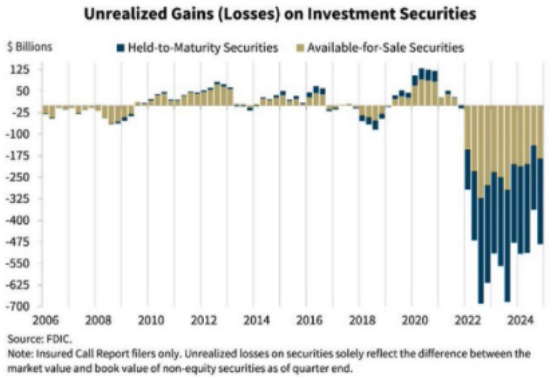
Enfin, les banques-négociants restant probablement essentielles aux marchés des obligations d'État, elles doivent continuer à accroître leurs capitaux et leurs liquidités en période de stabilité afin de servir les marchés sous tension. L'achèvement des réformes réglementaires bancaires convenues au niveau international sera essentiel pour atteindre cet objectif ».

Également le 22 mai, constat depuis septembre 2024 d'une déconnexion entre la baisse des taux directeurs de la Fed et la hausse du taux de rendement exigé par les investisseurs sur les obligations d'État ; à cause des projections d'un très important déficit public et d'une inflation causée par la guerre tarifaire.



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 :

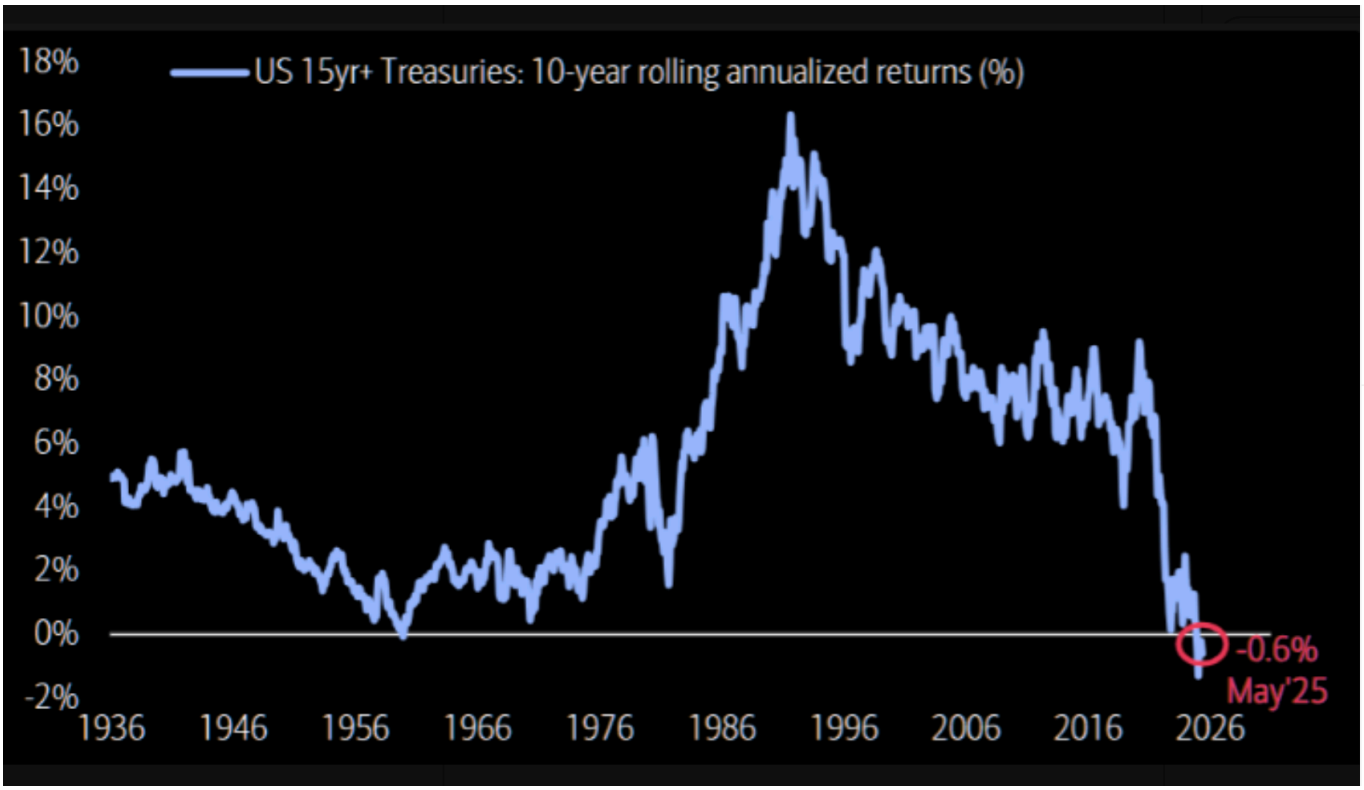


« Les banques américaines accusent actuellement 482 milliards de dollars de pertes latentes, soit une hausse de 33 % par rapport au trimestre précédent. Avec la flambée des taux, ces pertes vont s'accentuer. Les banques, en particulier les petites, sont en difficulté ! » (Barchart)

Le vendredi 23, Julie Warde écrit : « John Madziyire, de Vanguard, décrit la proposition de Trump d'imposer des droits de douane de 50 % à l'UE comme un « cri au loup », laissant entendre que les marchés ont appris à se défaire de la rhétorique de l'escalade. Nous ne sommes pas du même avis. Il ne s'agit pas d'une répétition de la stratégie chinoise, mais d'une réponse politique recalibrée à des décennies de protectionnisme européen bien ancré.
Les régulateurs européens ont systématiquement restreint l'accès des entreprises américaines au marché par le biais d'amendes arbitraires, de décisions antitrust opaques et de barrières bureaucratiques, tout en enregistrant des excédents commerciaux persistants avec les États-Unis. La menace de droits de douane de l'administration est une correction structurelle, et non un bluff. Les rendements des bons du Trésor, en hausse à 4,509 % à 15 h 09 HAE aujourd'hui, reflètent un léger ajustement, et non une réévaluation complète du risque commercial géopolitique.

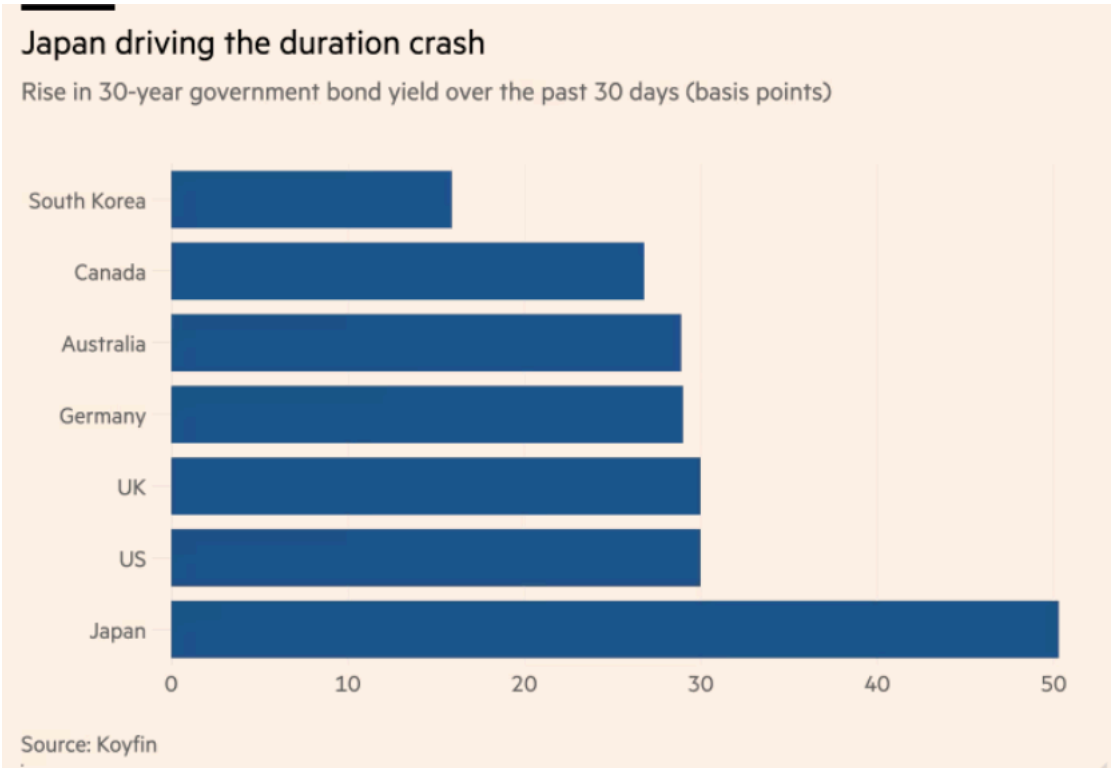
Les marchés, qui anticipent un net retour en arrière, passent à côté du signal contenu dans cette décision : les États-Unis ne subventionnent plus un commerce déséquilibré sous couvert de multilatéralisme. Nos modèles montrent que les asymétries commerciales européennes ont réduit le potentiel d'exportation des États-Unis de plusieurs dizaines de milliards par an. S'ils ne sont pas inversés, ces déséquilibres limiteront structurellement la productivité et la capacité bénéficiaire des États-Unis.
Le plafond tarifaire de Trump n'est pas un simple bruit, mais une limite quantifiable. La prochaine vague de volatilité ne sera pas une question de rhétorique, mais de mise en œuvre. Et lorsque cela se produira, les actions exposées à l'UE et les spreads souverains n'en seront pas pris en compte. Vanguard modélise peut-être encore la diplomatie. Nous modélisons le découplage.
S'agissant de la Chine, nos négociations tarifaires ont déjà créé un précédent pour cette approche. Les droits de douane progressifs mis en œuvre depuis 2018, culminant à 25 % sur 550 milliards de dollars de marchandises chinoises, ont contraint Pékin à la table des négociations, aboutissant à l'accord de phase 1 en 2020, où la Chine s'est engagée à acheter 200 milliards de dollars de produits américains. Bien que le respect des engagements ait été inégal, la stratégie a redéfini les termes de l'engagement, limitant le vol de propriété intellectuelle et réduisant le déficit commercial de 18 % d'ici 2024, selon les données du Bureau du recensement des États-Unis. L'UE devrait en prendre note : la stratégie de Trump ne bluffe pas, elle tient ses promesses ».

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.

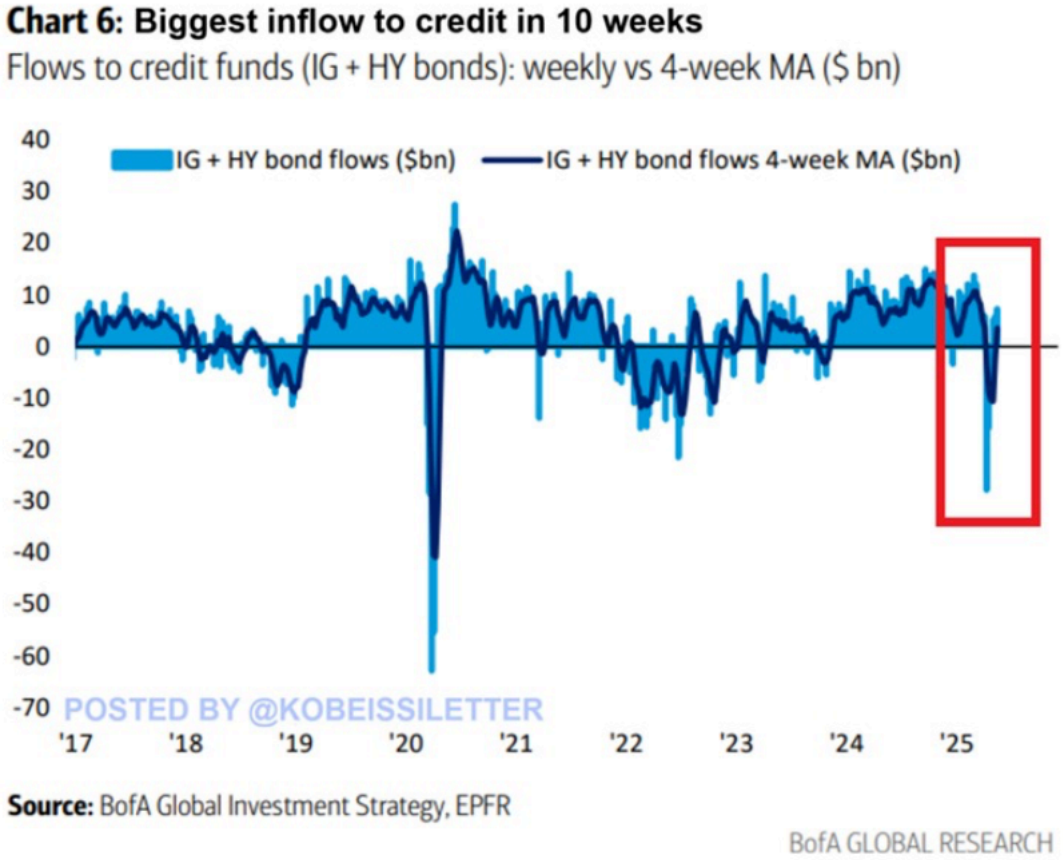
La moyenne mobile sur 4 semaines des entrées est devenue positive pour la première fois depuis mars, à environ 5 milliards de dollars.

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.

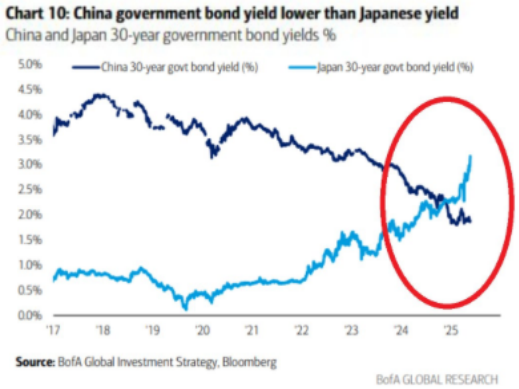
Les spreads des obligations d'entreprises américaines à haut rendement ont baissé de 1,37 point de pourcentage, à 3,20 %, proche de leur plus bas niveau depuis la dernière semaine de mars.

Le marché obligataire d'entreprises américain se stabilise ».

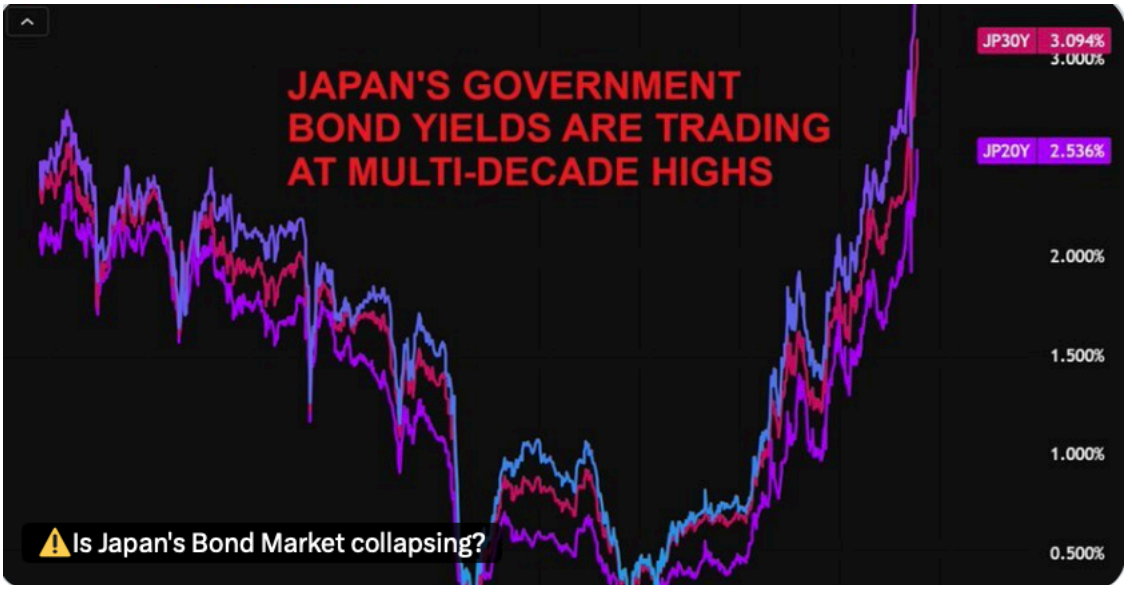


Et « Hedgie » commente à son tour : « Ces entrées de fonds obligataires nous révèlent un élément important de la psychologie actuelle du marché. Lorsque les investisseurs investissent 9 milliards de dollars dans le crédit en une seule semaine après leur départ en avril, cela indique qu'ils sont convaincus 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 ? ».



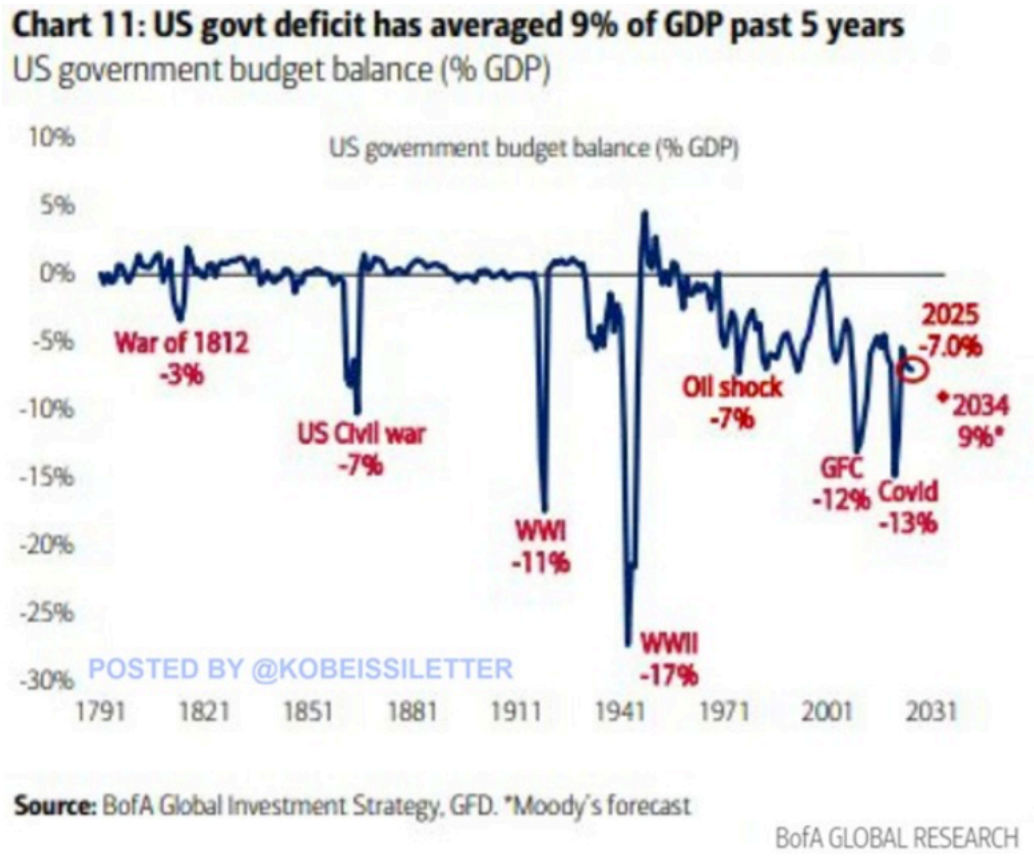
« Le marché obligataire japonais est-il en train de s'effondrer ?
Le carry trade est-il à nouveau menacé ?
Les rendements à 40 et 30 ans ont atteint leurs plus hauts niveaux depuis leurs débuts en 2007 et 1999.
La Banque du Japon interviendra-t-elle à la rescousse ou attendra-t-elle que certaines banques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

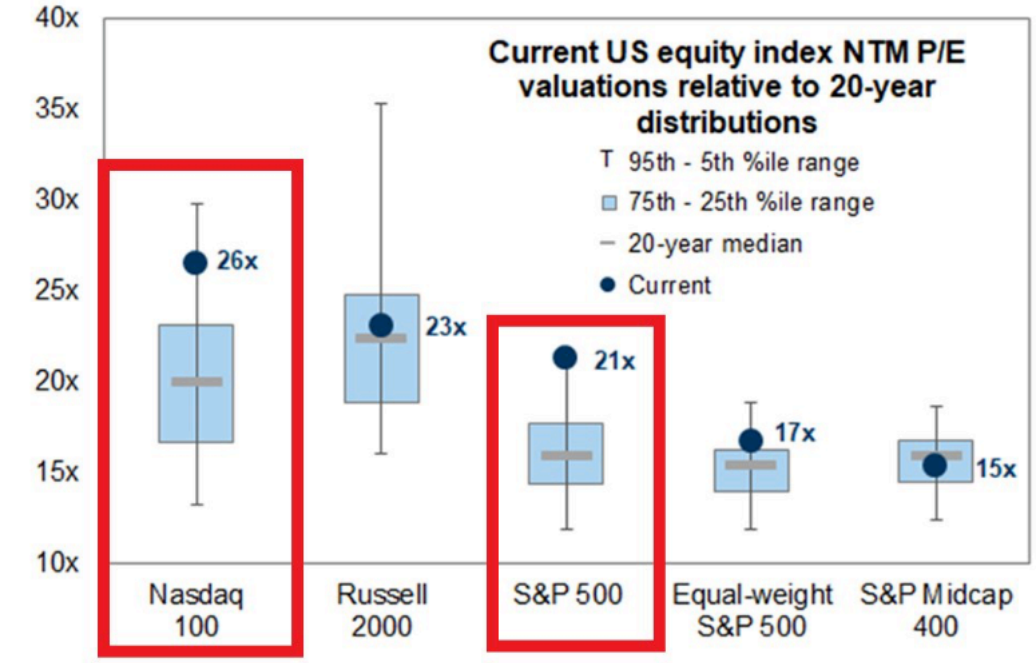
Et « Market Radar » : « Jamais dans l'histoire nous n'avons connu un déficit aussi important tout en affichant un écart de production positif. Nous enregistrons le plus grand déficit en temps de paix de l'histoire des États-Unis en période d'expansion économique. Ni en période de crise, ni en période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

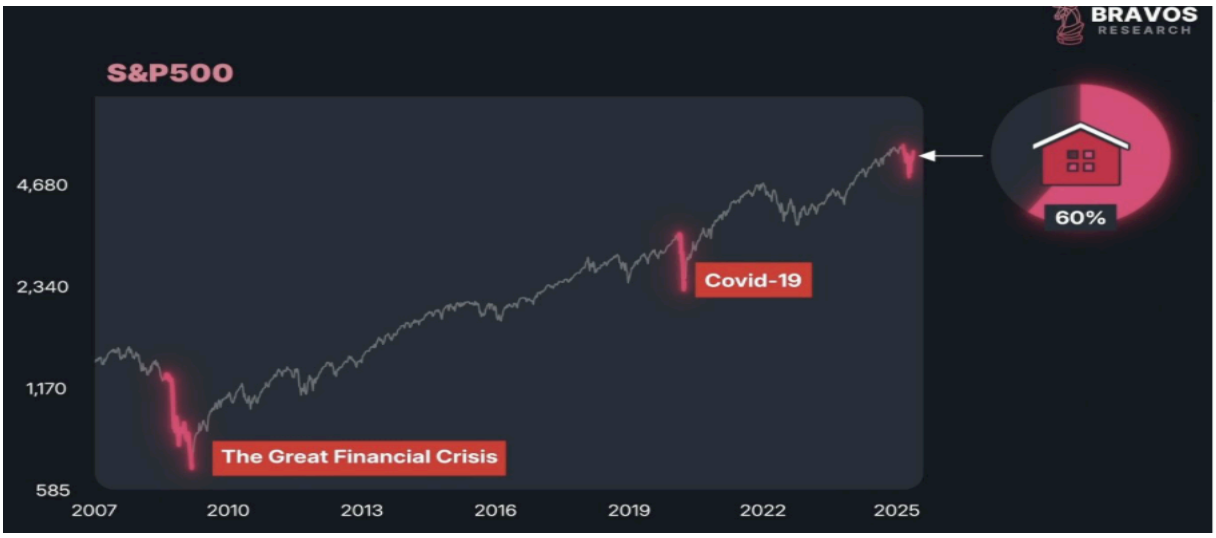
La Fed entre alors en scène. Avec la baisse de l'inflation, les marchés anticipent des baisses de taux, mais la Fed est confrontée à un dilemme : la baisse des taux favorise la croissance et les actions, mais des taux plus bas regonflent également les bulles qu'elle veut éviter. C'est à nouveau le problème 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.

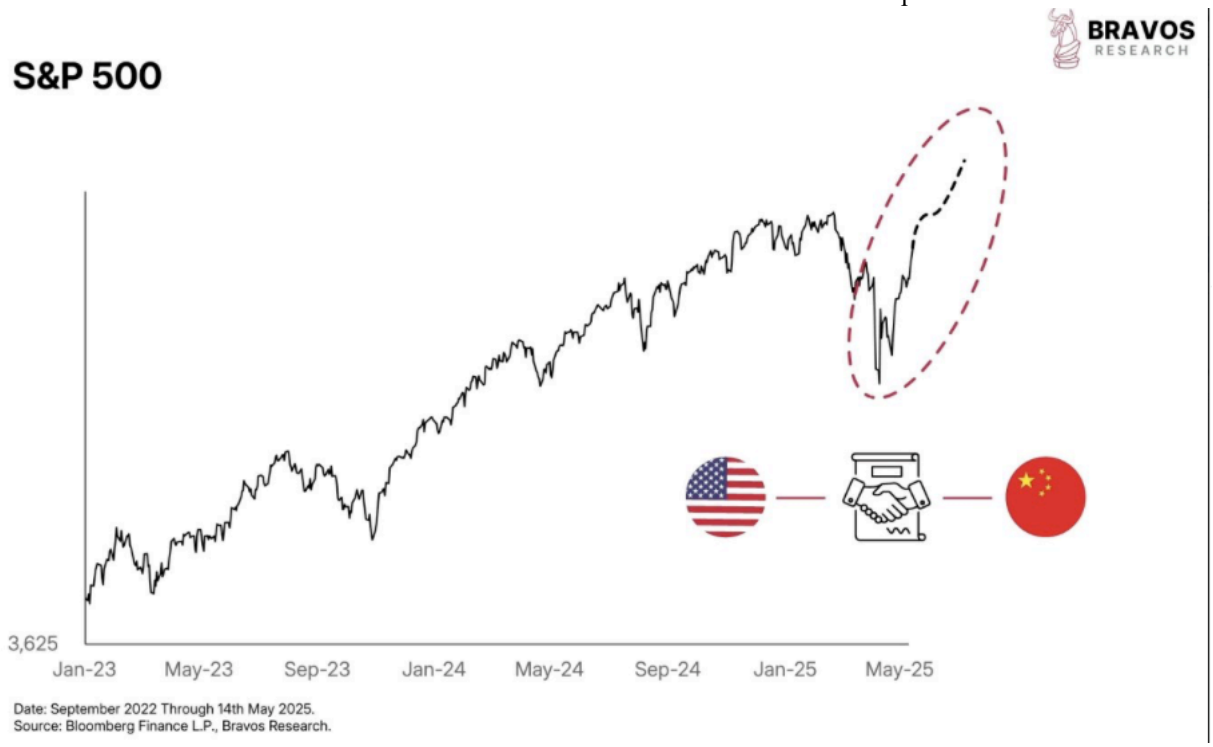
C'est un équilibre fragile.
Cela signifie-t-il que les actions vont s'effondrer demain ? Non, mais cela signifie que la marge de sécurité a disparu. Quand tout le monde est à l'intérieur, il n'y a plus personne pour acheter, seulement pour vendre.
Et lorsque vous combinez des valorisations extrêmes avec une exposition record, les petits chocs deviennent des avalanches ».
Note : le mercredi 28, lors de leur dernière réunion, les responsables de la Réserve fédérale ont reconnu qu'ils pourraient être confrontés à des « compromis difficiles » dans les mois à venir avec la hausse de l'inflation et du chômage, une perspective renforcée par les projections des experts de la Fed concernant des risques accrus de récession, selon le compte rendu.

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 ?

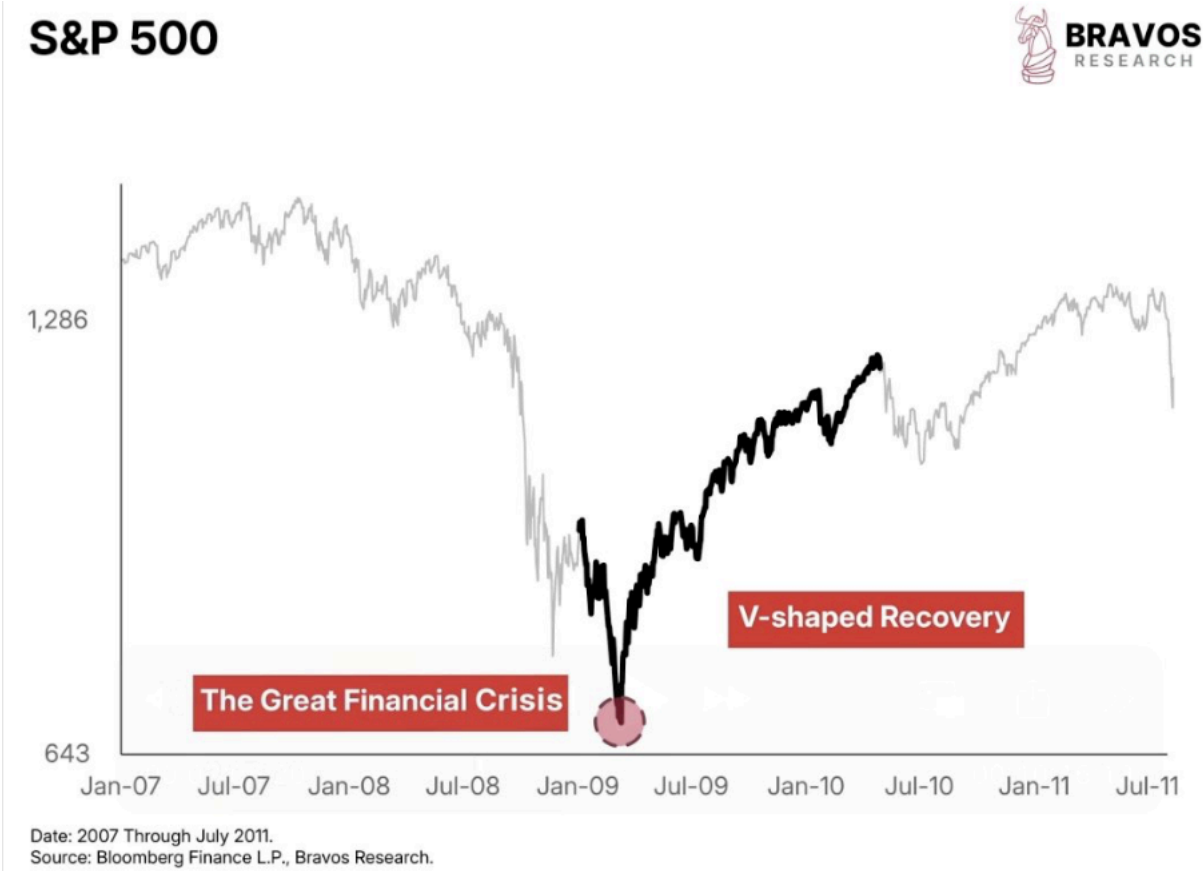


Pour répondre à cette question, nous allons explorer les données historiques.
Mais d'abord, décrivons les trois trajectoires possibles :
1) Une forte reprise en V vers des sommets historiques
2) Un repli plus profond, franchissant le plus bas du 7 avril
3) Une consolidation instable avant une nouvelle 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.

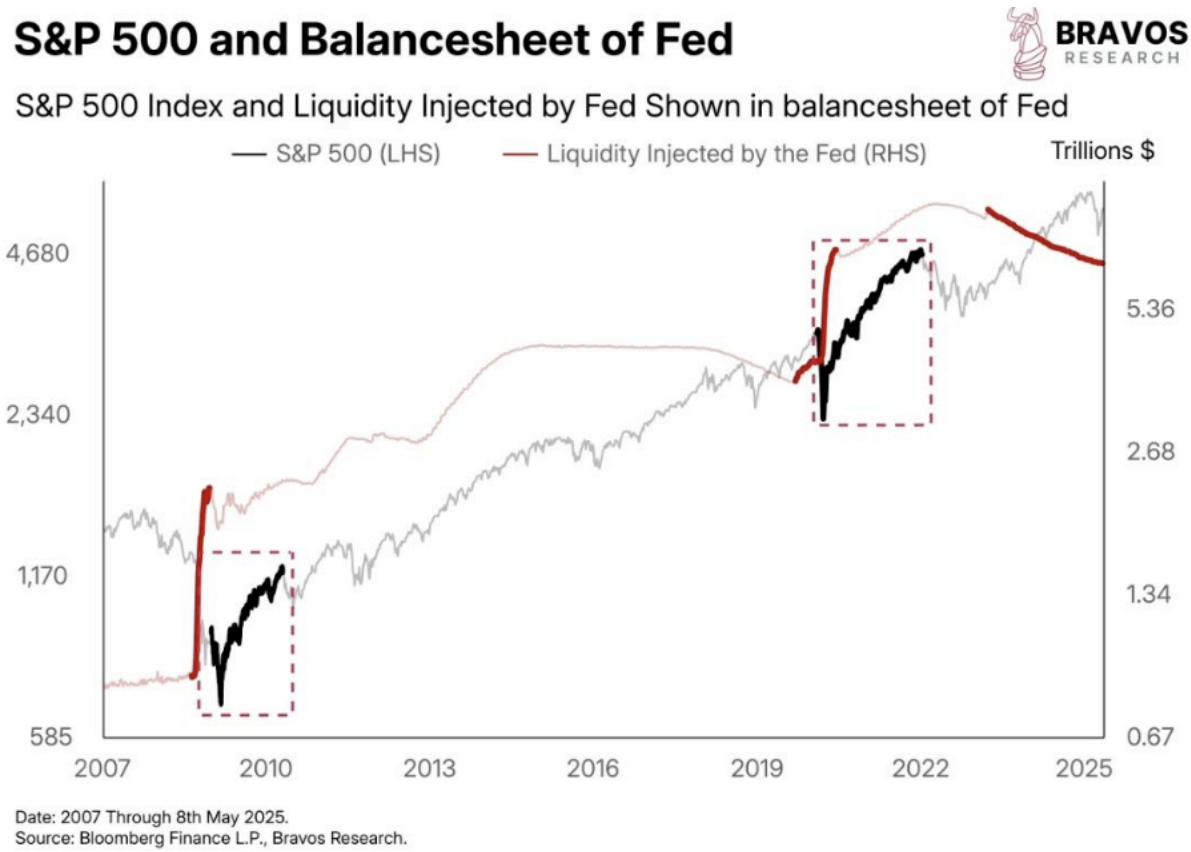


Et nous avons déjà assisté à des rebonds en V. L'exemple le plus récent remonte à 2020.
Lorsque les actions ont chuté de 35 % à cause de la COVID, elles sont revenues à des sommets historiques presque en ligne droite.

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.



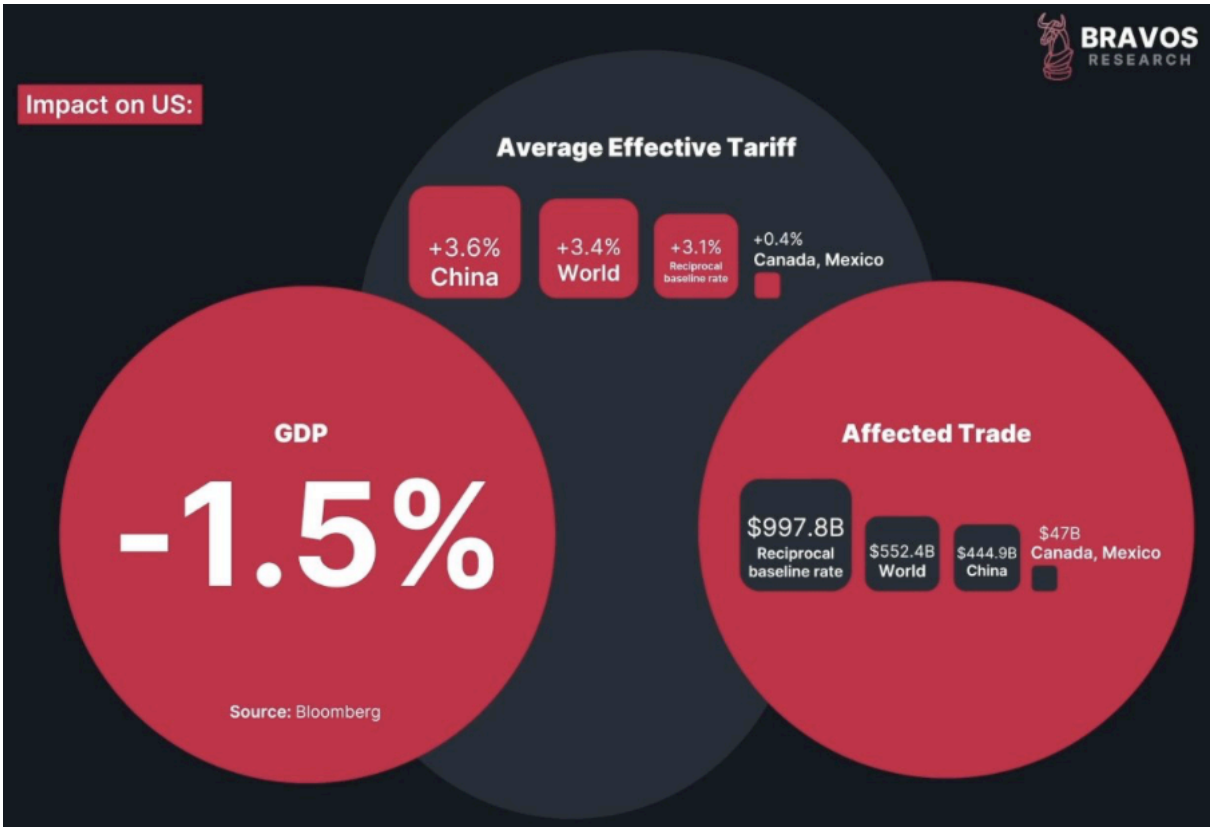
D'une part, les bénéfices des entreprises ont bien résisté. Malgré la chute de 20 % du marché, les estimations de bénéfices du S&P 500 sont en réalité plus élevées qu'en janvier.

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.

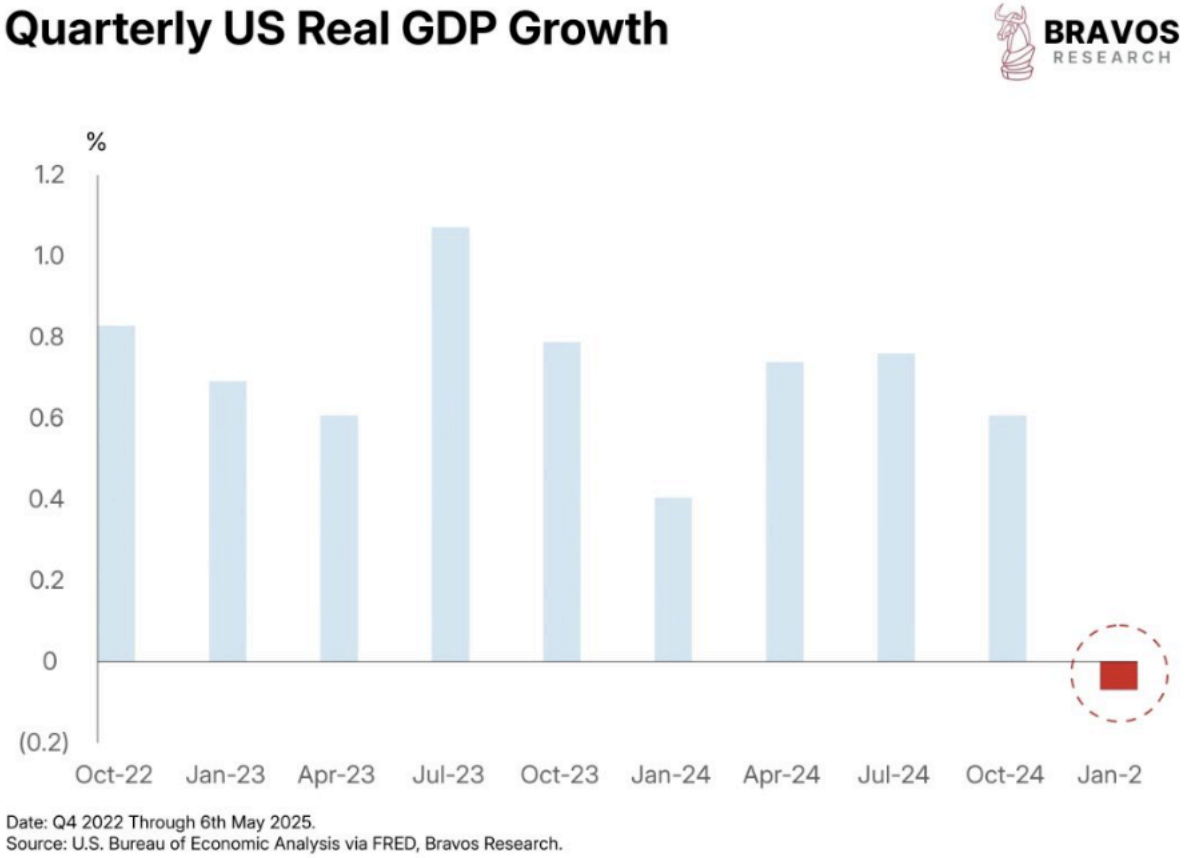
Si la reprise n'est pas en V, cela signifie-t-il que nous nous dirigeons vers une chute plus profonde ?

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.

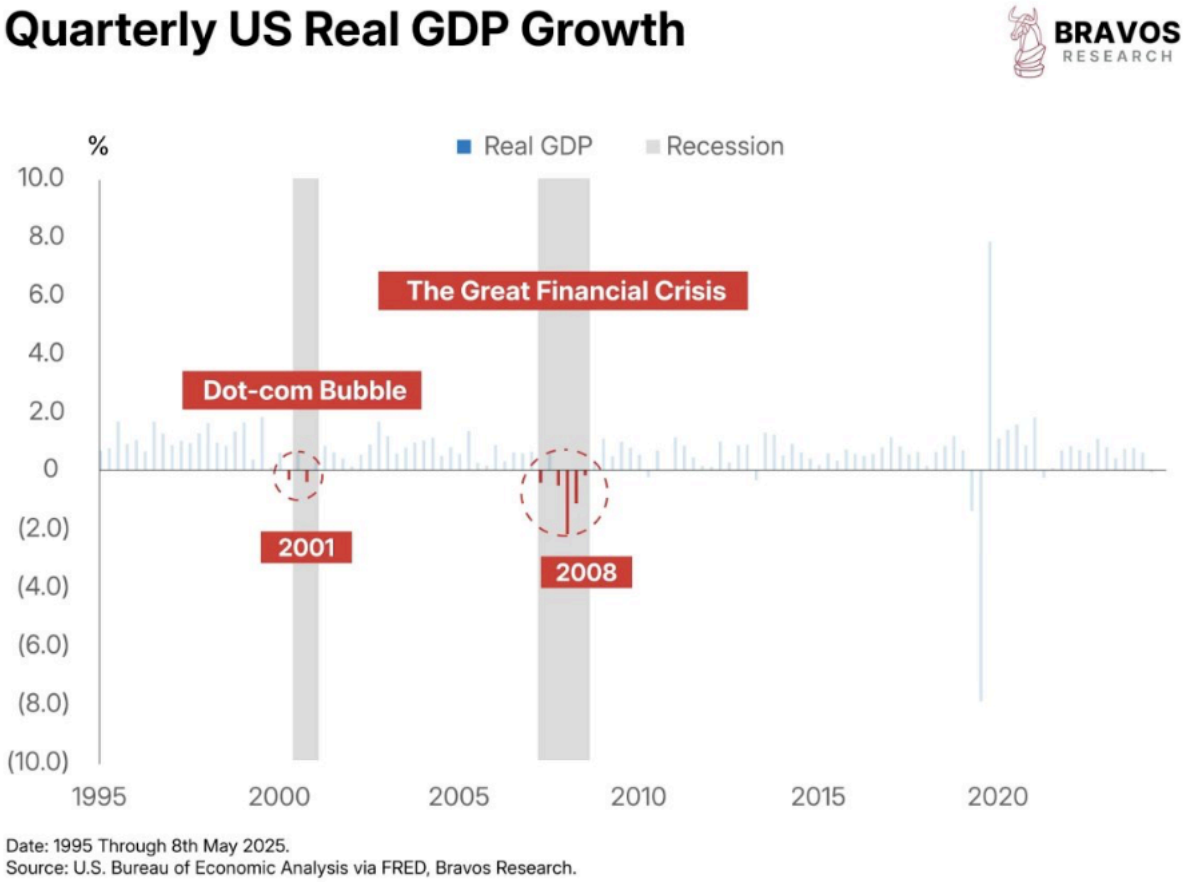
En mai 2008, les actions ont connu une reprise après une forte correction, mais celle-ci n'a pas duré. Le marché a finalement atteint de nouveaux plus bas et a continué de chuter.

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

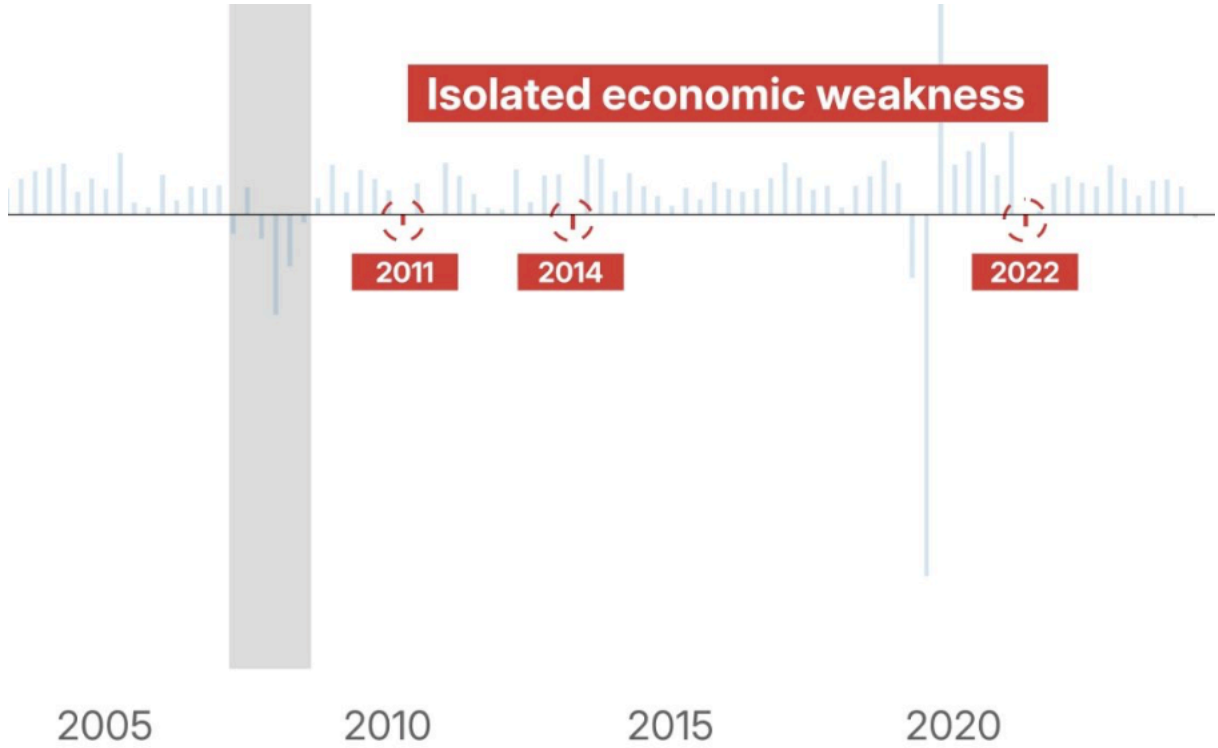
Si cela se reproduit aujourd'hui, la plupart des gens savent déjà ce que cela signifie. C'est ce contre quoi tout le monde met en garde depuis que les droits de douane ont fait la une des journaux. Et le premier signal d'alarme est déjà là : le PIB du premier trimestre 2025 a été négatif.



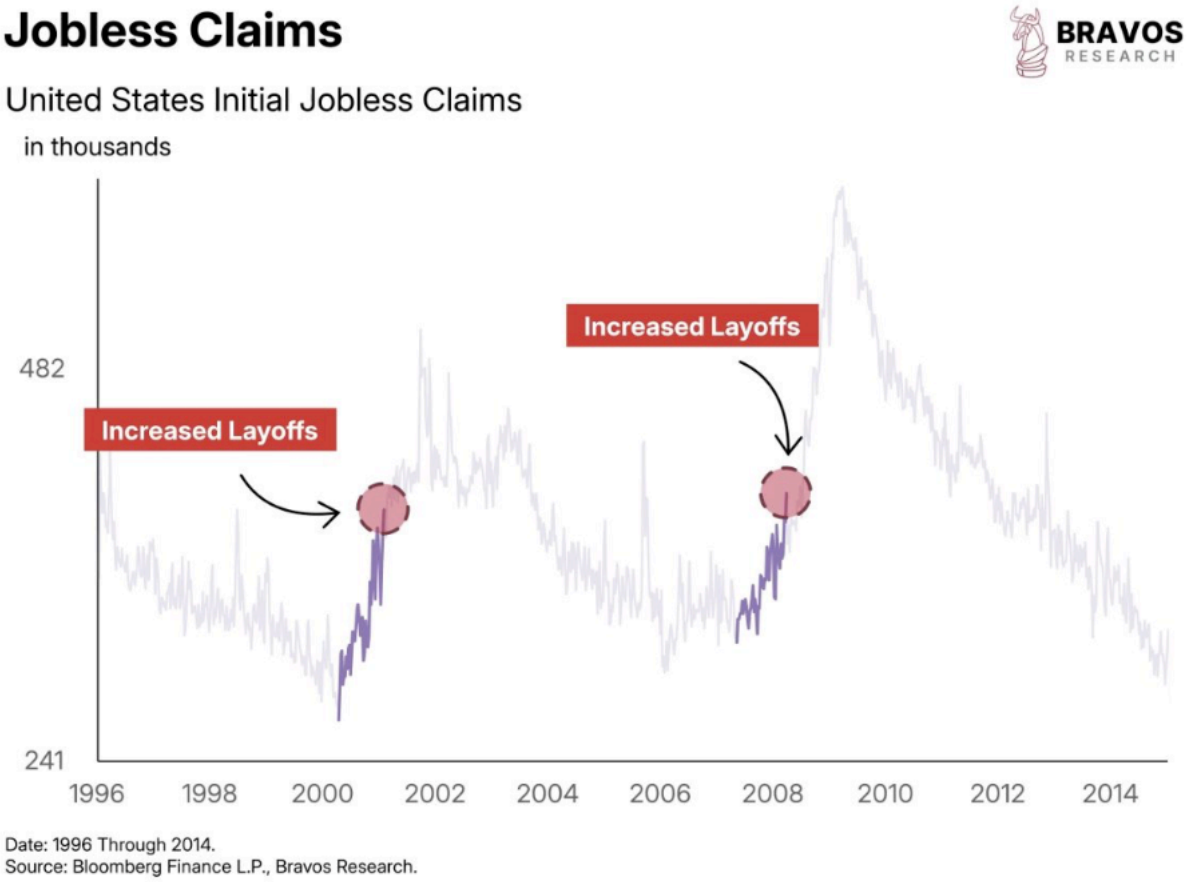
C'est exactement ainsi que les choses ont commencé en 2008 et 2001, deux années qui se sont transformées en véritables récessions. À chaque fois, la contraction initiale du PIB a été suivie d'une nouvelle contraction.



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.



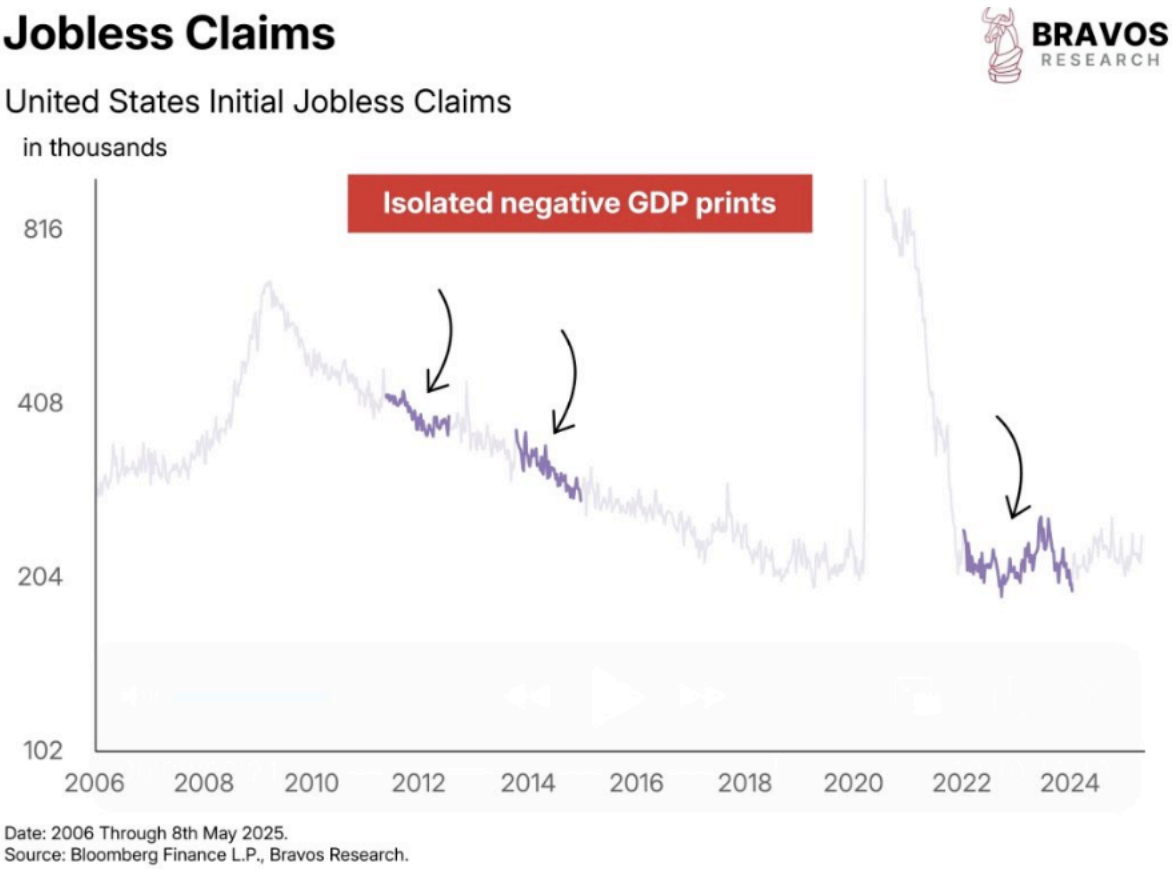
Quelle était la principale différence entre ces contractions isolées et les récessions généralisées ? Il s'agissait du marché du travail. En 2001 et 2008, les demandes initiales d'allocations chômage ont bondi parallèlement aux chiffres négatifs du PIB. Les licenciements s'accéléraient clairement.



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

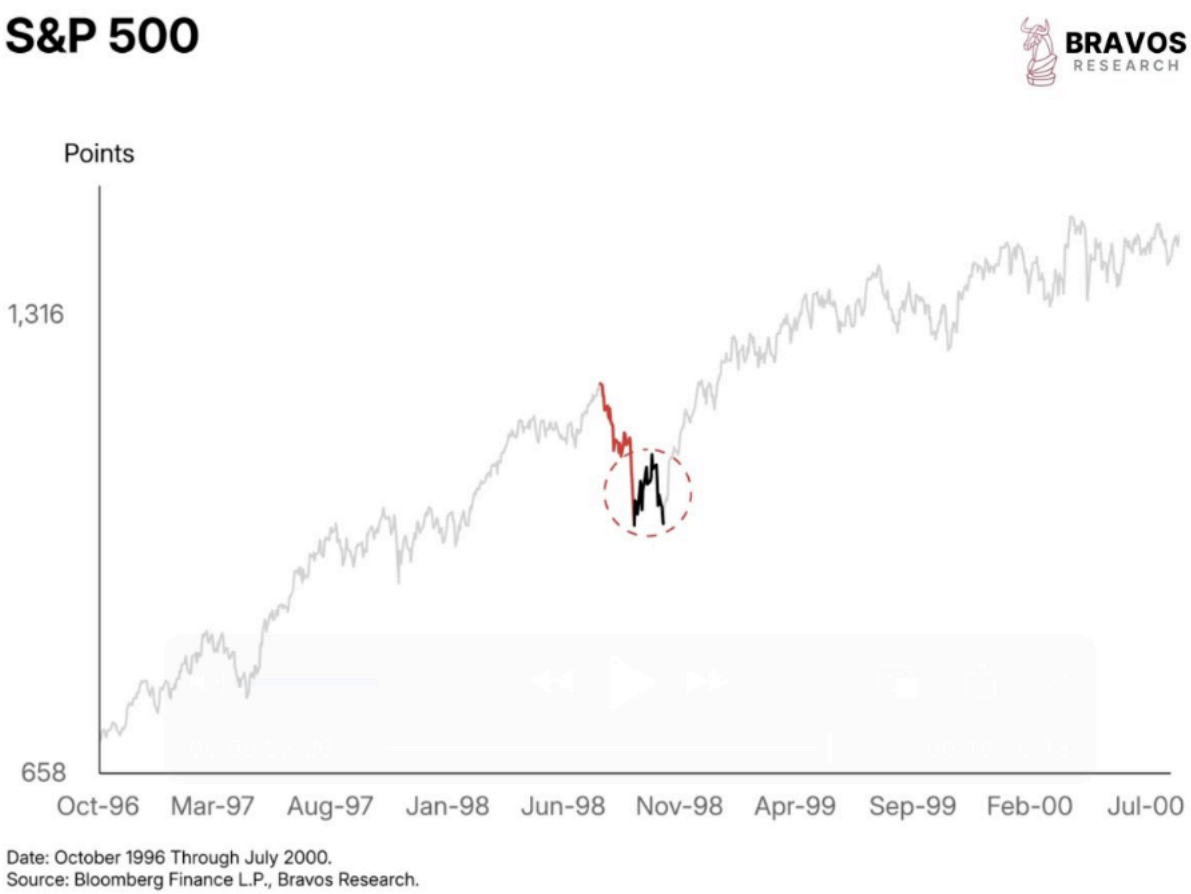
Et aujourd'hui, en 2025, les demandes d'allocations chômage sont toujours stables.

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



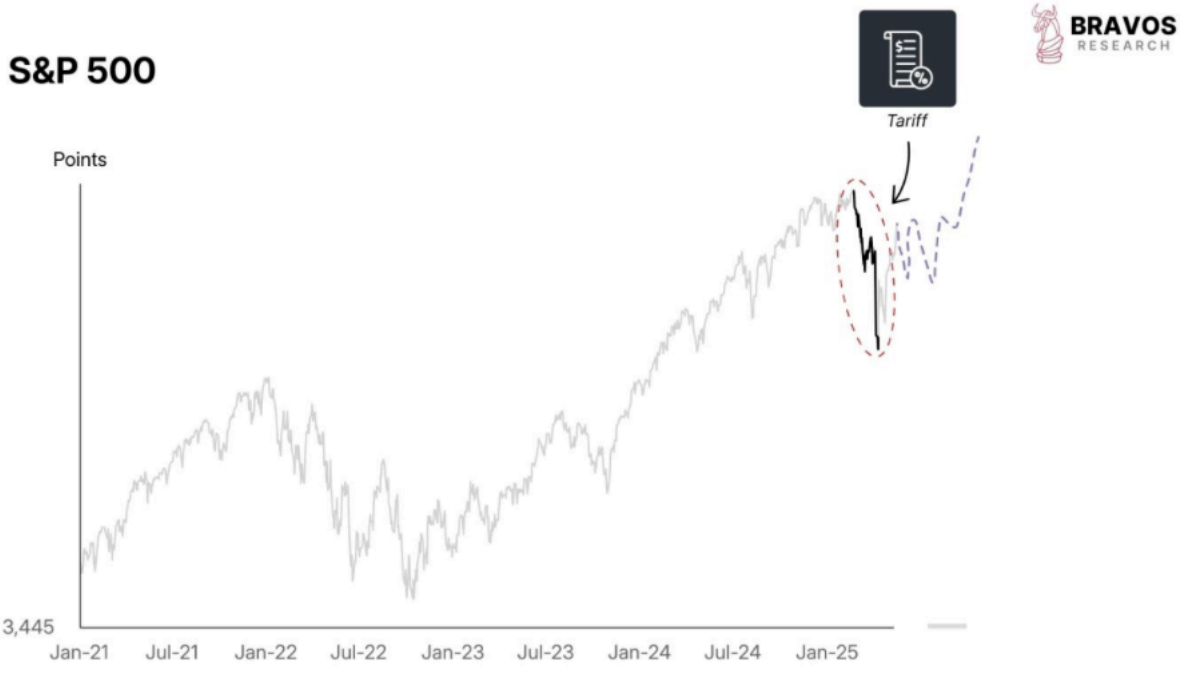
Dans ce scénario, le marché digère les mauvaises nouvelles, mais évite une récession. L'année 2011 en est un parfait exemple. Après une chute de 20 % liée à la crise de la dette européenne, les actions ont stagné pendant des mois avant de repartir à la hausse.

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.

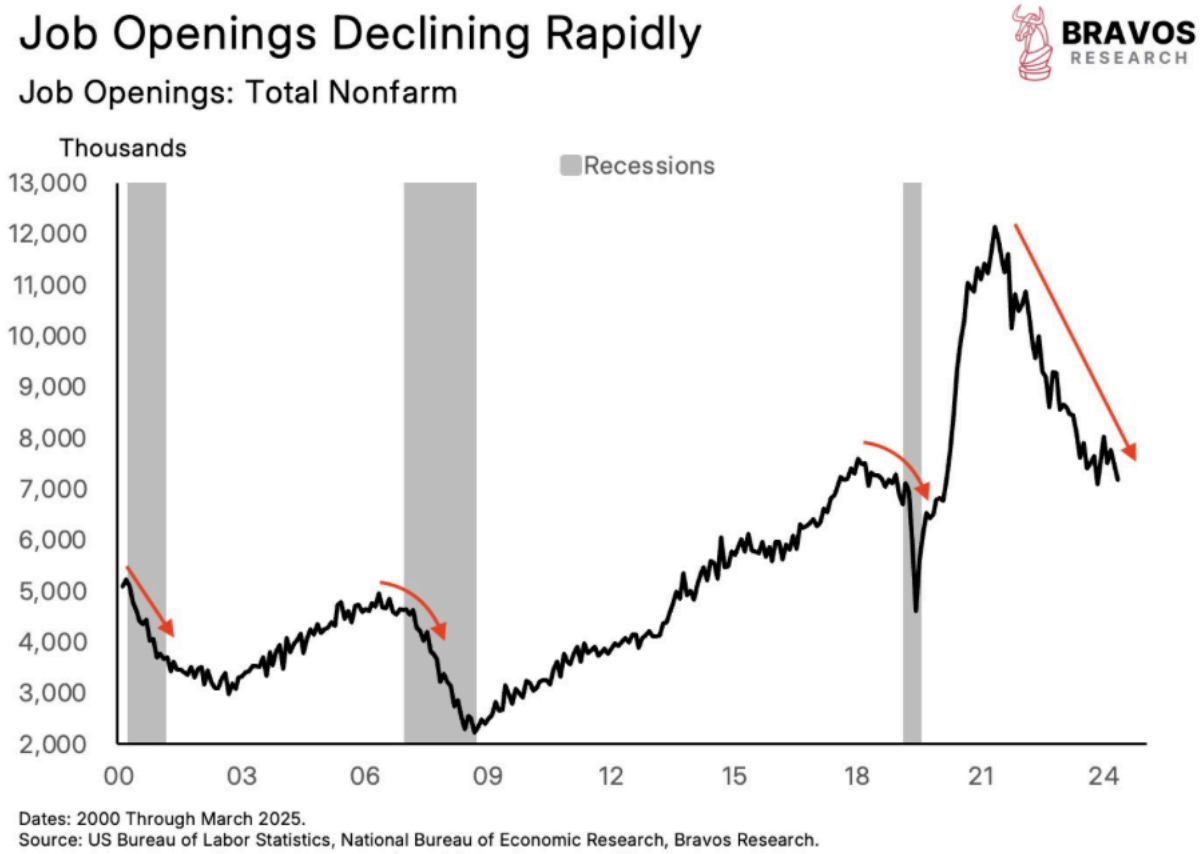
Voyez les choses ainsi : les droits de douane sont un frein, mais pas un coup fatal. Ils ont provoqué un ralentissement, et non un effondrement. Si les États-Unis évitent une récession en 2025, le marché pourrait continuer à stagner pendant un certain temps. Mais il devrait probablement retrouver ses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

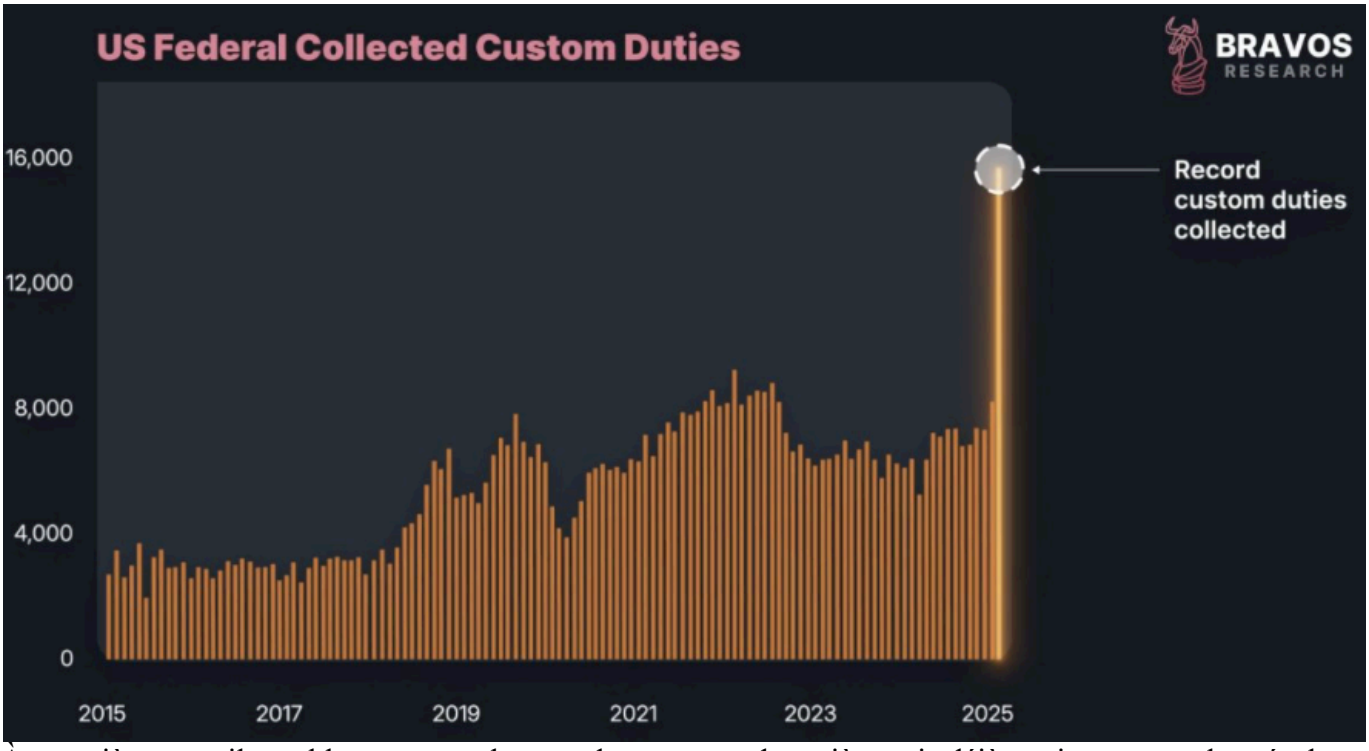
- D'ailleurs, « The Kobeissi Letter » pense que le système japonais est « au bord du gouffre », étant donné que les pertes réalisées sur les obligations pas les plus grandes compagnies d'assurance-vie japonaises ont atteint un record de 60 Mds de $ au 1er trimestre 2025, ce qui est 4 fois ce qu'elles 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 ».

Le mercredi 28, « Barchart » montre l haut niveau atteint par l'Indicateur de Warren Buffett : « L'indicateur Warren Buffett atteint 193,5 %, dépassant novembre 2021 comme la deuxième période la plus chère pour les actions de l'histoire » :

Note : Il existe un nouveau marché à Wall Street, appelé « le marché TACO ». TACO est un acronyme qui signifie « Trump Always Chickens Out ». En effet, il a été démontré plusieurs fois cette année que lorsque le marché boursier chute brutalement suite aux déclarations de Donald Trump sur la guerre commerciale, il remonte inévitablement en flèche lorsque le président fait marche arrière. Autrement dit, lorsque Trump annonce de nouvelles politiques tarifaires, le moment est peut-être propice pour acheter…

Le jeudi 29, encore une bonne analyse de « Bravos Research » :

L'effondrement du marché des bons du Trésor américain a commencé. Depuis 2020, ils ont chuté de 50%, essentiellement à cause des niveaux records de la dette publique.
Cela a des conséquences majeures sur l'économie.
16 milliards de dollars : c'est le montant des recettes douanières perçues par le gouvernement américain rien qu'en avril.
Il s'agit du montant le plus important jamais perçu auprès des douanes américaines en un seul mois.



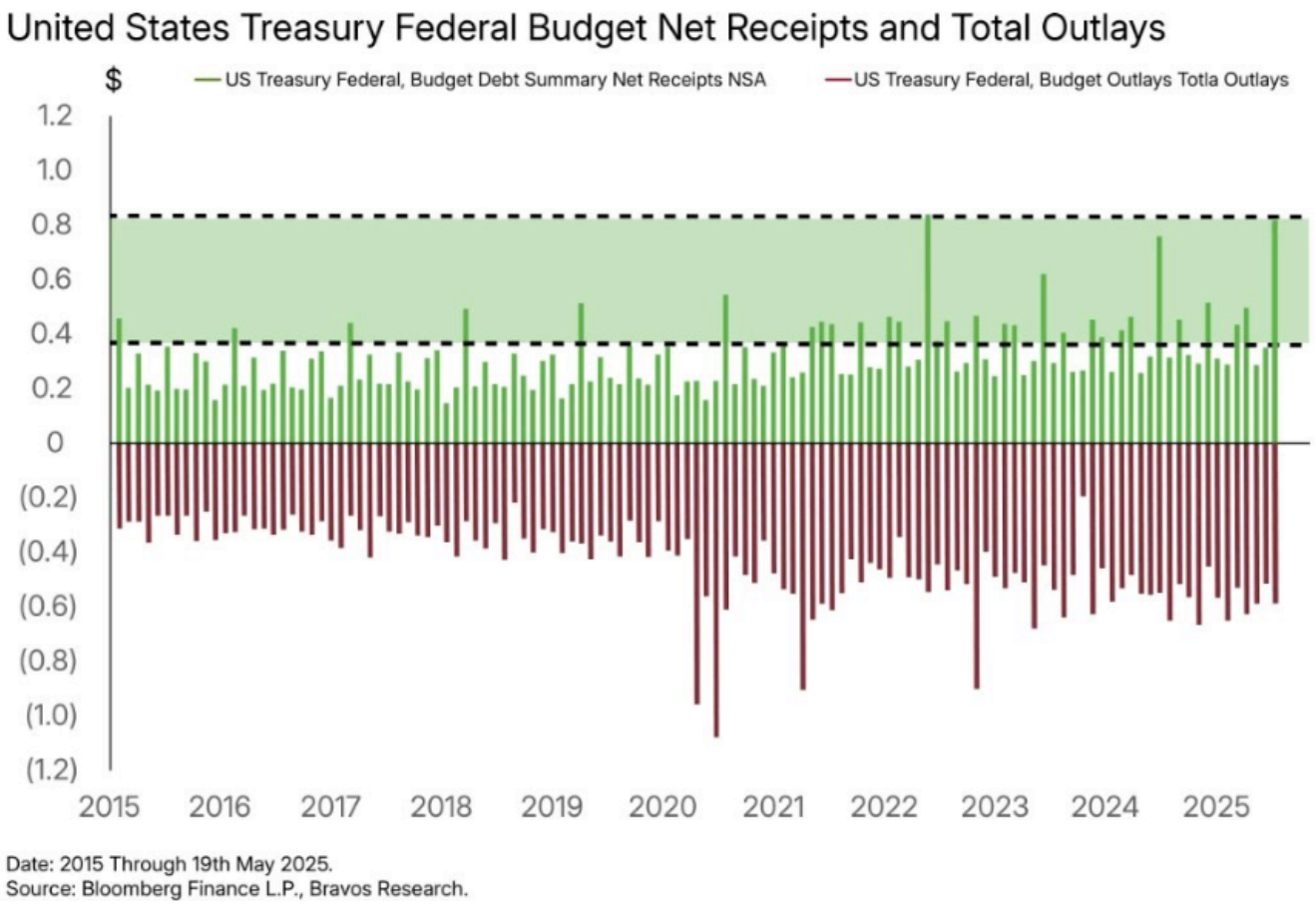
À première vue, il semble que cette hausse des recettes douanières ait déjà un impact sur les résultats financiers du gouvernement. Avril vient d'enregistrer le deuxième plus important excédent mensuel de l'histoire des États-Unis. C'est extrêmement rare car la plupart du temps, le gouvernement enregistre de lourds déficits.

Mais les véritables difficultés pourraient encore se poser. Les États-Unis sont confrontés à un mur d'échéance de 7 000 milliards de dollars en 2025, parallèlement à des déficits massifs. Si les obligations continuent de s'effondrer, les conséquences économiques pourraient être graves.

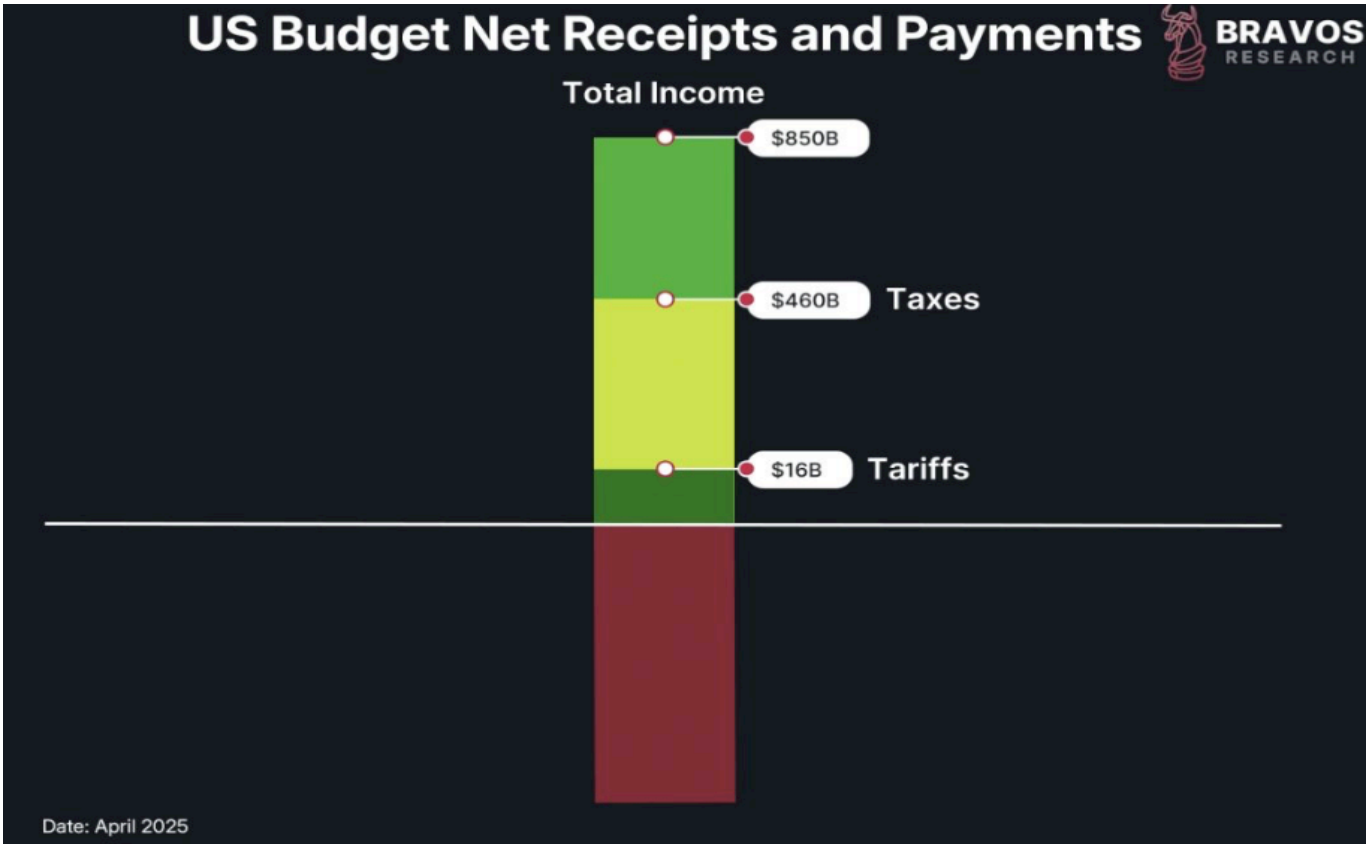
Un tel effondrement entraînerait une flambée des taux d'intérêt à tous les niveaux. Il réduirait l'accessibilité au logement, limiterait le financement des entreprises et ralentirait l'économie.

La question est donc : les droits de douane inversent-ils vraiment la tendance en un seul mois ?

Les chiffres d'avril montrent que les recettes publiques ont largement dépassé les dépenses. En d'autres termes, le gouvernement a encaissé plus d'argent qu'il n'en a dépensé. Un phénomène extrêmement rare depuis 2015. Sur ce total, environ 16 milliards de dollars provenaient des droits de douane, soit deux fois plus que les recettes de mars.



Mais si vous observez les obligations du Trésor à travers le TLT, vous constaterez qu'elles ont recommencé à baisser. Elles sont désormais proches de franchir les plus bas d'octobre 2023.
Ce marché ne montre pas de soulagement face à la situation de la dette.
Il y a donc deux conclusions possibles :
Soit les obligations représentent une opportunité d'achat considérable, car elles n'ont pas encore pris en compte le fait que les droits de douane vont résoudre le problème du déficit public.
Soit elles nous indiquent que les droits de douane ne changent pas grand-chose à la situation financière du gouvernement.
Malheureusement, nous penchons plutôt vers la deuxième conclusion.
Car si l'on examine de plus près l'excédent budgétaire d'avril, on constate que le gouvernement a engrangé 850 milliards de dollars. Mais seulement 16 milliards de dollars proviennent des droits de douane. Les droits de douane ne représentent donc qu'une infime partie des recettes globales.
La véritable raison de cette hausse des revenus réside en réalité dans les impôts.
Avril a généré 460 milliards de dollars de recettes fiscales, soit bien plus que prévu. Mais cette hausse n'était probablement que temporaire.



Une grande partie de cet impôt provenait de paiements différés dans les zones déclarées sinistrées par le gouvernement fédéral et touchées par les ouragans Helene et Milton. La date limite de paiement était le 1er mai. Il est donc peu probable que l'important excédent enregistré par le gouvernement en avril se reproduise.

Donc non, les droits de douane n'ont pas résolu la crise de la dette.

C'est pourquoi nous restons pessimistes sur les obligations à l'approche du second semestre 2025.

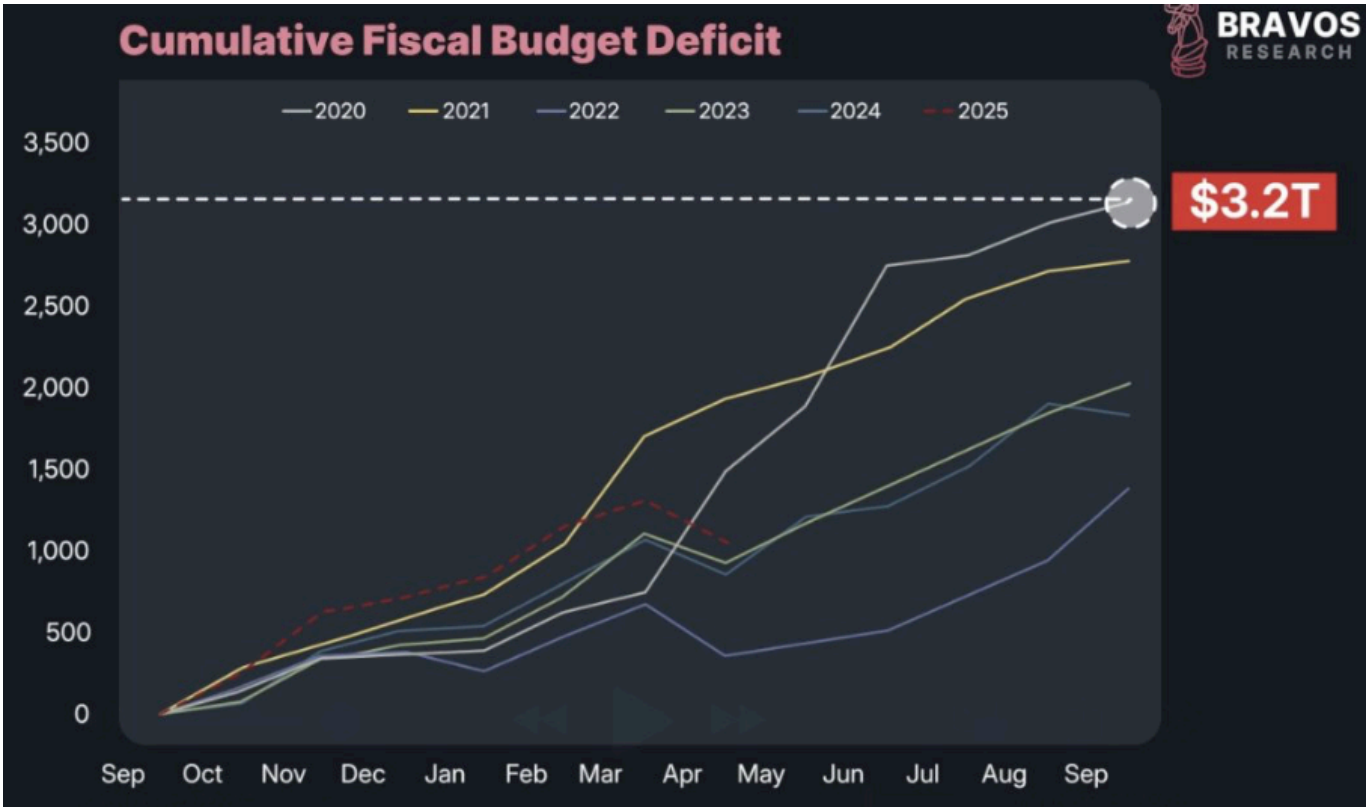
Cela dit, il y a un côté positif.

Les droits de douane sont peut-être modestes, mais ils constituent enfin une étape vers la maîtrise du budget du gouvernement. Cela représente à lui seul un changement que nous n'avions pas observé depuis des années.

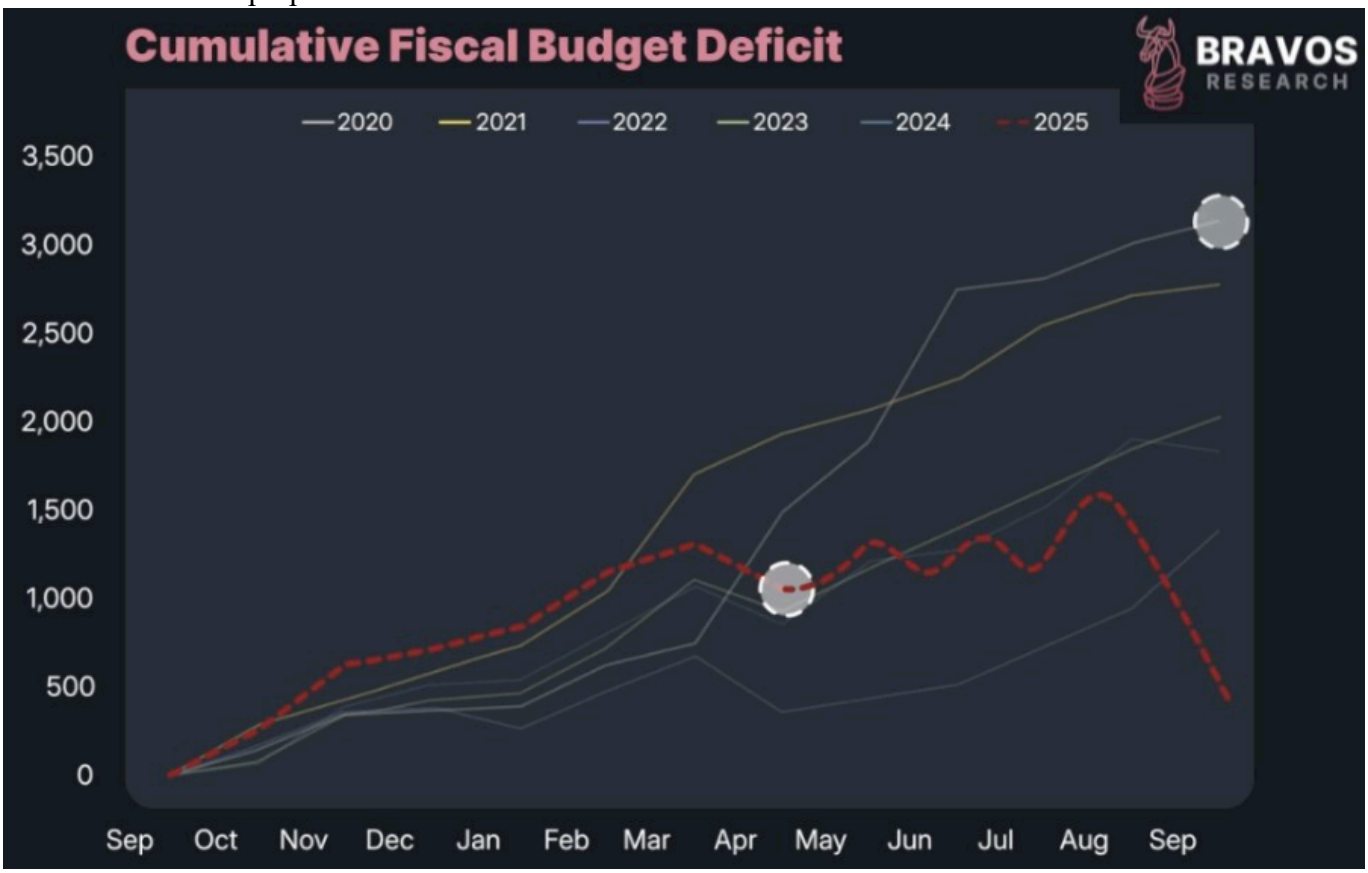
Depuis 2020, chaque exercice budgétaire a enregistré d'importants déficits, allant de 1 400 milliards à plus de 3 000 milliards de dollars.

L'année 2025 s'annonçait également sous la même enseigne, jusqu'à cet excédent d'avril.

Il faut que ce genre de situation se reproduise.



Ce dont nous avons réellement besoin, c'est d'une tendance à long terme des excédents sur ce graphique, le long de cette ligne descendante. C'est ce qui pourrait véritablement changer la trajectoire de l'économie américaine et nous préparer à un boom massif.

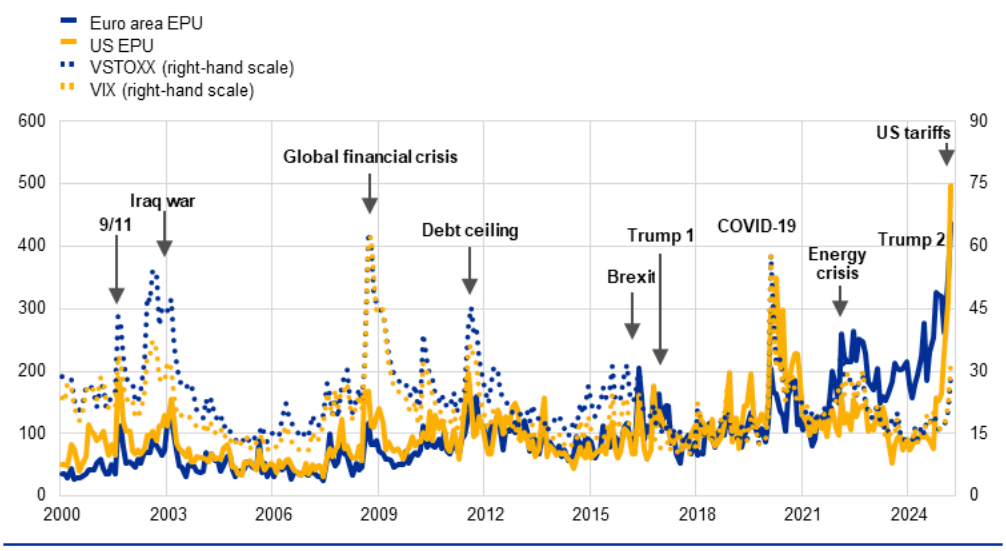


Si le gouvernement maîtrise son budget, cela pourrait se traduire par une baisse générale des taux d'intérêt et une baisse des impôts pour les Américains. Quelle que soit l'évolution de la situation économique, les marchés financiers offriront des opportunités à saisir.

Mi-juin, la BCE publie un travail préparé par G. Martorana et J. Mistak sur « Volatilité des marchés financiers et incertitude de la politique économique : combler le fossé » (https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/focus/2025/html/ecb.ebbox202504_05~2dc91bb9e3.en.html)
Voici le début :
« Suite à l'annonce des droits de douane par l'administration américaine le 2 avril, la volatilité des marchés financiers a fortement augmenté, passant de niveaux auparavant modérés à un niveau plus proche de la hausse de l'incertitude politique économique (EPU) observée depuis l'automne dernier.
Le graphique A illustre les mesures de la volatilité des marchés financiers pour la zone euro (VSTOXX) et les États-Unis (VIX), ainsi que les indices EPU correspondants. Les indices EPU sont des mesures de l'incertitude politique économique basées sur l'actualité, qui ont gagné en popularité grâce à leur capacité à suivre les événements économiques et politiques majeurs. « Depuis l'automne dernier, les indices EPU ont fortement progressé des deux côtés de l'Atlantique, cette tendance à la hausse se poursuivant jusqu'en 2025 dans un contexte de risque géopolitique persistant et d'incertitude croissante entourant les politiques tarifaires. En revanche, la volatilité des marchés financiers, tant dans la zone euro qu'aux États-Unis, est restée relativement modérée jusqu'en mars, portée par la forte dynamique des marchés actions. Cependant, le VIX et le VSTOXX ont tous deux fortement progressé suite à la chute des marchés actions déclenchée par l'annonce des droits de douane américains le 2 avril ».

Chart A

Financial market volatility and EPU in the euro area and the United States



Sources: Baker, Bloom and Davis, Bloomberg and ECB staff calculations.
Notes: US EPU is estimated by Baker, Bloom and Davis, while euro area EPU is calculated as the GDP-weighted average of the German, French, Italian and Spanish EPU indices by the same authors. Both indicators are normalised to have a mean of 100 between January 2000 and the latest observation. The latest observations are for April 2025.

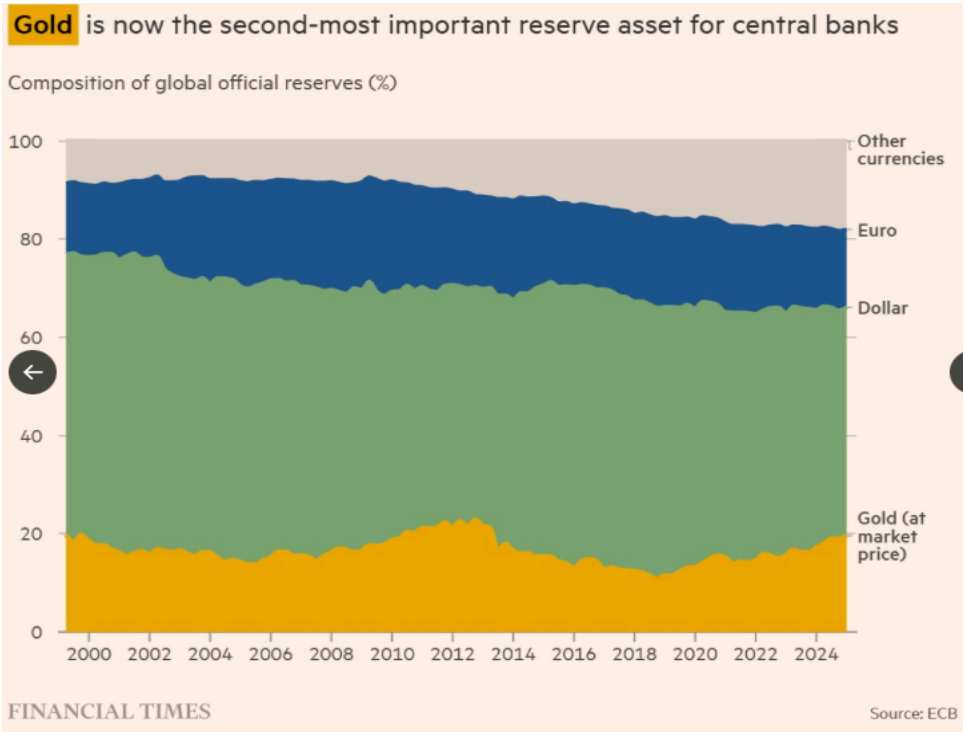
Les deux seules valeurs refuges qui restent pour l'instant : l'or et le bitcoin !

Traditionnellement, la devise américaine est recherchée en période de crise géopolitique. Les Treasuries - les obligations d'État américaines - sont considérés comme les titres de dette les plus sûrs au monde. Pour se protéger dans les situations difficiles, les investisseurs en achètent énormément, délaissant les actifs plus risqués comme les actions. Pour acquérir ces titres, ils ont besoin de dollars et cet afflux de demande fait monter la devise. C'est ce qui aurait dû se passer. Le billet vert aurait dû grimper nettement. Mais, avec les incertitudes économiques, monétaires et géopolitiques, spécialement à l'occasion de la crise en Israël et l'Iran, il n'en est pas ainsi.

« L'étiquette de “valeur refuge“ repose sur trois piliers : la stabilité économique, la liquidité et la crédibilité, explique à Bloomberg Hebe Chen de Vantage Markets. La faiblesse du dollar cette année met en évidence des fissures dans ces trois domaines ».

L'or

Mi-juin, on lit dans le FT :
« John Maynard Keynes a un jour qualifié l'or de “relique barbare“, un métal ancien peu pertinent dans le monde moderne. Lorsque l'architecture monétaire mondiale adossée à l'or a pris fin au début des années 1970, les banques centrales ont commencé à vendre leurs avoirs, et ce, pendant des décennies. Pour les gardiens de l'économie mondiale, l'or, utilisé comme réserve de valeur depuis la création des premiers lingots en Mésopotamie il y a des milliers d'années, semblait voué à l'insignifiance. Pourtant, l'or a fait un retour en force, non seulement parmi les spéculateurs et les « gold bugs » qui se méfient des monnaies papier modernes, mais aussi parmi les investisseurs les plus conservateurs du monde. De nouvelles données publiées cette semaine ont montré que l'or a dépassé l'euro l'année dernière pour devenir le deuxième actif de réserve mondial des banques centrales, après une vague d'achats record. Dans une période politique fébrile, où de nombreuses hypothèses fondamentales sur le système financier mondial sont remises en question, l'or est redevenu un point d'ancrage ».
Ce texte est accompagné de 3 graphiques importants :

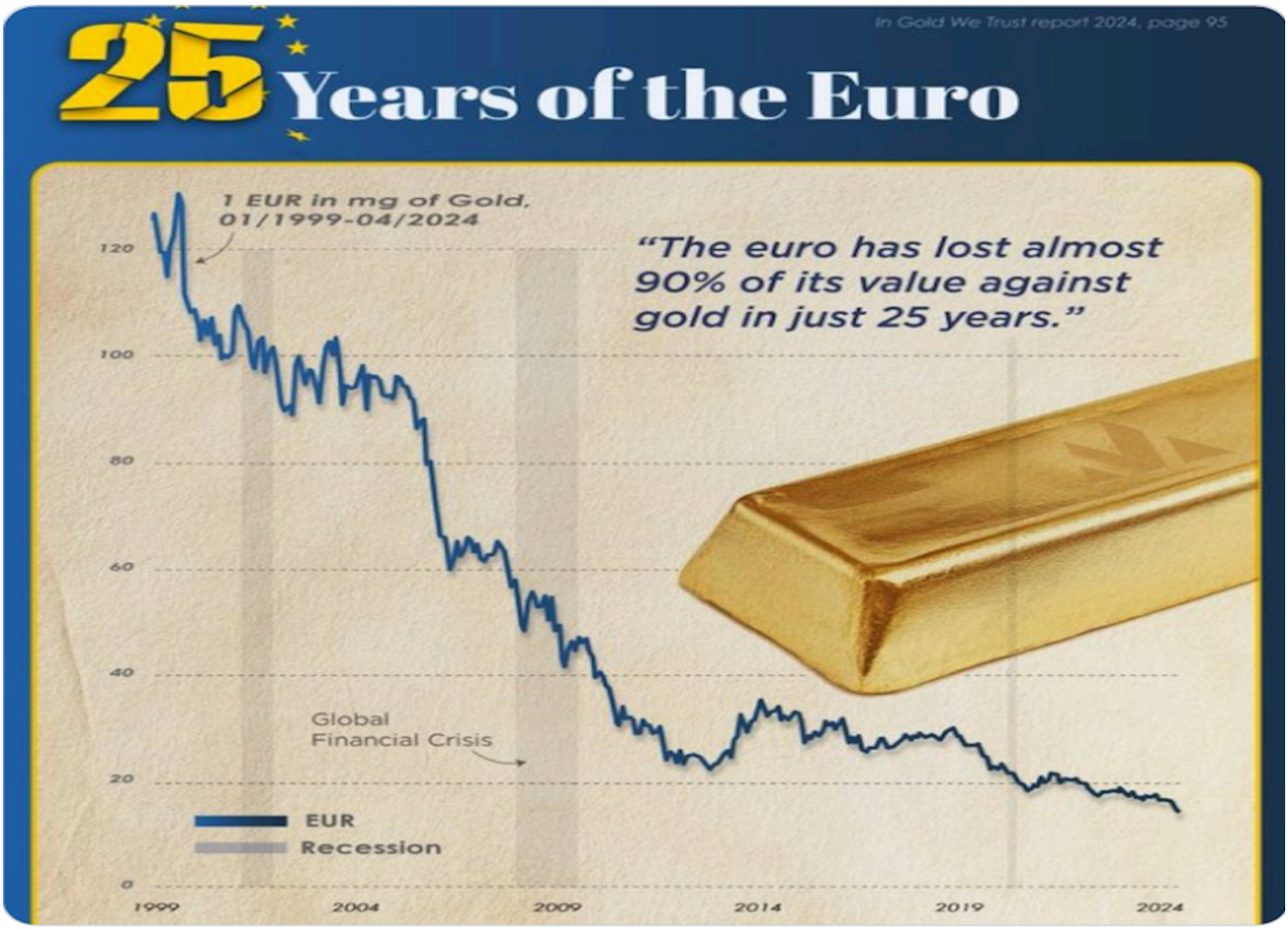


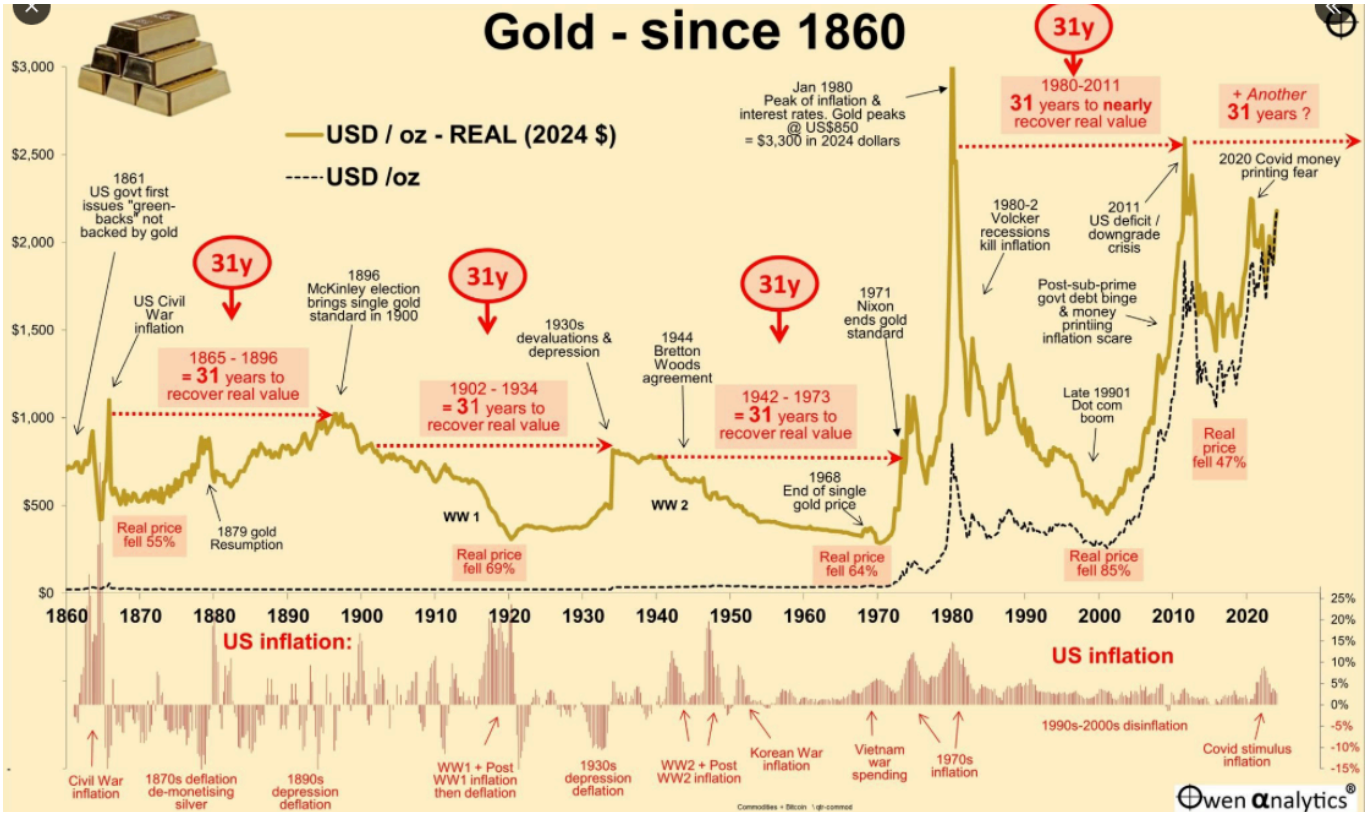
Ce dernier schéma retrace à lui tout seul l'histoire monétaire de l'après seconde guerre mondiale, c'est-à-dire du système de Bretton Woods et son éclatement : « Le graphique montre les achats/ventes d'or des banques centrales de 1950 à 2025. Initialement, les achats ont fluctué, atteignant un pic lors de la crise de la livre sterling des années 1960. Après 1971, lorsque Nixon a mis fin à l'ancrage du dollar à l'or [par sa décision du 15 août de rendre inconvertible le billet vert], les banques ont vendu de l'or, les monnaies fiduciaires étant dominantes. Après la crise financière de 2008, les achats ont repris, atteignant un pic après 2022 en raison de l'invasion de l'Ukraine par la Russie. L'or sert de couverture contre l'inflation et les risques géopolitiques, diversifiant les réserves par rapport au dollar américain. Cependant, détenir de l'or a un coût : il ne rapporte rien, est moins liquide que les obligations et nécessite un stockage sécurisé. Des données récentes font état de 244 tonnes achetées au premier trimestre 2025, mais le mois d'avril a ralenti à 12 tonnes, laissant présager un ralentissement potentiel » (Grok).

Gold Aug '25 (GCQ25)
3,462.5 +9.7 (+0.28%) 19:44 CT [COMEX]
3,462.5 x 5 3,462.8 x 2
CHART PANEL for Mon, Jun 16th, 2025
Full Screen Chart
Notes My Charts Alerts Watch Actions Help
Symbol... Daily Nearby None Indicators Compare f(x) 1x1 Templates
GCQ25 ·1Dn·
3,464.1
barchart
Feb '24 Apr '24 Jun '24 Aug '24 Oct '24 Dec '24 Feb '25 Apr '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·
3.67
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."
Global Financial Crisis
EUR
Recession
120
100
80
60
40
20
0
1999
2004
2009
2014
2019
2024



Notes :

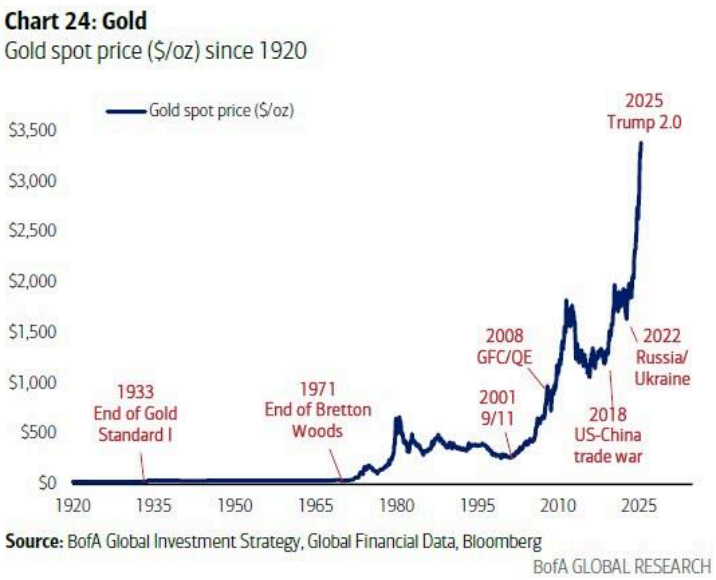
• Dans son Flash Economie su 19 juin, Patrick Artus répond à la question : « pourquoi le prix de l'or augmente-t-il ? » :
« Le prix de l'or a augmenté de plus de 40% en un an (il est aujourd'hui de 3386 dollars l'once) et de plus de 90% en 5 ans. [L'once correspond à un poids un peu supérieur à 31g].
Les explications de la formation du prix de l'or sont nombreuses. Au-delà des facteurs liés à la demande d'or pour la joaillerie et l'industrie, le prix de l'or peut principalement dépendre :

- du comportement d'achat d'or des banques centrales ;
- des perspectives sur le taux de change du dollar ;
- de la liquidité disponible créée par les banques centrales ;
- de l'inflation anticipée, particulièrement aux Etats-Unis ;
- de l'incertitude économique.

Dans la période récente, la hausse du prix de l'or résulte probablement :

- de la baisse du poids du dollar dans les réserves de change, mais la hausse des réserves d'or des banques centrales est continue depuis 2008 ;
- de la dépréciation anticipée du dollar ;
- de la hausse des anticipations d'inflation aux Etats-Unis ;
- de l'incertitude sur les politiques économiques et de l'incertitude géopolitique ».

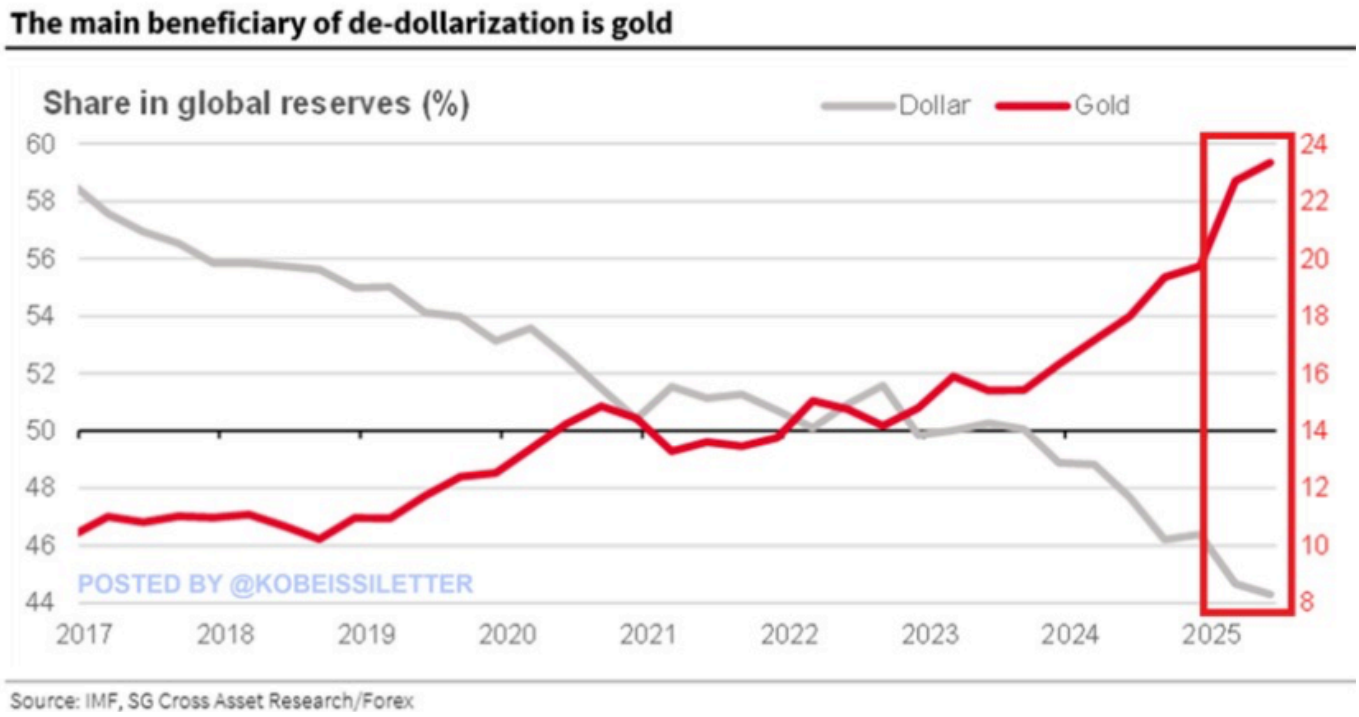
• « Les principaux marchés haussiers de l'or ont toujours coïncidé avec des évènements économiques ou de crédit » (X- Markets & Mayhem) :



• « <u>L'or reste une protection contre la dépréciation des devises</u> ». (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.

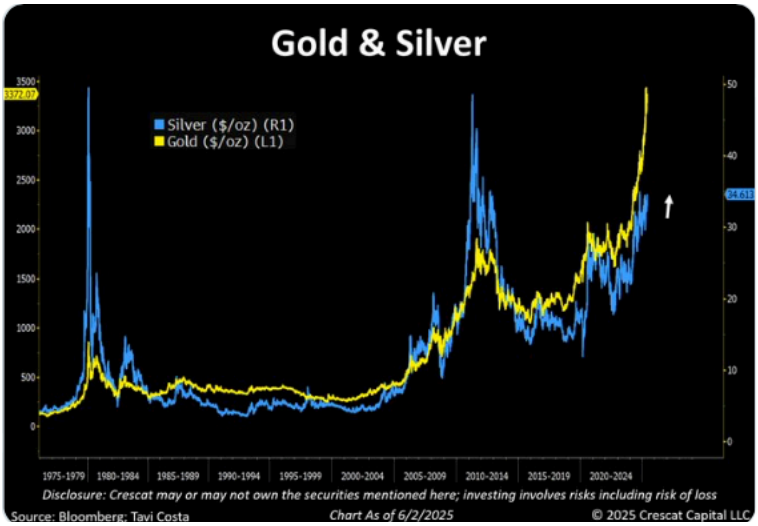
<u>Le 9 juin</u>, le même internaute écrit : « la part de l'or dans les réserves mondiales a atteint 23 % au deuxième trimestre 2025, son plus haut niveau depuis 30 ans. Au cours des six dernières années, ce pourcentage a doublé. Dans le même temps, la part du dollar américain dans les réserves internationales a diminué de 10 points de pourcentage, pour atteindre 44 %, son plus bas niveau depuis 1993. À titre de comparaison, la part de l'euro a diminué de 2 points de pourcentage, pour atteindre 16 %, son plus bas niveau depuis 22 ans.
L'or remplace rapidement les monnaies fiduciaires comme monnaie de réserve ».



Mais « Mark Radar » fait une utile remarque : « L'or est connu pour ne rien faire pendant des décennies, puis tout reprendre en quelques années avant de retomber en hibernation.
Nous sommes actuellement dans la phase “quelques années“, et la décennie d'hibernation arrive ensuite ».

• <u>L’argent suit en général l’or…</u>

« Les investisseurs ont souvent la mémoire courte, mais si l'on se fie à l'histoire : l'or fait le premier pas, puis l'argent prend le relais. Avec un ratio or/argent proche de 100, le mouvement d'aujourd'hui n'est probablement qu'un début, à mon avis ». (Octavio Tavi Costa)



<u>Le 17 juin</u>, avec le graphique suivant, le même macroéconomiste considère que « l’argent est sur le point de connaître une percée majeure, à partir de l’une des plus longues formations en forme de tasse et d’anse que je n’ai jamais vues » :

• Le dollar, l'or et les effets de réseau

« Exemple parfait d'effets de réseau inversés ; c'est comme voir tout le monde quitter Facebook d'un coup.

Le dollar fonctionnait parce que tout le monde l'utilisait. Mais aujourd'hui, chaque paquet de sanctions donne aux pays une raison de cesser de l'utiliser. La Russie a été coupée du réseau, ce qui a poussé l'Inde à commercer en roupies. L'Iran s'est isolé, ce qui a poussé la Chine à construire des rails de paiement CIPS. Chaque pays qui quitte le réseau réduit légèrement la valeur de celui-ci pour ceux qui y restent.

L'or, en revanche, n'a pas besoin d'effets de réseau. C'est comme l'argent liquide : il fonctionne même si seulement deux personnes s'accordent sur le prix.

Nous assistons à l'effondrement du dernier système monétaire qui nécessitait un consensus mondial et à la chute du premier qui n'en a pas besoin. Les pays qui achètent de l'or aujourd'hui n'auront plus besoin d'autorisation pour le négocier demain » (« AIFRontier »).

• Le 15 juin, « The Great Martis » propose un petit guide des marchés en période de guerre :

« « En temps de guerre, les marchés suivent en moyenne une tendance à la baisse initiale marquée, suivie d'une reprise, avec des variations significatives selon l'ampleur du conflit et son impact économique. Les données historiques relatives aux grandes guerres (par exemple, la Seconde Guerre mondiale, la guerre du Golfe, la guerre en Irak) montrent :

- Marchés boursiers : Le S&P 500 ou des indices similaires chutent généralement de 5 à 15 % dans les premières semaines d'un conflit majeur en raison de l'incertitude, la reprise se produisant souvent en quelques mois si les perturbations économiques liées à la guerre sont limitées. Par exemple, pendant la guerre du Golfe de 1991, le S&P 500 a initialement chuté d'environ 6 %, avant de gagner 25 % en fin d'année. Les guerres prolongées (par exemple, celle du Vietnam) peuvent générer des rendements annuels moyens proches de 0 à 5 %, avec une volatilité plus élevée.
- Valeurs refuges : Le prix de l'or augmente de 5 à 20 % pendant les phases initiales de guerre, tandis que les bons du Trésor américain et le dollar connaissent une demande accrue, les rendements des bons du Trésor à 10 ans affichant souvent une baisse temporaire (par exemple, baisse de 0,5 à 1 % au début de la guerre du Golfe).
- Matières premières : Les prix du pétrole grimpent de 10 à 50 % si les conflits perturbent l'offre (par exemple, guerre du Kippour en 1973 : hausse de 70 % ; guerre Russie-Ukraine en 2022 : hausse de 30 %). Les matières premières agricoles comme le blé peuvent augmenter de 20 à 40 % si des producteurs clés sont impliqués ».

• L'or pourrait constituer un risque pour la stabilité financière de la zone euro.

(Vie-publique.fr, le 12 juin) :

« (…) L'or n'a plus de rôle monétaire, mais reste très apprécié au sein du système monétaire et financier national comme international. Son importance s'est accrue ces dernières années et les cours de l'or ont atteint des niveaux historiques au printemps 2025. (…)
L'or est la traditionnelle valeur refuge en cas de crise et d'instabilité géopolitique. Pourtant, c'est un actif volatil : l'once d'or (31,1 grammes) valait 1 900 dollars en 2011, 1 100 en 2016 et près de 3 500 au printemps 2025 sous l'effet des menaces sur le commerce mondial avec l'annonce d'une hausse des droits de douane par les États-Unis. Le retour de l'inflation lors de la crise énergétique et surtout la montée des risques géopolitiques ont fortement accru l'attractivité de l'or, non seulement pour les investisseurs, mais également pour les banques centrales. Ces dernières, après des années de réduction de leurs réserves d'or, sont redevenues acheteurs nets d'or après la crise financière de 2007-2008.
Si les banques centrales achètent l'or physique, les investisseurs, eux, se tournent surtout vers l'or papier (des fonds adossés à l'or) et ses produits dérivés. "*Dans la zone euro, les expositions brutes aux produits dérivés sur l'or se sont élevées à 1 000 milliards d'euros en mars 2025, soit une augmentation de 58 % depuis novembre 2024*" selon la BCE. Environ la moitié implique des banques.
Cette exposition aux produits dérivés sur l'or inquiète les économistes de la BCE, car la majorité des banques de la zone euro a des contreparties (acheteurs ou vendeurs) en dehors de la zone : "*Les appels de marge* [demande d'ajout de fonds pour pouvoir maintenir une position] *et le dénouement des positions à effet de leviers pourraient entraîner des tensions sur la liquidité parmi les acteurs du marché et propager le choc à l'ensemble du système financier.*"
Des perturbations sur le marché de l'or physique pourraient accroître le risque : en cas de stress sur les marchés, les acteurs de marché peuvent rencontrer des difficultés à s'approvisionner ou à transporter l'or physique dans le cadre du dénouement des contrats.
Si tous les acteurs du marché ne partagent pas ces craintes, il est possible qu'on assiste à une forme de transformation du rôle de l'or, d'un simple statut de valeur de refuge à un rôle plus important dans le système monétaire ».

Le 20 juin, l'économiste Daniel Lacalle se demande si, dans les circonstances actuelles, au lieu d'un risque de dédollarisation, il n'y a pas plutôt un grave risque de « défiduciarisation » puisque toutes les monnaies fiduciaires perdent du pouvoir d'achat par rapport à l'or.

Le bitcoin

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

À propos des bons du Trésor américain

Comme le note le 20 juin « StockMarket.News », « vous vous demandez peut-être : "Les investisseurs ne vont-ils pas simplement se tourner vers d'autres valeurs refuges ? "

Le problème est le suivant : il n'existe pas de véritable substitut aux bons du Trésor américain.

Les obligations allemandes ? Trop petites. Les obligations japonaises ? Un rendement trop faible. Les obligations chinoises ? Trop opaques.

Pourquoi est-ce important ?

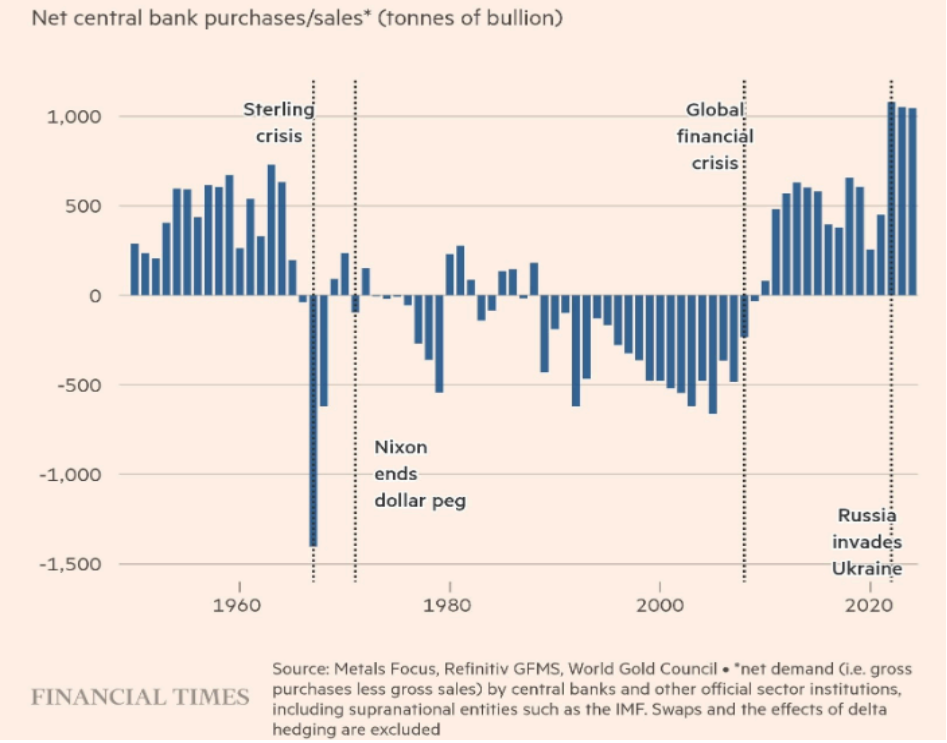
Parce que s'ils cessent d'acheter des bons du Trésor et des actions américaines, ou pire, s'ils commencent à en vendre, cela déclenche une dangereuse boucle de rétroaction :

Le dollar chute → les rendements grimpent → les actions chutent → la confiance chute → davantage de ventes…

Or, la Chine a divisé par deux ses avoirs en bons du Trésor au cours de la dernière décennie. Le Japon recule également, invoquant la hausse des coûts de couverture et la faiblesse du yen. D'autres pays diversifient leurs placements dans l'or, les marchés privés et les réserves hors dollar. Discrètement mais sûrement, ils réduisent leurs risques ».

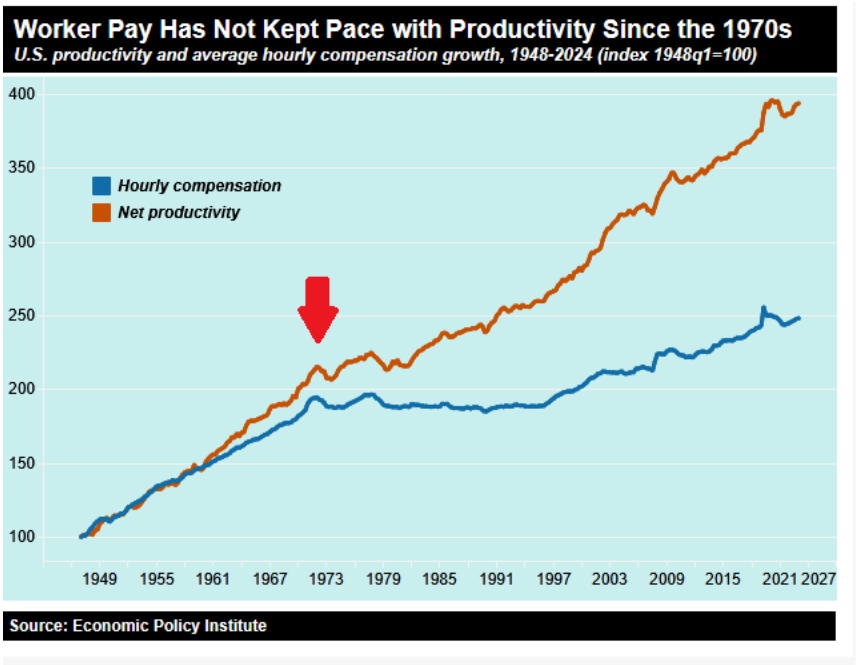
Le même jour et du même auteur, sur un sujet différent, mais sur une question de fiabilité malgré tout aussi … : « Lorsque les États-Unis ont gelé les 300 milliards de dollars de réserves russes, le monde entier en a pris bonne note. Cela a créé un précédent : vos actifs en dollars ne sont pas en sécurité si vous êtes du mauvais côté de la politique américaine. Aujourd'hui, les pays se demandent : "Et si je suis le prochain ? " ».

Remarque importante sur la « démonétisation de l'or » en août 1971.



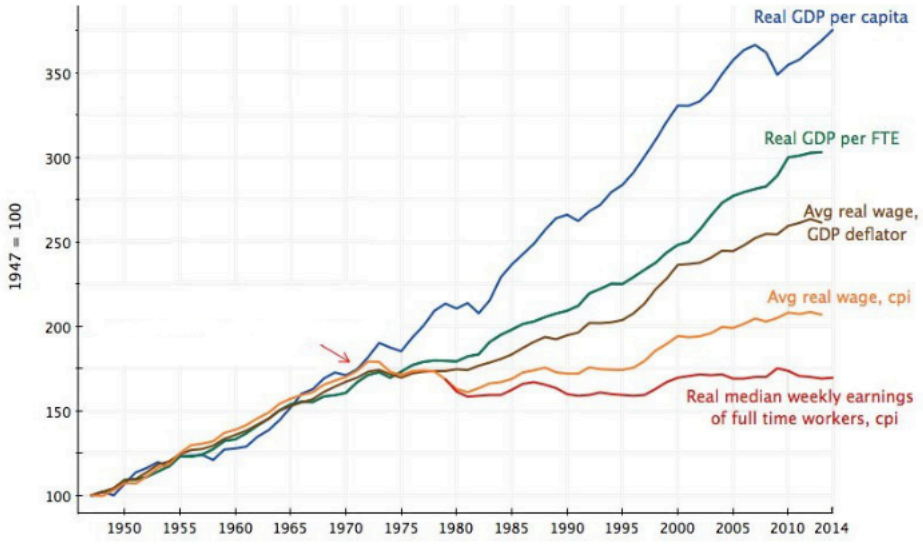
• Ce schéma, donné plus haut, retrace à lui tout seul l'histoire monétaire de l'après seconde guerre mondiale, c'est-à-dire du système de Bretton Woods et son éclatement : « Le graphique montre les achats/ventes d'or des banques centrales de 1950 à 2025. Initialement, les achats ont fluctué, atteignant un pic lors de la crise de la livre sterling des années 1960. Après 1971, lorsque Nixon a mis fin à l'ancrage du dollar à l'or [par sa décision du 15 août de rendre inconvertible le billet vert], les banques ont vendu de l'or, les monnaies fiduciaires étant dominantes. Après la crise financière de 2008, les achats ont repris, atteignant un pic après 2022 en raison de l'invasion de l'Ukraine par la Russie. L'or sert de couverture contre l'inflation et les risques géopolitiques, diversifiant les réserves par rapport au dollar américain. Cependant, détenir de l'or a un coût : il ne rapporte rien, est moins liquide que les obligations et nécessite un stockage sécurisé. Des données récentes font état de 244 tonnes achetées au premier trimestre 2025, mais le mois d'avril a ralenti à 12 tonnes, laissant présager un ralentissement potentiel » (Grok).

• Sur les conséquences de la décision du Président Nixon de rendre inconvertible le Dollar (le 15 août 1971), il faut absolument consulter le site : https://wtfhappenedin1971.com.
En voici des cartes particulièrement évocatrices :



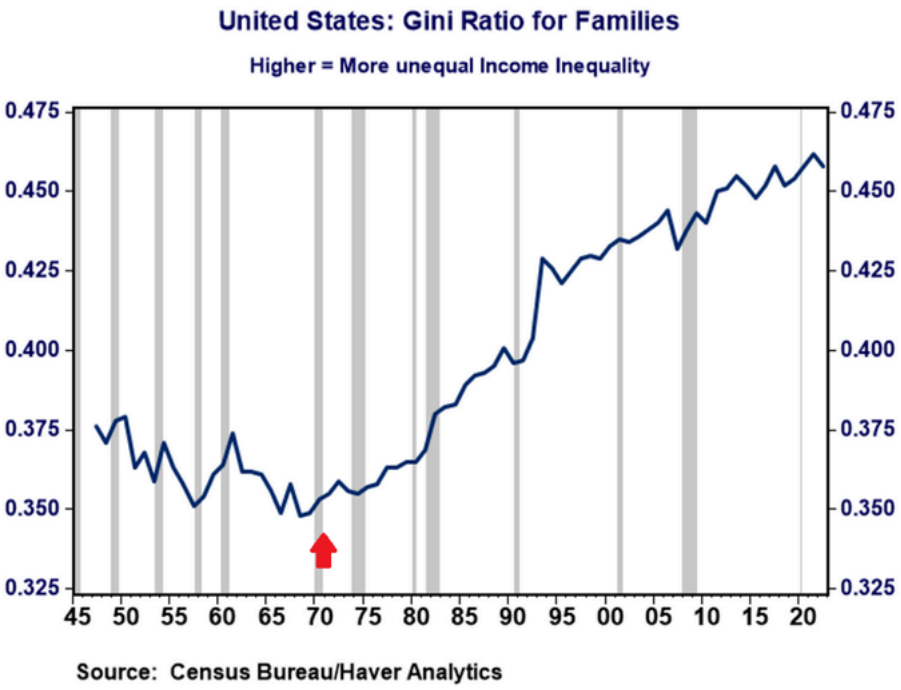
Real GDP, Real Wages and Trade Policies in the U.S. (1947–2014)
Index (1947=100)

Real GDP, Real Wages and Trade Policies in the U.S. (1947–2014)
Index (1947=100)

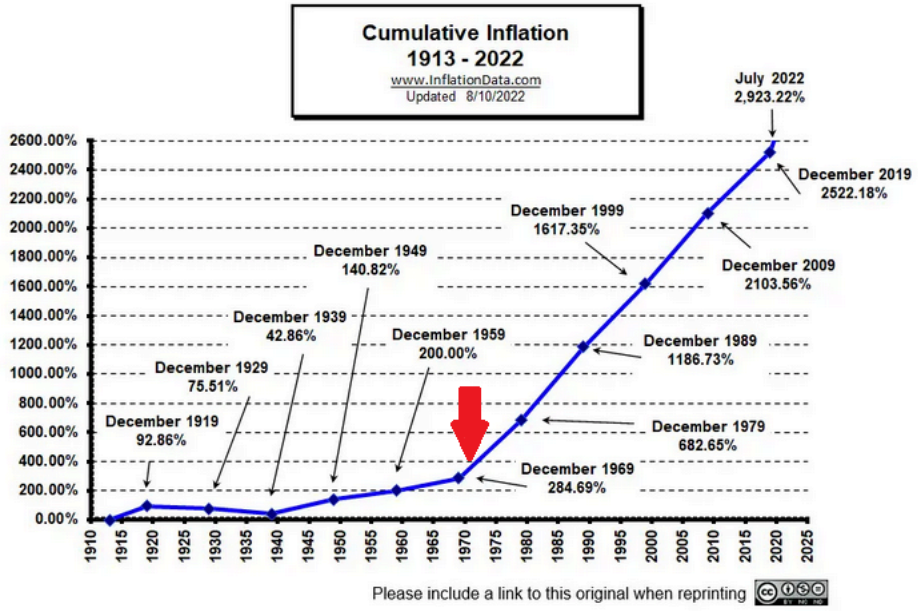


Note: FTE= Full time equivalent worker

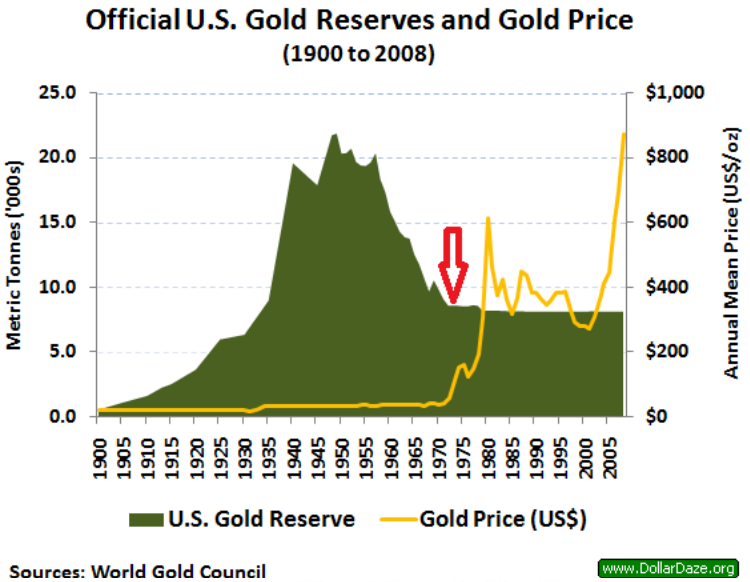
Sources: Bureau of Economic Analysis (BEA), Bureau of Labor Statistics (BLS)

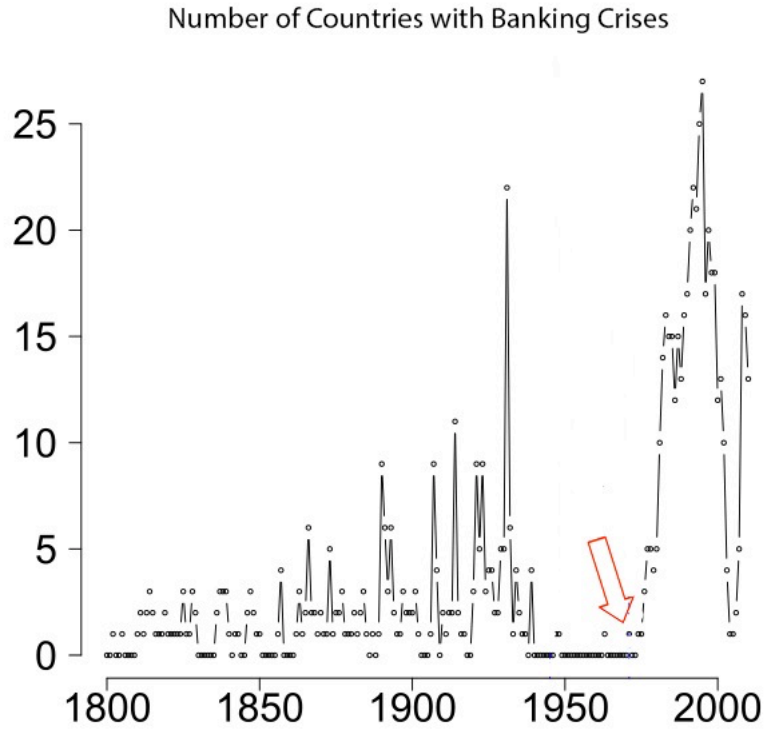


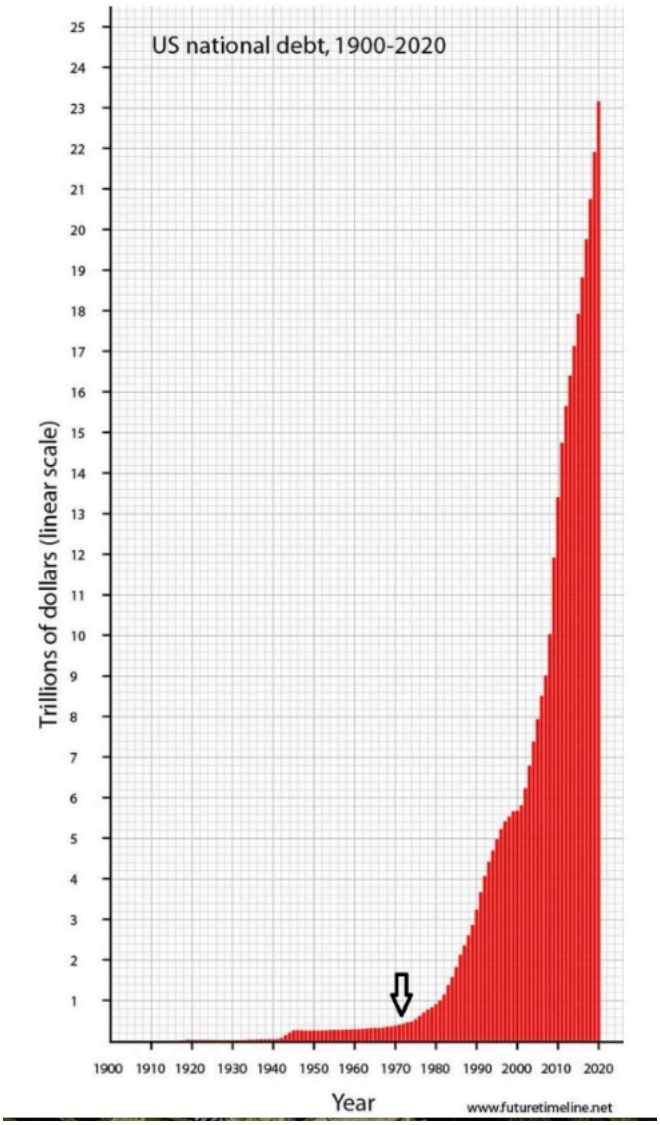
Cumulative Inflation Chart

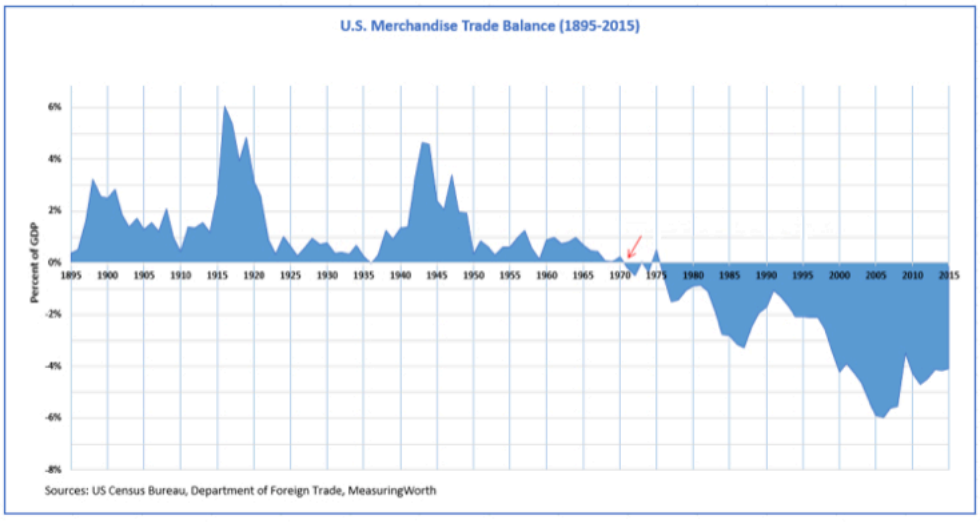


https://inflationdata.com/articles/2022/08/10/u-s-cumulative-inflation-since-1913/


Official U.S. Gold Reserves and Gold Price
(1900 to 2008)
Metric Tonnes ('000s)
Annual Mean Price (US$/oz)
25.0
20.0
15.0
10.0
5.0
0.0
$1,000
$800
$600
$400
$200
$0
1900 1905 1910 1915 1920 1925 1930 1935 1940 1945 1950 1955 1960 1965 1970 1975 1980 1985 1990 1995 2000 2005
U.S. Gold Reserve
Gold Price (US$)
Sources: World Gold Council
www.DollarDaze.org


Number of Countries with Banking Crises
25
20
15
10
5
0
1800
1850
1900
1950
2000





United States Goods Trade Balance

Ce site suscite d'utiles réflexions, comme :

- « La sortie de l'étalon-or par Nixon, bien que probablement nécessaire, marque le début de la financiarisation, où l'Amérique a commencé à exporter des dollars pour la consommation tout en passant d'un capitalisme productif à un capitalisme rentier – posséder et extraire au lieu de fabriquer des choses ».

- « L'activisme des actionnaires des années 80 a été à l'origine de ce phénomène. Reagan a tué les syndicats dans les années 70, ce qui a permis à la richesse d'exploser au sommet, ce qui a conduit les riches à s'intéresser à la finance au lieu d'investir dans l'industrie ».

• Ainsi, on rejoint le propos tenu plus haut par Yanis Varoufakis sur ce qu'il appelle « le choc Nixon », dans son post du 5 mai
Voir aussi en fin de document, dans la partie consacrée à la Chine, non seulement la proposition que fait Yanis Varoufakis mais aussi celle du Professeur Steve Keen, prolongée par son entretien sur YouTube (https://www.youtube.com/watch?v=Lf0JXqDL2uQ).

• Il est intéressant de rappeler ici que cette date 1971 marque véritablement non seulement les États-Unis mais aussi toute l'histoire de l'économie mondiale récente, essentiellement sur le plan monétaire mais pas seulement. Car c'est cette année-là qu'est paru le fameux « Memorendum Powell » (https://scholarlycommons.law.wlu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1000&context=powellmemo).
Signalons que Serge Truffaut lui a consacré en 2024 un livre.
Soulignons plutôt que le quotidien L'Humanité a publié le 19 janvier 2025 un article de Christophe Deroubaix (https://www.humanite.fr/monde/etats-unis/du-memo-powell-a-la-creation-de-fox-news-la-radicalisation-du-parti-republicain-en-5-dates) pour qui 1971 est précisément la première des cinq dates qui ont « radicalisé le parti républicain » américain. Pour l'auteur, le « Mémo Powell » est la feuille de route de la révolution conservatrice : « Il faut sans doute un mythe fondateur à tout récit. Celui de la droitisation sans fin du Grand Old Party (GOP) commence par un mémo confidentiel. La chambre de commerce, le lobby patronal, charge Lewis Powell, avocat spécialisé en droit des affaires (notamment en faveur de l'industrie du tabac), d'en assurer la rédaction. Son diagnostic : avec le New Deal rooseveltien encore étoffé sous la présidence de Lyndon Johnson et les mouvements de contestation des années 1960 (droits civiques, féminisme, pacifisme), le "système américain de libre entreprise" est attaqué de toutes parts. Celui que Richard Nixon nommera à la Cour suprême l'année suivante préconise que le mouvement conservateur mène une contre-attaque tous azimuts. Un *"appel aux armes néolibéral",* selon l'historien Gary Gerstle, qui sera relayé par des think tanks (Heritage Foundation, Cato Institute, Manhattan Institute) créés dans la foulée et surtout par le Parti républicain, devenu le creuset de tous les mouvements réactionnaires ».
Pour Adam Ross, « Le mémo Powell de 1971 a posé les bases idéologiques du capitalisme vautour. Mais la même année, Nixon a abandonné l'étalon-or aux États-Unis. Cette combinaison – consolidation des entreprises et dérive monétaire – semble être la véritable origine de l'oligarchie américaine qui s'attaque aujourd'hui à notre démocratie ».
Un lecteur attentif du site

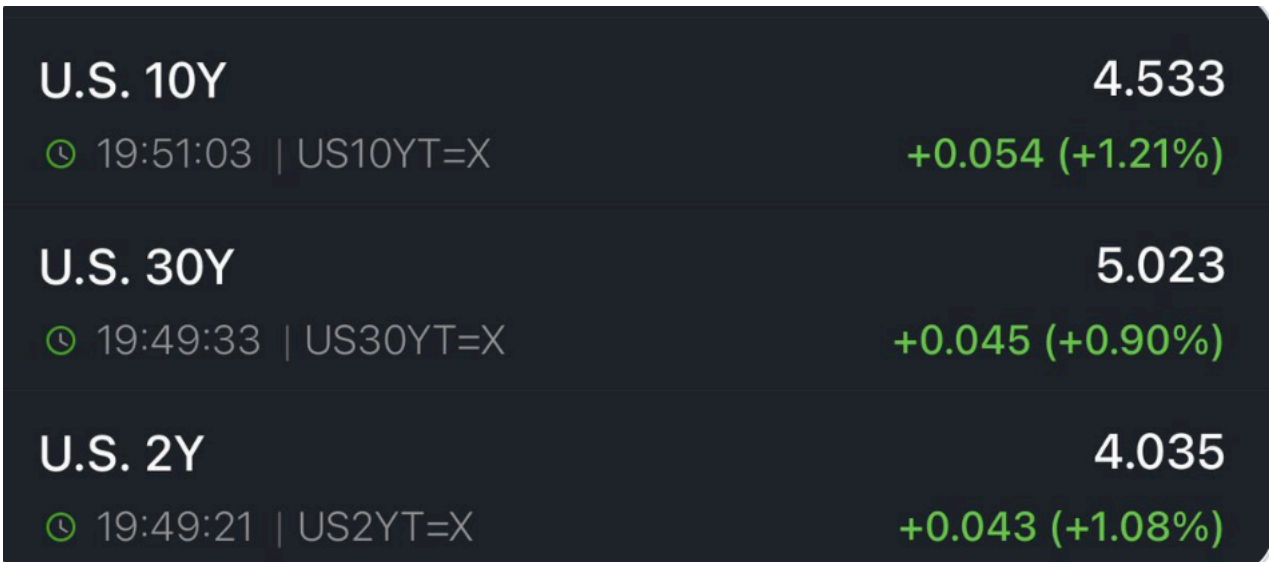
Coup de théâtre : le mercredi 28 mai, les droits de douane sont annulés par le Tribunal fédéral du commerce international !

Le Tribunal du commerce international des États-Unis a statué le 28 mai 2025 que les droits de douane imposés par le président Trump à l'occasion du « Jour de la Libération » étaient illégaux, parce qu'ils n'ont pas eu l'autorisation de l'IEEPA (International Emergency Economic Powers Act). Cette décision s'inscrit dans le cadre de recours juridiques affirmant que seul le Congrès est habilité à imposer des droits de douane. Cependant, l'administration pourrait faire appel, et certains soutiennent que le président dispose de pouvoirs tarifaires en vertu de lois d'urgence. La situation reste instable en raison d'éventuelles contestations judiciaires.
Note importante : le 11 juin, on apprend qu'une cour d'appel fédérale a accédé à la demande de l'administration Trump de maintenir les droits de douane imposés par le président Trump. Cependant, la cour va accélérer son examen de l'affaire pour déterminer si ces droits sont légaux.

Mais cela n'empêche pas le rendement des obligations de continuer à augmenter (celui à 10 ans dépasse 4,50%) : « Droits de douane, pas de droits de douane, accords commerciaux, pas d'accords commerciaux ; peu importe : les rendements continuent d'augmenter » (« The Kobeissi Letter, sur X »).

Et le lendemain, c'est pire !

« Que se passera-t-il après l'annulation des "droits de douane réciproques" par la Cour ?
Si la décision du Tribunal du commerce international sur les "droits de douane réciproques" est confirmée, tous les droits de douane perçus depuis le 2 avril devront être remboursés.
Selon nos calculs, qui supposent les niveaux d'importations américaines de 2024, cela représenterait environ 10 milliards de dollars de recettes douanières.
Ce montant inclut le droit de douane de base de 10 % pour tous les pays, ainsi que les taux plus élevés imposés à certains pays.
Les États-Unis devraient à eux seuls rembourser environ 3,5 milliards de dollars à la Chine.
La guerre commerciale est entrée dans une nouvelle ère ». (Post sur X de « The Kobeissi Letter », le 29 mai)
De plus, pas seulement la Chine, évidemment, mais aussi les marchés financiers mondiaux ont salué la décision de la justice américaine : les contrats à terme sur les marchés boursiers sont en hausse ; les actions mondiales, le dollar aussi, et le rendement des bons du Trésor US à 30 ans redépasse 5% :



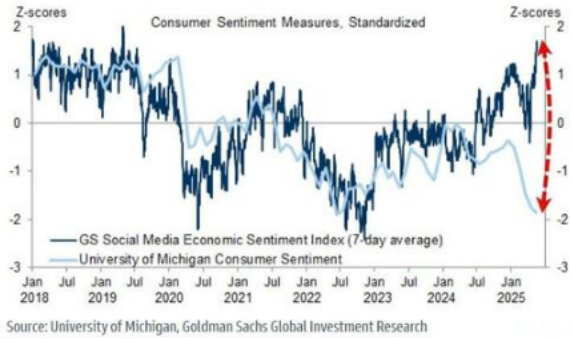
L'administration Trump fait immédiatement appel de cette décision mais réfléchit à d'autres moyens de réponse : elle pourrait rapidement par exemple remplacer le tarif de 10 % par un tarif similaire pouvant atteindre 15 % en vertu de l'article 122 et elle aurait le temps de lancer une série de procédures en vertu de l'article 301 contre des partenaires commerciaux plus importants. Et l'article 338 de la loi sur le commerce de 1930 autorise le Président à imposer des droits de douane pouvant atteindre 50 % sur les importations en provenance de pays pratiquant une discrimination à l'égard des États-Unis. Ce pouvoir, qui n'a jamais été utilisé, est similaire à celui de l'article 301, à la différence qu'il limite le montant des droits de douane sans nécessiter d'enquête formelle.

Par ailleurs, Trump ordonne aux concepteurs de puces électroniques américains de cesser leurs ventes à la Chine ; les États-Unis suspendent leurs exportations de logiciels de puces électroniques et de technologies de moteurs d'avion vers la Chine et ils annoncent qu'ils vont commencer à révoquer les visas des étudiants chinois. Que se passe-t-il ? La guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine s'intensifie-t-elle à nouveau ? Se demande « The Kobeissi Letter » sur X (le 29 mai).

Note : le 1er juin, D. Trump tweete : « Si les tribunaux se prononcent contre nous sur les droits de douane, cela permettrait à d'autres pays de prendre notre nation en otage » et affirme que cela entraînerait une "ruine économique" pour les États-Unis.

Le jeudi 29 mai, Trump a menacé Apple d'une taxe douanière de 22 milliards de dollars : il leur a donné deux options : importer la production en Amérique ou payer le prix. Lorsqu'ils ont refusé, Trump a fait ce qu'il avait dit.

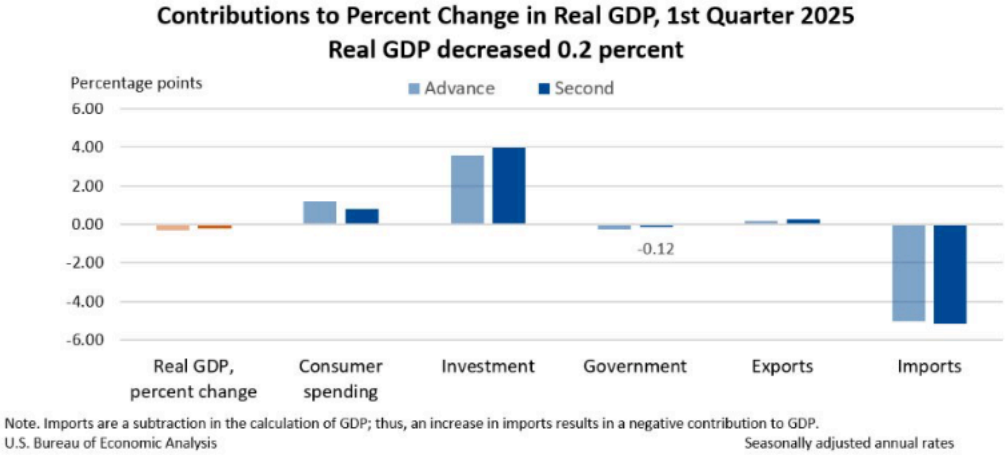
Le même jour, on apprend que l'indice de confiance économique des médias sociaux de Goldman Sachs atteint son plus haut niveau en 6 ans :



Source: University of Michigan, Goldman Sachs Global Investment Research

Également ce 29, mai, on apprend aussi qu'un deuxième tribunal bloque les tarifs douaniers dans une affaire déposée par une entreprise de jouets…

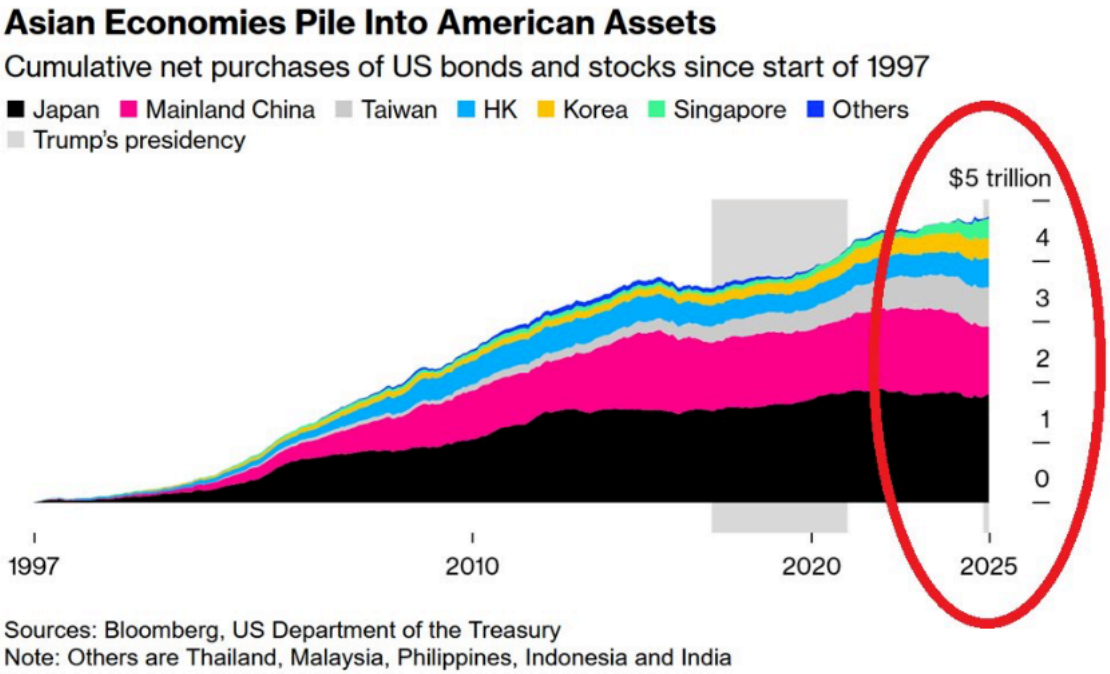
Et en même temps, sur X, « The Kobeissi Letter » écrit : « il s'agit véritablement du marché le plus incroyable de tous les temps. Nous sommes passés des “droits de douane réciproques“ à une suspension tarifaire de 90 jours, à l'annulation des droits de douane par la Cour de commerce international des États-Unis, puis à l'infirmation de la décision de la Cour de commerce international par une Cour d'appel américaine. Et maintenant, les droits de douane sont de retour ». En effet, on apprend tout juste que la Cour d’appel américaine rétablit les tarifs réciproques du Président Trump.
On apprend aussi que le PIB des États-Unis est révisé à la hausse au premier trimestre. Il n'a reculé que de 0,2 %, que l'investissement est lui aussi révisé à la hausse et que les dépenses de consommation restent soutenues : le secteur privé se renforce.



L’économiste espagnol Daniel Lacalle écrit : « Le marché est proche d'un sommet historique après la crise tarifaire. Les acteurs du marché commencent à comprendre qu'il s'agit d'un processus de négociation. Méfiez-vous de ceux qui considèrent les gros titres d'aujourd'hui sur les “droits de douane illégaux“ comme une étape importante. Cela n'entraînera ni remboursements massifs ni suppression des droits de douane réciproques. Les pays devraient accélérer les négociations dès maintenant ».

Ce 19 mai, Le Président Trump et le Président de la Fed, Jerome Powell, se rencontrent à la Maison Blanche.
Et ce même jour, le Gouverneur Adriana Kugler fait un discours d’ouverture lors de la 5ème session annuelle sur la macrofinance du Conseil de la Fed (https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kugler20250529a.htm)

Toujours le 29, « StockMarket.News » ouvre sur X une analyse à propos d’un problème dont, d’après lui, personne ne parle, celui des « 7500 milliards $ » : « Les pays asiatiques annulent discrètement 30 ans d'investissement dans les actifs américains. Que se passera-t-il lorsque les plus gros acheteurs mondiaux de dette et d'actions américaines commenceront à se retirer ?



Examinons de plus près comment nous en sommes arrivés là.
Les 11 plus grands pays asiatiques, menés par le Japon, la Chine, Taïwan et Singapour, ont accumulé :
• 4 700 milliards de dollars en obligations et actions américaines
• 3 000 milliards de dollars supplémentaires en autres investissements américains
• Au total : 7 500 milliards de dollars d'exposition à l'économie américaine.
C'est plus que le PIB de l'Allemagne.
Pourquoi l'Asie appréciait-elle tant les actifs américains ? Deux raisons principales : excédents et sécurité.
Après la crise financière asiatique de 1997, des pays comme la Chine et la Corée du Sud ont juré : "Plus jamais ça". Ils ont constitué d'importantes réserves de change, principalement en dollars américains, pour protéger leurs monnaies contre de futures crises.
Et quel est l'actif en dollars le plus sûr et le plus liquide au monde ? Les obligations du Trésor américain.
Elles sont garanties par la confiance et le crédit du gouvernement américain. Le risque de défaut est quasi nul.
La Chine, le Japon et d'autres pays ont utilisé leurs excédents en dollars pour acheter massivement des obligations du Trésor. Il ne s'agissait pas de profit, mais de stabilité.
Voici le montant de la dette américaine détenue par l'Asie aujourd'hui :

- Japon : 1 130 milliards de dollars
- Chine : 765 milliards de dollars
- Taïwan : 298 milliards de dollars
- Singapour : 263 milliards de dollars
- Inde : 240 milliards de dollars
- Hong Kong : 263 milliards de dollars
- Arabie saoudite : 132 milliards de dollars
- Corée du Sud : 126 milliards de dollars
- Émirats arabes unis : 104 milliards de dollars

Au total : 3 300 milliards de dollars rien qu'en bons du Trésor.
Mais il ne s'agissait pas seulement d'obligations d'État. L'Asie a également acheté des actions américaines. Les étrangers détiennent désormais environ 18 500 milliards de dollars d'actions d'entreprises américaines. Part de l'Asie ? 17,4 % → 3 200 milliards de dollars (derrière l'Europe).
Il ne s'agissait pas seulement d'un cercle vicieux commercial, mais d'un pilier structurel du système financier américain.
Pendant des décennies, les économies asiatiques ont fonctionné selon un cycle simple :

- Exporter des biens vers les États-Unis
- Gagner des dollars
- Les recycler en actifs américains (bons du Trésor, actions, obligations)

C'était un énorme volant d'inertie du dollar, et c'est ainsi qu'elles ont accumulé 7 500 milliards de dollars d'investissements américains depuis 1997. Ce mouvement ralentit désormais. Rapidement.
Aujourd'hui, ce pilier vacille. À partir de 2024, quelque chose a commencé à bouger. Discrètement.
Les investisseurs asiatiques, notamment à Taïwan, au Japon et en Corée, ont commencé à se désinvestir des actifs américains. Au début, il s'agissait de couverture. Puis de ventes directes. Aujourd'hui, c'est un lent retournement de situation.
Voici ce qui se passe :

Le dollar taïwanais a atteint son plus haut niveau en trois ans début 2025. Pourquoi ? Les assureurs, les fonds de pension et les entreprises taïwanais ont abandonné leurs obligations américaines et se sont empressés de reconvertir leurs dollars en TWD. JPMorgan affirme que des milliards de dollars sont rapatriés.
Ce n'est pas seulement un problème taïwanais, c'est un problème régional : les investisseurs japonais évoluent également. Après des décennies de taux proches de zéro au Japon, la BoJ a finalement laissé les rendements augmenter. Il est soudain devenu plus judicieux d'investir chez eux plutôt que de courir après les rendements américains Les opérations de portage ont été dénouées. Les assureurs-vie ont réduit leur exposition aux obligations américaines. Les family offices japonais ont marqué une pause. C'est un événement majeur.
Les flux de capitaux mondiaux sont similaires : rien qu'au cours du dernier mois :

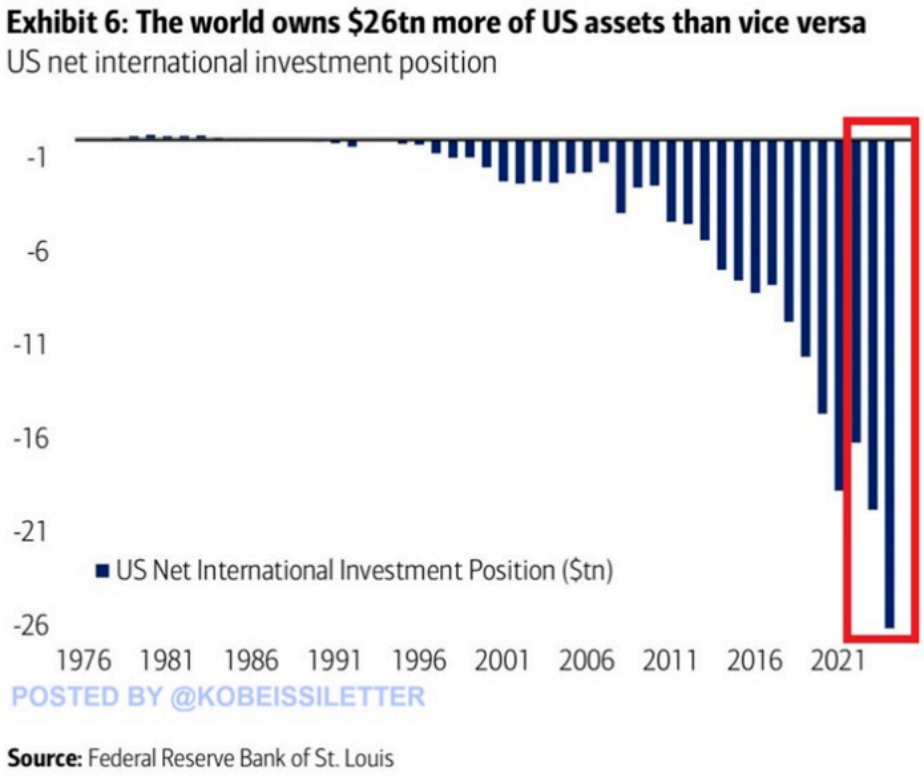
- Les fonds d'actions américains ont enregistré des sorties nettes de 43,5 milliards de dollars.
- Les fonds d'actions asiatiques ont enregistré des entrées nettes de 8,45 milliards de dollars.

Les investisseurs quittent l'Amérique pour l'Asie. Il s'agit d'un renversement de tendance sur 30 ans.
La géopolitique est un accélérateur majeur :
Les tensions commerciales, les droits de douane et les sanctions ont rendu les actifs américains moins sûrs, en particulier pour les États souverains comme la Chine.
Détenir des dollars comporte désormais un risque politique, et pas seulement financier. C'est pourquoi les investisseurs se diversifient : ils investissent dans l'or, l'euro, et même dans les infrastructures locales.
Que se passera-t-il si cette tendance se poursuit ? Examinons les conséquences pour l'économie américaine.
Taux d'intérêt plus élevés : la demande étrangère de bons du Trésor maintient depuis longtemps les rendements américains à un faible niveau.
Si l'Asie recule, le gouvernement américain devra emprunter davantage. Et cela se ressentira :

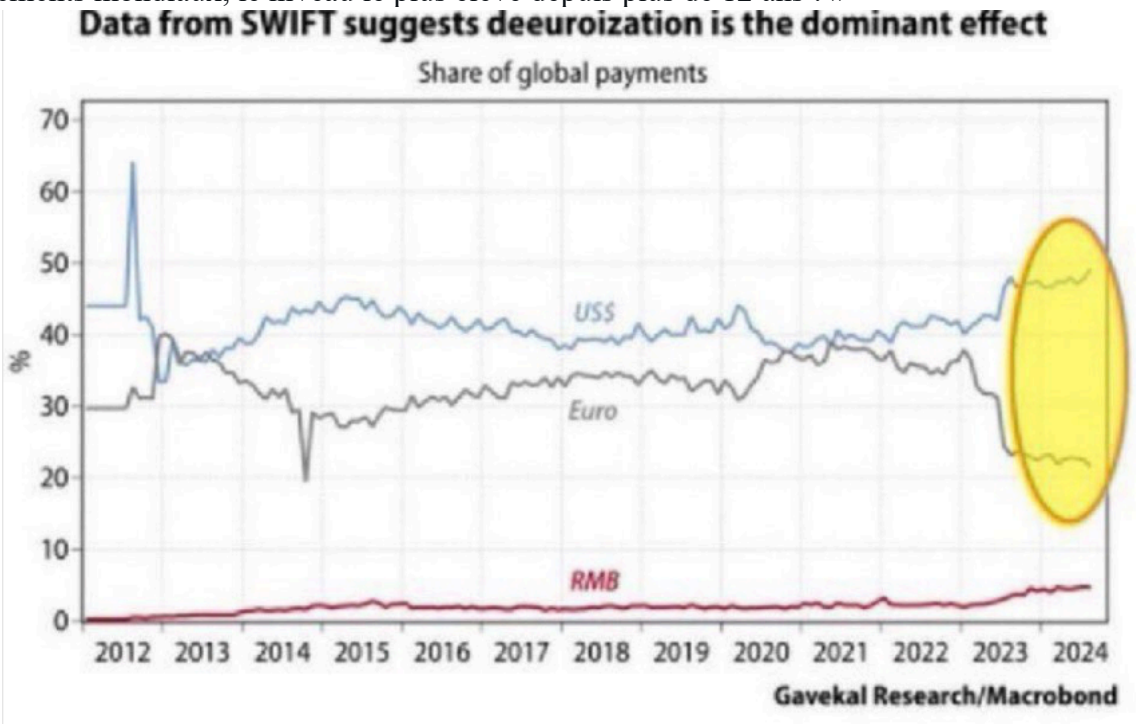
- Taux hypothécaires plus élevés
- Prêts automobiles plus chers
- Taux annuels en pourcentage (TAEG) des cartes de crédit en hausse

Cela se produit déjà.
Baisse des cours boursiers : les capitaux asiatiques ont constamment rallié les marchés boursiers américains. Si cette demande disparaît, surtout en période de ralentissement économique, les valorisations boursières seront mises à rude épreuve. Il ne s'agit pas d'un krach, mais d'un vent arrière qui se transforme en vent contraire et nous avons déjà constaté une reprise des sorties de capitaux.
Instabilité financière : les marchés américains sont profonds et liquides, mais pas invincibles.
Une chute soudaine de la demande étrangère peut faire grimper les rendements, perturber les adjudications d'obligations et ébranler la confiance. C'est pourquoi les décideurs politiques surveillent la situation de près. La Fed le sait : l'Asie était un acheteur de dernier recours.
Soyons clairs : l'Asie ne se débarrasse pas des actifs américains du jour au lendemain. Il s'agit d'un dénouement lent, mais réel et historique.
La boucle de 7 500 milliards de dollars qui alimentait à la fois la consommation américaine et l'excédent asiatique est en train de se rompre.
Et par quoi la remplacer ? C'est la question à mille milliards de dollars.
Cela pourrait marquer le début d'une nouvelle ère financière mondiale. Une ère où les capitaux cesseront d'affluer vers l'Ouest par défaut. Une ère où les États-Unis ne pourront plus compter sur des financements étrangers bon marché pour combler leurs déficits. Une ère où l'Asie émergente deviendra à la fois fournisseur et consommateur.
Augmentation du coût du service de la dette : les étrangers détiennent environ 30 % de la dette fédérale américaine.
Moins de demande = taux plus élevés = plus d'intérêts payés par l'Oncle Sam. Cela signifie qu'une part plus importante de vos impôts sert à payer les intérêts des détenteurs d'obligations étrangères. Moins de place pour les écoles, les routes ou les réductions d'impôts ».
Note sur l'évolution de la position extérieure globale nette, qui mesure la différence entre ce qu'un pays possède à l'étranger et ce que les étrangers y possèdent : les étrangers détiennent 26 000 milliards de dollars d'actifs américains de plus que les Américains à l'étranger. « Pour les États-Unis, le déséquilibre a doublé au cours des cinq dernières années. En pourcentage du PIB, cet indicateur atteint environ 87 %, ce qui en fait l'un des déficits les plus importants parmi les pays développés. Ce phénomène s'explique par le fait que les investisseurs étrangers continuent d'investir massivement dans les actions, les obligations et autres actifs américains. De plus, la valeur de ces actifs a augmenté rapidement, notamment en actions. Le marché américain est plus que dominant » (« The Kobeissi Letter », le 16 juin)
Commentaire : « Le déficit de 26 000 milliards de dollars de la balance commerciale nationale américaine laisse entrevoir des perspectives de marché contrastées. Les investissements étrangers alimentent les marchés boursiers et obligataires, soutenant la croissance, tandis que le statut de réserve du dollar maintient les coûts d'emprunt à un faible niveau. Cependant, la dépendance aux capitaux étrangers risque d'engendrer une volatilité si la confiance vacille.
Risques :
1. Les ventes d'actifs étrangers pourraient affaiblir le dollar, augmentant les coûts d'emprunt.
2. La hausse des paiements d'intérêts pourrait peser sur les budgets et alimenter l'inflation.
3. La persistance des déficits commerciaux témoigne d'une vulnérabilité à long terme.
Opportunités :
1. Des rendements élevés attirent des investissements étrangers stables, stimulant les marchés.
2. La vigueur du dollar soutient les emprunts à faible coût.

3. La stabilité de la propriété étrangère reflète la confiance économique.
La durabilité reste incertaine, entre croissance et instabilité potentielle » (Grok)



Encore ce 29 mai, « Barchart » constate que « le dollar américain est désormais utilisé dans près de 50 % des paiements mondiaux, le niveau le plus élevé depuis plus de 12 ans ! »



Le vendredi 30 mai, « The Kobeissi Letter » nous informe que « Les importations de biens américains ont chuté de 19,8 % en avril, les “droits de douane réciproques“ du président Trump ayant mis fin aux échanges commerciaux avec de nombreux pays. Il s'agit de la plus forte baisse historique des importations de biens américains.
Ce même 30 mai, Yanis Varoufakis fait l’analyse importante suivante sur les cryptomonnaies :

« Les réunions de printemps du FMI et de la Banque mondiale sont généralement paisibles et les banquiers centraux participants souhaitent les oublier rapidement après leur clôture. Ce n'est pas le cas ce printemps. En avril, le sentiment que plusieurs banquiers centraux ont rapporté n'était pas le soulagement habituel, mais quelque chose de bien plus viscéral : l'effroi, voire la terreur. La raison ? Le spectre du Genius Act, le projet de loi américain sur les stablecoins, qui devrait être adopté en 2025, juste après le décret du 23 janvier de Donald Trump annonçant la création d'une réserve stratégique de cryptomonnaies.

Les banquiers centraux ont jusqu'ici considéré les cryptomonnaies comme une nuisance dont l'avantage réside, heureusement, dans leur incapacité à bouleverser l'architecture des systèmes monétaires dont ils ont la charge. Ils ne pensent plus désormais que l'équipe du président Trump compte sur les cryptomonnaies indexées sur le dollar pour restructurer le système monétaire mondial.

Ce qui a perturbé les banquiers centraux ce printemps n'était pas seulement la politique elle-même, mais ses implications : une déstructuration délibérée et chaotique de l'ordre monétaire du XXe siècle, où les banques centrales régnaient en maîtres uniques de la monnaie. Le Genius Act n'autorise pas seulement les stablecoins privés : il interdit les monnaies numériques de banque centrale (MNBC), désignant les jetons émis par les entreprises comme les nouveaux gardiens de l'hégémonie du dollar. Il ne s'agit pas d'innovation ; il s'agit d'une prise de contrôle hostile de la monnaie elle-même. En l'absence de toute réglementation sérieuse, les stablecoins ne sont ni stables ni simplement une alternative de paiement en dollars. Ils sont un cheval de Troie pour la privatisation totale de la monnaie.

La Banque centrale européenne perçoit le danger. Si les titres migrent vers la blockchain, avec la tokenisation des obligations, des actions et des produits dérivés, le règlement devra suivre. La solution de la BCE est un euro tokenisé, garantissant que l'argent public reste le fondement de la finance. Jusqu'à présent, la BCE a dû faire face à la résistance des banques allemandes et françaises, qui cherchent à maintenir le statu quo. Aujourd'hui, la BCE est confrontée à un autre casse-tête, plus grave encore : le spectacle de Washington s'engageant dans la direction opposée. En interdisant les CBDC et en autorisant les stablecoins, l'équipe de Trump ne se contente pas de rejeter la monnaie numérique publique, elle confie également la suprématie du dollar aux forces les plus obscures des géants de la tech.

L'ironie est grotesque. Les mêmes libertariens qui fustigent le gouvernement supplient aujourd'hui l'État de consacrer leurs stablecoins comme monnaie officielle de facto. Pire encore, ils exigent l'accès au bilan de la Réserve fédérale, permettant ainsi aux émetteurs privés d'adosser leurs jetons aux réserves de la banque centrale. Imaginez un monde où Tether, Circle ou le X Coin d'Elon Musk bénéficieraient du soutien implicite du Trésor américain tout en échappant à la réglementation bancaire. Il ne s'agit pas seulement d'arbitrage réglementaire, mais de féodalisme monétaire.

N'oublions pas que l'Amérique du XIXe siècle était une dystopie monétaire pour une raison : des milliers de banques sauvages émettaient des billets privés, et des paniques régulières laissaient le public, et en particulier la classe ouvrière, avec des billets sans valeur. Même J.P. Morgan a été tellement consterné et menacé qu'il a décidé de faire pression sur le gouvernement fédéral et d'autres banquiers pour faire de la Réserve fédérale une institution publique chargée de stabiliser la monnaie.

Nous voilà maintenant en train de reculer. Le Genius Act, dont nous n'avons pas encore vu la version finale, pourrait ouvrir la voie à une ère numérique sauvage, où les stablecoins – indexés sur le dollar mais contrôlés par des acteurs privés – inonderaient le monde de pseudo-dollars numériques. Même si des stablecoins bien intentionnés, comme l'USDC de Circle ou l'USDT de Tether, sont gérés par des investisseurs privés qui n'ont aucune chance de maintenir l'ancrage de leurs jetons au dollar une fois leur volume explosé après avoir reçu l'imprimatur officiel des autorités fédérales. Dans ce qui constitue sans doute l'exemple le plus flagrant de renversement de la vérité, le décret du président Trump définit les stablecoins comme des instruments destinés à « promouvoir et protéger la souveraineté du dollar américain ». En gros, cela appelle des acteurs privés peu scrupuleux à inonder le monde de proxies privés du dollar, garantissant que même si les nations abandonnent le dollar, elles resteront prisonnières de son ombre numérique.

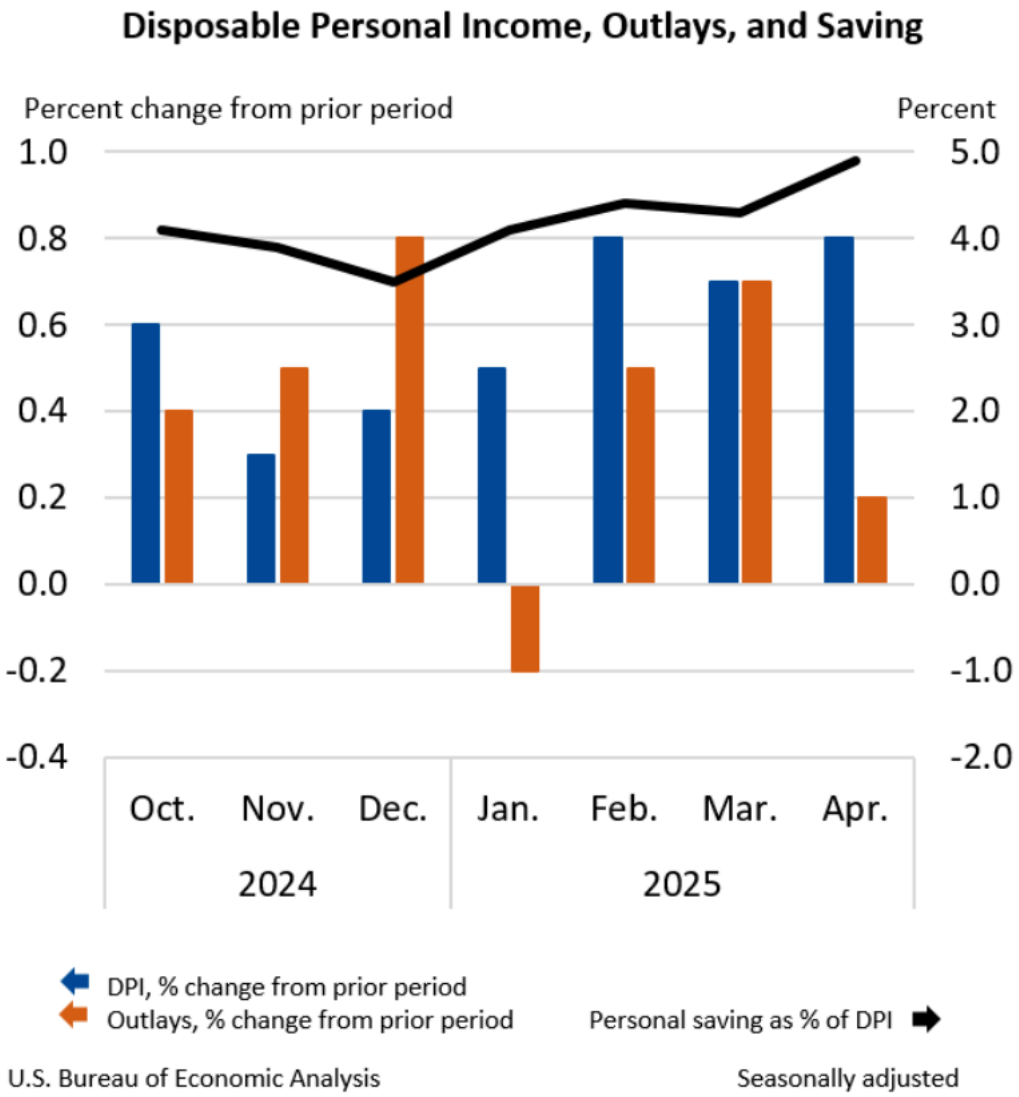
L'Europe se démène. Consciente de la menace existentielle, la BCE accélère la mise en place d'une “MNBC de gros“ – un euro numérique à usage institutionnel servant de palliatif : un système hybride rapide et peu fiable synchronisant les paiements traditionnels avec la blockchain, gagnant du temps jusqu'à ce que le véritable règlement atomique puisse surmonter la résistance acharnée des banquiers privés.

Mais il est peut-être déjà trop tard. Pendant que l'Europe tergiverse auprès des comités, les États-Unis agissent. La réglementation sur les marchés de crypto-actifs (MiCA) a déjà chassé Tether d'Europe, non pas parce que MiCA est trop stricte, mais parce que les dirigeants politiques de l'Union européenne ne mesurent toujours pas les enjeux. Si les stablecoins deviennent la monnaie par défaut des marchés de crypto-monnaies, de la DeFi et des économies émergentes, l'euro numérique incomplet de la BCE arrivera sur un champ de bataille où la guerre est déjà perdue.

Pendant ce temps, les pays en développement sont confrontés à un choix brutal. Déjà étouffés par la domination du dollar, ils doivent désormais soit interdire les stablecoins (perdant ainsi l'accès aux flux de capitaux cryptographiques), soit créer leurs propres monnaies pour concurrencer les effets de réseau du dollar. Une troisième alternative, peu attrayante, consiste à céder à une nouvelle forme, encore plus périlleuse, de dollarisation de facto.

La seule banque centrale à avoir anticipé ce tsunami est celle de Chine, ainsi que celle de certains autres pays des BRICS. Disposant de son propre yuan numérique, déjà opérationnel, la banque centrale chinoise peut se permettre de refuser de légitimer les stablecoins en les réglementant, préférant les interdire purement et simplement par mesure de sécurité. Mais cette attitude de défi raisonnable laisse un dilemme de taille sans réponse : l'épargne accumulée par la Chine, d'environ 4 500 milliards de dollars, détenue par des institutions publiques et privées, devraient-ils s'en débarrasser, donnant ainsi un coup de pouce au plan de dévaluation du dollar de l'équipe Trump ? Ou les retenir, restant ainsi exposé aux turbulences que l’équipe de Trump est si habile à susciter ? ».

Également ce vendredi 30, l'économiste Daniel Lacalle constate que « l'inflation annuelle aux États-Unis, l'indice PCE, chute à 2,1 % en avril, contre 2,3 % en mars, en-deçà des attentes du marché qui tablaient sur 2,2 %. L'inflation PCE sous-jacente aux États-Unis s'est atténuée à 2,5 % en avril. Et le revenu disponible et les dépenses continuent d'augmenter.



Le même jour, CNBC annonce que le revenu personnel aux États-Unis a bondi de +0,8 % en avril, presque le triple des attentes, marquant un excellent début d'année avec des hausses constantes depuis janvier. Un signe fort de la résilience économique sous la présidence Trump. « Le revenu personnel est en hausse de +0,8 % ! C'est presque le TRIPLE des prévisions ! On pourrait parler de beaucoup de problèmes, mais quand on regarde les revenus sur les quatre premiers mois de l'année, ce sont des chiffres impressionnants ! En hausse de six dixièmes en janvier, de sept dixièmes en février, d'un demi pour cent le mois dernier, et de huit dixièmes ce mois-ci.

Terminons pour ce vendredi 30 par une intéressante analyse de l'économiste Kathleen Tyson : « Le chapitre le plus difficile à écrire sur le mercantilisme multidevises a été "Le défi de la dette". Depuis que les gouvernements et les banques centrales ont découvert qu'ils pouvaient accroître leurs dépenses budgétaires en imprimant simplement de la monnaie pour acheter de la dette souveraine, c'est exactement ce qu'ils font.

Les marchés obligataires sont désormais déstabilisateurs. Les taux d'intérêt du marché augmentent même si les banques centrales abaissent ou maintiennent leurs taux directeurs à un niveau plus bas.

La dette publique totale dépasse désormais 100 % du PIB mondial.

Nous avons atteint la "domination budgétaire" (ou « dominance fiscale »), où le coût du service des intérêts de la dette nécessite une émission primaire toujours plus importante de nouvelle dette.

Rien ne prouve que les gouvernements ou les banques centrales perçoivent le risque et agiront de manière responsable pour réduire les dépenses. Trump veut au moins 2 000 milliards de dollars de déficit supplémentaire. Rien de tout cela ne produira de rendements productifs.

Le FMI conseille de renforcer la confiance du public, de taxer équitablement et de gérer les ressources avec sagesse. Vous voyez cela chez vous ? La plupart détestent l'ignoble gouvernement britannique, les impôts les plus élevés jamais enregistrés et les ressources cédées à des oligarques étrangers irresponsables, au prix d'un coût exorbitant pour les consommateurs. Au lieu de collaborer pour résoudre la crise de la dette, le monde se divise en blocs : l'Anglosphère, l'UE et l'Asie unifiée (le Conseil de coopération du Golfe rejoignant l'ASEAN+3). Seule l'Asie unifiée a une chance raisonnable de faire de meilleurs choix politiques et de stabiliser ses économies grâce à la coopération économique, financière et en matière de ressources. Je leur souhaite bonne chance ».

Note sur la dominance fiscale : « On doit distinguer deux régimes en ce qui concerne les relations entre la politique budgétaire et la politique monétaire.

Le régime de "*dominance monétaire*" est caractérisé par une situation où la Banque centrale détermine sa politique monétaire en fonction de ses objectifs (dans les économies contemporaines, essentiellement le respect d'un objectif d'inflation) et où l'Etat assure la soutenabilité de la dette publique. Cela veut dire qu'il dégage un surplus budgétaire primaire (le déficit public hors intérêts sur la dette publique) suffsant pour que le taux d'endettement public soit stable, ne progresse pas. Si la politique monétaire devient plus restrictive, les taux d'intérêt à court terme et à long terme augmentent, et le surplus budgétaire primaire qui est nécessaire devient plus important : il y a alignement de la politique monétaire et de la politique budgétaire, à l'initiative de la politique monétaire, d'où le nom de "dominance monétaire" donné à ce régime.

Le second régime est le régime de "*dominance fiscale*". Dans ce régime, l'État mène une politique budgétaire expansionniste, et maintient dans le long terme un déficit budgétaire primaire important. Pour contrer une hausse sans limite du taux d'endettement public, c'est la politique monétaire qui doit s'adapter. La Banque centrale oublie ses objectifs naturels (en particulier la stabilité des prix) et mène une politique monétaire telle que la soutenabilité de la dette publique est maintenue. Il peut s'agir d'une baisse des taux d'intérêt, qui deviennent inférieurs à la croissance potentielle, et qui permettent qu'il y ait un déficit budgétaire primaire continuel. Il peut s'agir aussi d'un quantitative easing irréversible : le fait que la Banque centrale achète des titres publics et ne les revende jamais est équivalent à l'annulation de ces titres publics, puisque la Banque centrale reverse ses profits à l'État, donc lui reverse les intérêts reçus sur les titres publics qu'elle détient. Donc, dans le régime de dominance fiscale, la politique monétaire s'ajuste à l'orientation de la politique budgétaire pour préserver la soutenabilité de la dette publique » (Patrick Artus dans « Option Finance » du 22 avril 2025).

Le régime de la « dominance fiscale » met évidemment à mal le principe d'indépendance de la Banque centrale.

Patrick Artus estime que « le régime de dominance fiscale va s'installer durablement, aux États-Unis comme dans la zone euro.

Le déficit budgétaire des États-Unis est sur une tendance d'au moins 2 000 milliards de dollars en 2025 (7,1 % du PIB, contre 6,2 % en 2023 et 6,4 % en 2024 – soit 1 800 milliards de dollars). Avec l'affaiblissement de la croissance, avec l'augmentation rapide des dépenses de retraite des employés du secteur public, des dépenses de santé (Medicare), des dépenses militaires et des intérêts de la dette publique, la perspective est celle du maintien d'un déficit public très élevé, les coupes dans les dépenses fédérales étant en réalité beaucoup plus faibles que le montant revendiqué par Elon Musk et la hausse des droits de douane devant financer des baisses d'impôts. Si la Réserve fédérale, qui sera de plus confrontée au maintien d'une inflation forte (l'inflation sous-jacente est stable depuis plusieurs mois autour de 3 %, et elle va être accrue par la réduction du nombre d'immigrés sans papiers qui ont un travail et par la hausse des droits de douane), maintient une politique monétaire un peu restrictive, le taux d'endettement public va s'envoler (le Congressional Budget Office l'estime à 122 % du PIB en 2034 contre 100 % du PIB en 2024). Il est probable que, lorsque Jérôme Powell finira son mandat de président de la Réserve fédérale en mai 2026, le nouveau président nommé par Donald Trump passera à une politique monétaire plus expansionniste, de manière à stabiliser le taux d'endettement public, et que, donc, les États-Unis passeront en régime de dominance fiscale [Le 21 juin, le Président Trump répète que Jerome Powell est un "crétin", un "imbécile", un "anti-Trump", et qu'en baissant les taux directeurs, il pourrait faire économiser 1000 milliards de dollars par an aux États-Unis].

Regardons maintenant la situation de la zone euro. Le déficit public qui était attendu dans la zone euro en 2025 était identique à celui de 2024 : 3,2 % du produit intérieur brut. Mais le nouveau gouvernement allemand prévoit un programme de 500 milliards d'euros en 10 ans d'investissement en infrastructures ; la Commission européenne accepte d'exclure du calcul du déficit public (limité à 3 % du PIB) la hausse des dépenses militaires. De plus, si on suit le rapport de Mario Draghi, c'est 2,5 % de PIB chaque année que le secteur public devra investir, en plus de ses dépenses actuelles, dans la transition énergétique et dans le financement des innovations de rupture et des investissements dans l'intelligence artificielle. Si le poids des dépenses militaires en Europe devient identique au poids des dépenses militaires aux États-Unis, si les préconisations du rapport Draghi sont mises en place, c'est au moins 4 points de PIB de dépenses publiques supplémentaires qui vont être nécessaires. Puisqu'il serait très di!icile d'accroître la pression fiscale en Europe, dans la situation de concurrence fiscale entre les pays européens et entre l'Europe et les États-Unis, et puisqu'il semble également difficile de réduire les dépenses de protection sociale (qui représentent 27 % du PIB de l'Union européenne), cette hausse des dépenses publiques aboutira à une hausse du déficit public. Sans correction, cela ferait passer le taux d'endettement public de la zone euro de 87,7 % du PIB en 2024 à 102 % du PIB en 2027. Il est donc très probable que la BCE, comme la Réserve fédérale, va passer à une politique de dominance fiscale, avec une forte baisse de ses taux d'intérêt et peut-être le retour du quantitative easing, afin d'éviter l'accroissement rapide du taux d'endettement public. Comme aux États-Unis, cela impliquerait l'abandon de l'objectif d'inflation, puisque l'inflation sous-

jacente (hors énergie et alimentation) est de 2,4 % dans la zone euro, supérieure à l'objectif de 2 %. Mais, compte tenu des besoins d'investissement publics supplémentaires, conserver une politique monétaire neutre aboutirait à une hausse violente du taux d'endettement public.
La Réserve fédérale et la Banque centrale européenne vont donc être confrontées (c'est déjà le cas aux États-Unis) à des déficits publics très importants. Nous ne croyons donc pas qu'elles pourront éviter de passer à un régime de dominance fiscale, c'est-à-dire de mener une politique monétaire très expansionniste qui limite l'effet des déficits publics sur le taux d'endettement public. Cela veut dire qu'il faut anticiper dans les deux pays une baisse des taux d'intérêt à court terme et une inflation assez forte ».

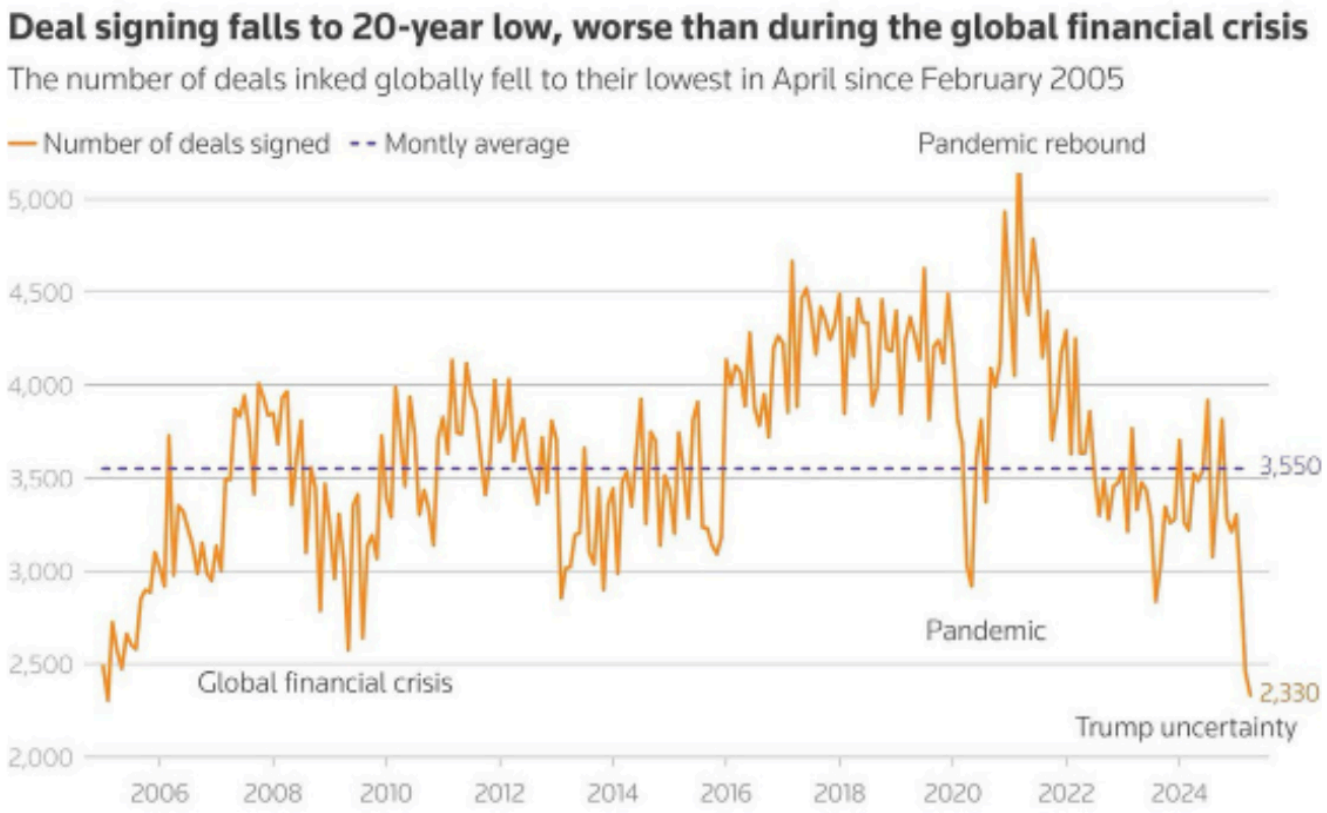
En commentaire, le professeur de finance Cetin Ciner écrit : « Tout cela est vrai, mais il faut noter que la dette publique est l'épine dorsale de notre système capitaliste actuel. Surcapacités et faibles taux de profit empêchent le secteur privé de subvenir à ses besoins. Sans déficits massifs, nous assisterions à de graves troubles sociaux et au chômage. Je ne pense pas que cela puisse durer ».

Également le 30 mai, le Président Trump déclare : « je suis très heureux d'annoncer qu'après toutes ces années, je suis d'accord avec la sénatrice Elizabeth Warren sur un point. Le plafond de la dette devrait être entièrement supprimé afin d'éviter une catastrophe économique. Il est trop dévastateur pour être laissé entre les mains de politiciens qui pourraient vouloir l'utiliser, malgré les conséquences désastreuses qu'il pourrait avoir sur notre pays et, indirectement, sur le monde entier. Quant à la deuxième déclaration de la sénatrice Warren concernant les 4 000 milliards de dollars, je l'apprécie également, mais il faudrait que cela se fasse sur une période aussi courte que possible. Républicains et démocrates, unissons-nous et AGISSONS !
Réaction de « Mark the financier » : « ce à quoi nous assistons n'est pas un geste politique aléatoire : il s'agit d'un positionnement en prévision d'une tempête économique maîtrisée. Supprimer le plafond de la dette maintenant, avant que la panique ne s'installe complètement, témoigne d'une préparation stratégique. Lorsque les marchés mondiaux commenceront à craquer – et ils le feront –, les capitaux chercheront la sécurité. Et cette sécurité restera les bons du Trésor américain. Cette décision garantit une marge de manœuvre pour absorber des milliers de milliards de dollars d'afflux sans contrainte. Il ne s'agit pas seulement d'un changement de politique. C'est la dernière étape de la préparation à la phase de réinitialisation. L'or a sans aucun doute constitué un signal fort dès le début. Mais lorsque la panique frappera et que la liquidité se tarira à l'échelle mondiale, l'or ne pourra pas absorber des flux de plusieurs milliers de milliards. Les bons du Trésor restent le seul marché suffisamment profond et liquide pour encaisser la rotation, surtout après le signal du plafond de la dette. Ils préparent le terrain ».

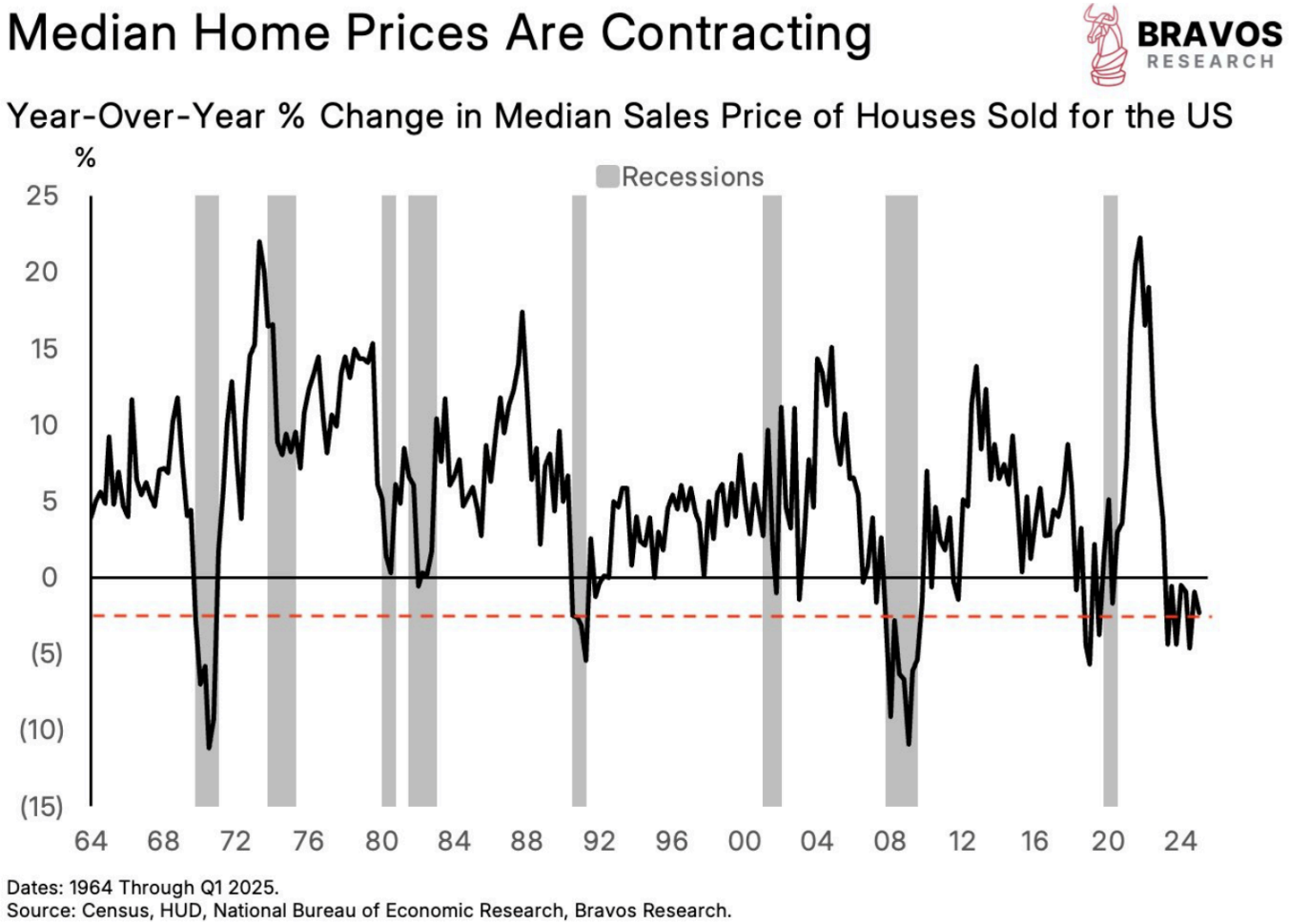
Le samedi 31mai, la Maison Blanche annonce que les tarifs sur l'acier et l'aluminium vont passer de 25% à 50% à partir de la semaine prochaine…
L'Union européenne déclare « déplorer vivement » l'augmentation annoncée des droits de douane sur l'acier américain à 50 % et que des « contre-mesures » sont en préparation. L'UE affirme que cette augmentation des droits de douane « sape » les efforts en cours pour parvenir à un accord commercial.

Le dimanche 1er juin, « Barchart » constate que le R.-U dépasse la Chine comme 2ème plus grand détenteur de bons du Trésor des E.-U pour la 1ère fois en 25 ans :

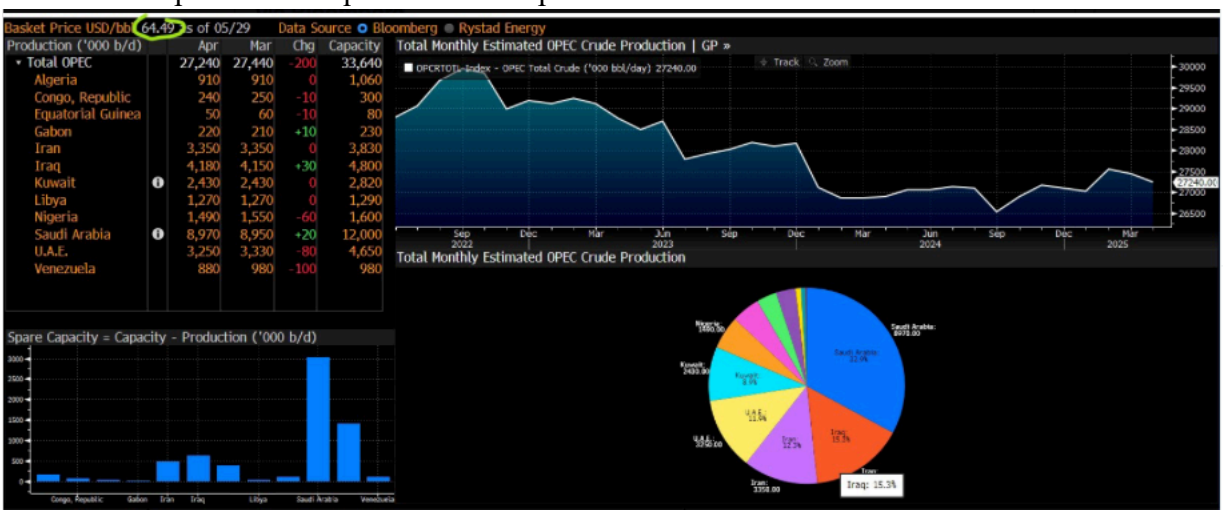
Et aussi que l'activité de fusions et acquisitions tombe à son plus bas niveau depuis 20 ans, et donc que cela est plus grave que lors de la crise financière mondiale :



Une autre information est transmise par « Bravos Research » : les prix de l'immobilier connaissent une forte baisse et leurs niveaux sont proches de ceux de 1970, 1990, 2008 et 2020, c'est-à-dire lors de récessions :

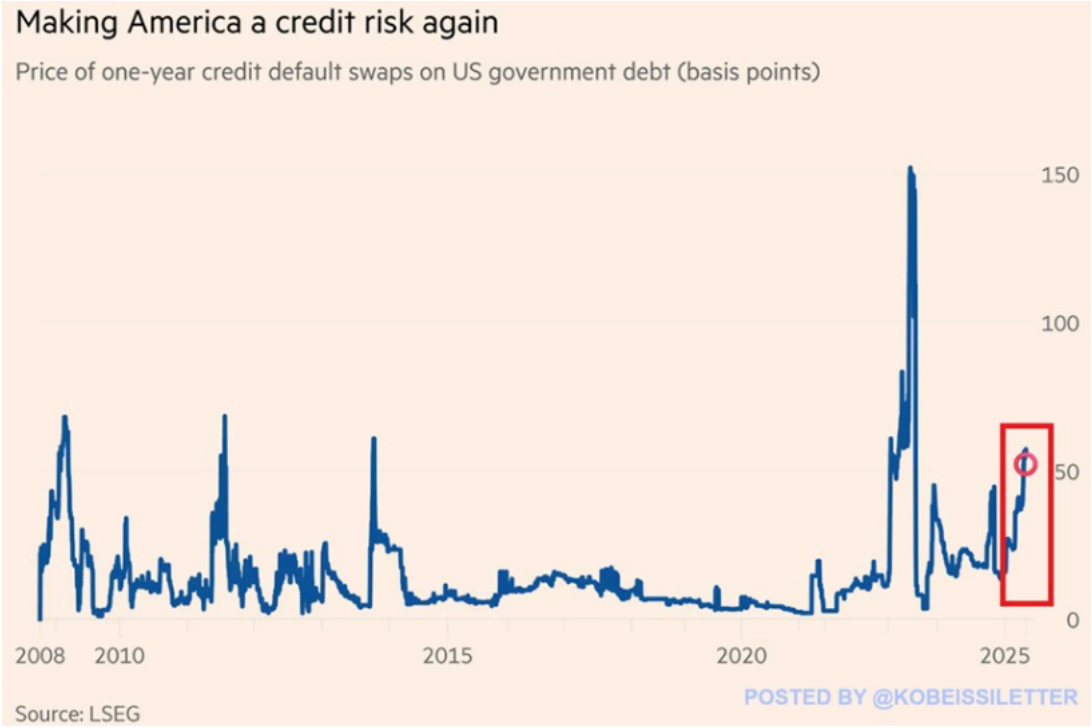


Également le 1er juin, on apprend que le secrétaire américain au Trésor, Bessent, accuse la Chine de retenir des produits essentiels à la chaîne d'approvisionnement industrielle américaine.
Et le porte-parole du ministère chinois de la Défense considère que les États-Unis ont l'habitude d'utiliser le Shangri-La Dialogue pour « créer des conflits, semer la discorde et rechercher des intérêts égoïstes » (le Shangri-La Dialogue est la conférence annuelle qui se tient dans un hôtel à Singapour qui porte ce nom-là et dont le sujet central est la sécurité dans la zone Asie-Pacifique).
Par ailleurs, on apprend aussi que l'OPEP resserre l'offre rapidement et très nettement ; ce qui redonne à l'Arabie Saoudite sa place de banque centrale du pétrole :



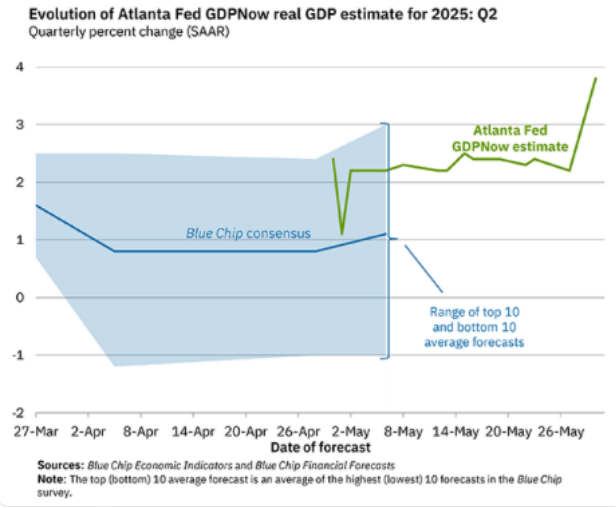
Source : Bloomberg

Toujours le 1er juin et sur X, « AIFRontier » considère que « nous venons d'offrir à la Chine le plus beau cadeau de l'histoire économique : pendant 40 ans, la Chine nous a vendu des produits bon marché et a racheté notre dette coûteuse. Maintenant, elle garde les produits bon marché pour elle et nous achetons des produits de remplacement coûteux à… ses voisins qui achètent à la Chine.
Le PIB de Singapour vient de bondir de 40 % et personne n'a remarqué pourquoi : chaque conteneur chinois détourné fait désormais escale à Singapour, porte l'autocollant "Fabriqué à Singapour", puis est expédié aux États-Unis sans droits de douane. La Malaisie, le Vietnam et le Mexique connaissent le même miracle.
Nous ne punissons pas la Chine, nous créons le tour de passe-passe le plus lucratif du monde ».
Et « Jogger » fait le commentaire suivant : « n'oublions pas que grâce à la vaste gamme de produits chinois à prix abordable, les Américains ont pu bénéficier de taux d'intérêt extrêmement bas jusqu'en 2018, en plus de toutes sortes de produits, ce qui a entraîné un taux d'inflation extrêmement bas. Ne croyez pas que la Chine en ait été la principale bénéficiaire ».
« The Kobeissi Letter » est de son côté et le même jour plutôt alarmant : « Les swaps de défaut de crédit (CDS) américains à 1 an ont atteint 52 points de base, un niveau proche de leur plus haut niveau depuis 2023.
Hors crise du plafond de la dette de 2023, le coût de l'assurance contre le défaut de paiement du gouvernement américain est à son plus haut niveau depuis 12 ans.
Par ailleurs, l'encours des swaps de défaut de paiement a augmenté d'environ 1 milliard de dollars cette année, pour atteindre 3,9 milliards de dollars, soit le deuxième niveau le plus élevé depuis 2014.
Cela intervient alors que les investisseurs sont de plus en plus préoccupés par l'augmentation du déficit public américain.
Les États-Unis ont atteint leur limite d'emprunt statutaire en janvier et ont eu recours à des "mesures extraordinaires" pour éviter un défaut de paiement.

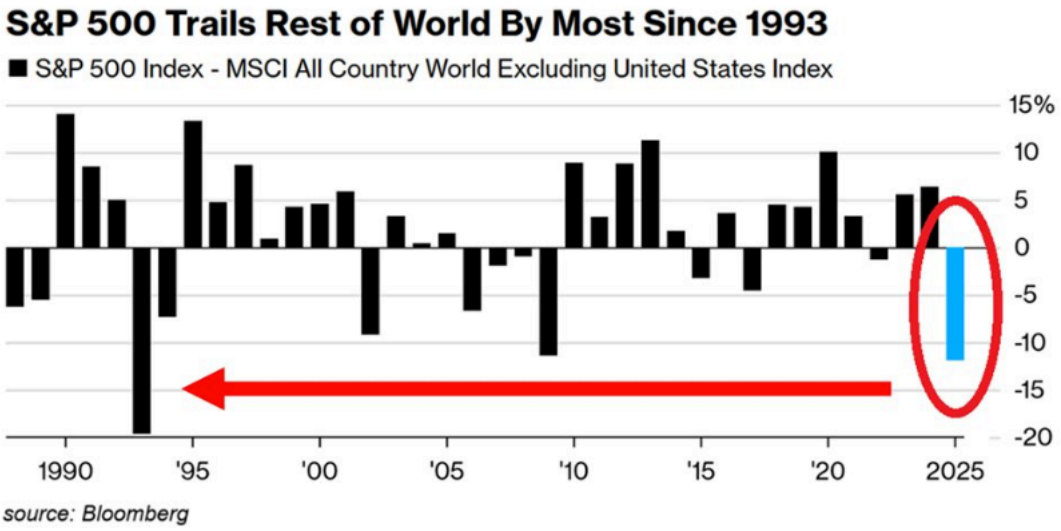


Mark Zaccardi constate que la corrélation entre le dollar et les rendements des bons du Trésor s'effondre, mais il est vrai que cela s'était déjà passé lors du 1er mandat de D. Trump et aussi d'autres fois précédemment :

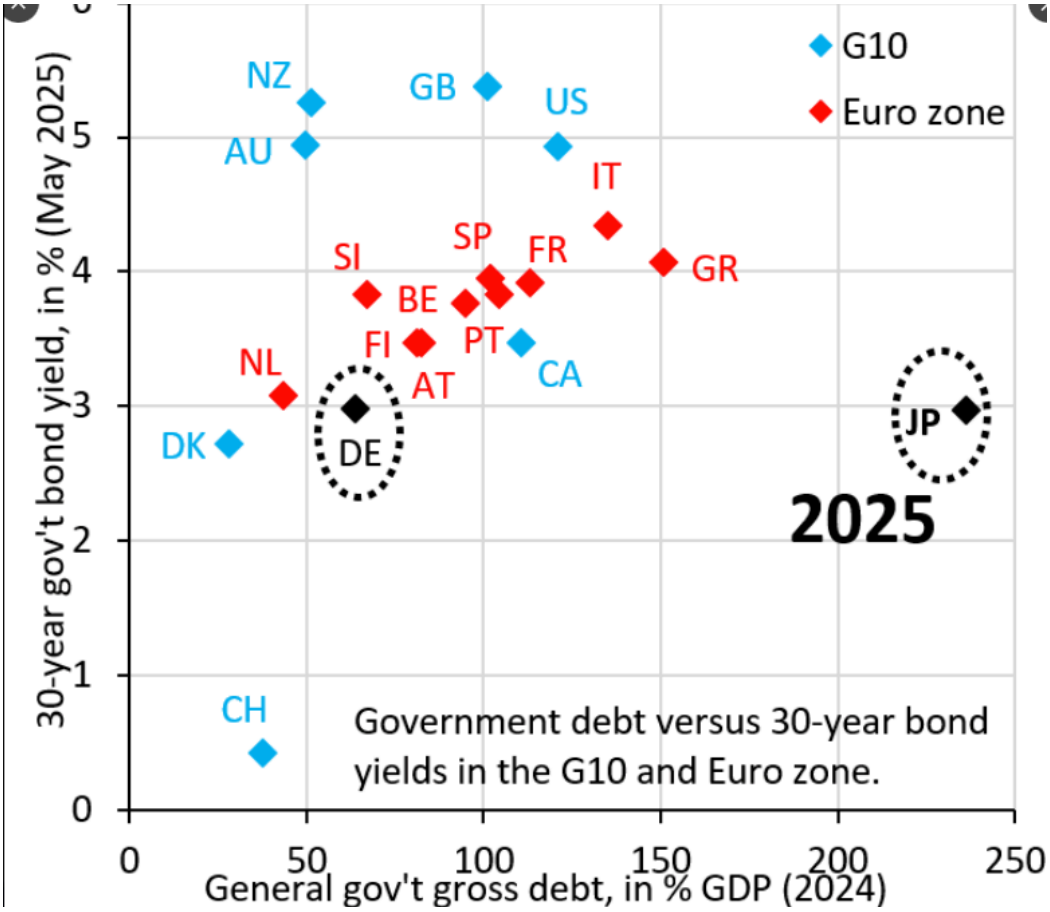
On apprend aussi ce 1er juin que la Chine « prendra des mesures énergiques pour sauvegarder ses droits et intérêts légitimes » si les États-Unis persistent à « suivre leur propre voie et continuent de saper les intérêts de la Chine ».
L'économiste Daniel Lacalle apprend que « la dernière estimation de GDPNow pour le PIB du deuxième trimestre grimpe à +3,8 %. Hé, mais, mais, mais… "récession" » :



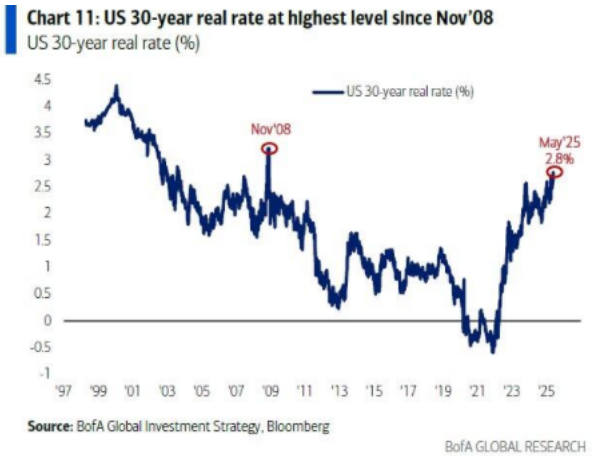
Par contre, « Global Markets Investor » pense que « c'est l'une des pires années de l'histoire du marché boursier américain puisque le S&P 500 a sous-performé les actions mondiales, hors États-Unis, de 12 points de pourcentage depuis le début de l'année, soit la plus forte baisse en 32 ans. C'est encore pire que pendant la Grande Crise financière. Une nouvelle ère s'ouvre.



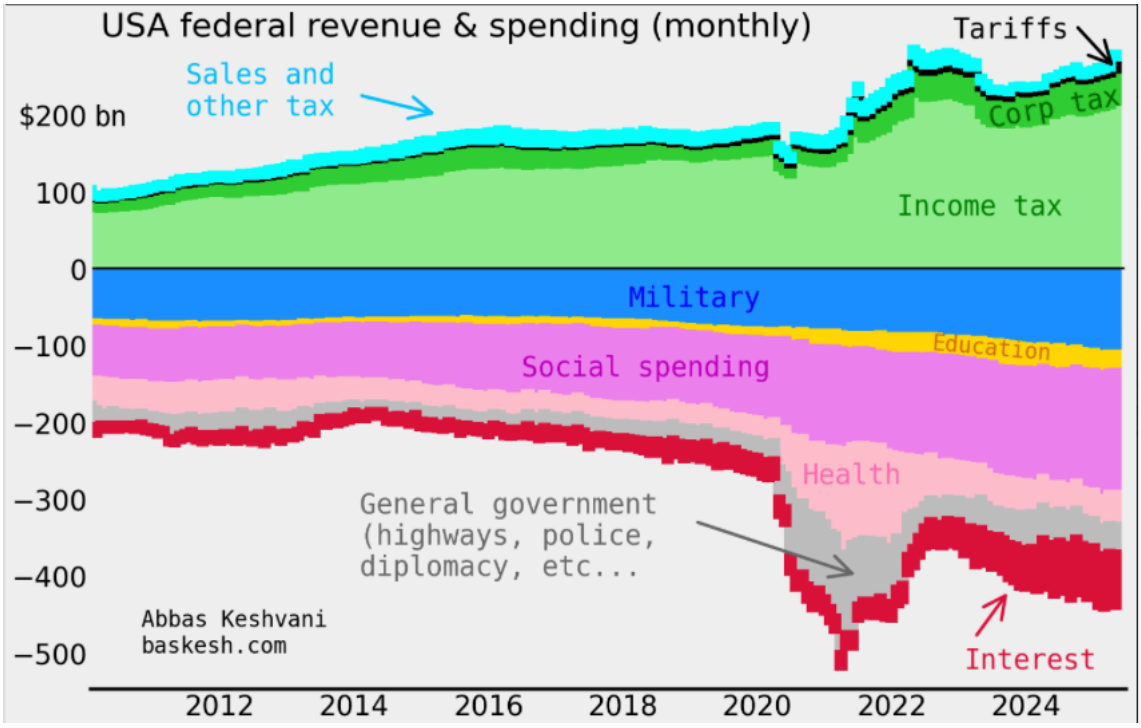
« Robin Brooks » insiste sur une différence notable : « Le rendement des obligations d'État japonaises à 30 ans a fortement augmenté ces derniers mois et s'établit désormais à 3 %. C'est le même niveau de rendement que celui de l'Allemagne, mais la dette publique allemande s'élève à 60 %, contre 240 % pour le Japon. Les rendements japonais restent bien trop faibles, compte tenu du niveau astronomique de la dette publique japonaise » ; et produit le graphique suivant :



« Markets & Mayhem » s'esclaffe : « Oh là là ! Le taux réel américain à 30 ans est à son plus haut niveau depuis novembre 2008 ! »



Un autre graphique intéressant :



Et, comme le note « Global Markets Investor », « aux États-Unis, le nombre de personnes cumulant plusieurs emplois n'a jamais été aussi élevé : le nombre de personnes cumulant plusieurs emplois approche le chiffre record de 8,9 millions. Cela représente 5,4 % de l'emploi total des ménages, soit le deuxième niveau le plus élevé depuis la Grande Crise financière. Les gens cumulent plusieurs emplois pour joindre les deux bouts ».

Comme le montre bien le schéma ci-dessus, les recettes douanières ont nettement progressé : celles perçues aux États-Unis en mai ont atteint un record de 22,3 milliards de dollars, contre 16,5 milliards en avril. Les droits de douane et certaines taxes d'accise ont plus que doublé au cours des deux derniers mois. Depuis le début de l'année, le gouvernement a perçu environ 67,2 milliards de dollars de recettes douanières. Par conséquent, les droits de douane représentent désormais 4 % des recettes fédérales totales, contre 2 % en moyenne ces dernières années. Les recettes douanières augmentent rapidement.

Tout autre sujet, la forte augmentation du nombre de ceux qui (aux États-Unis) cumulent plusieurs emplois :

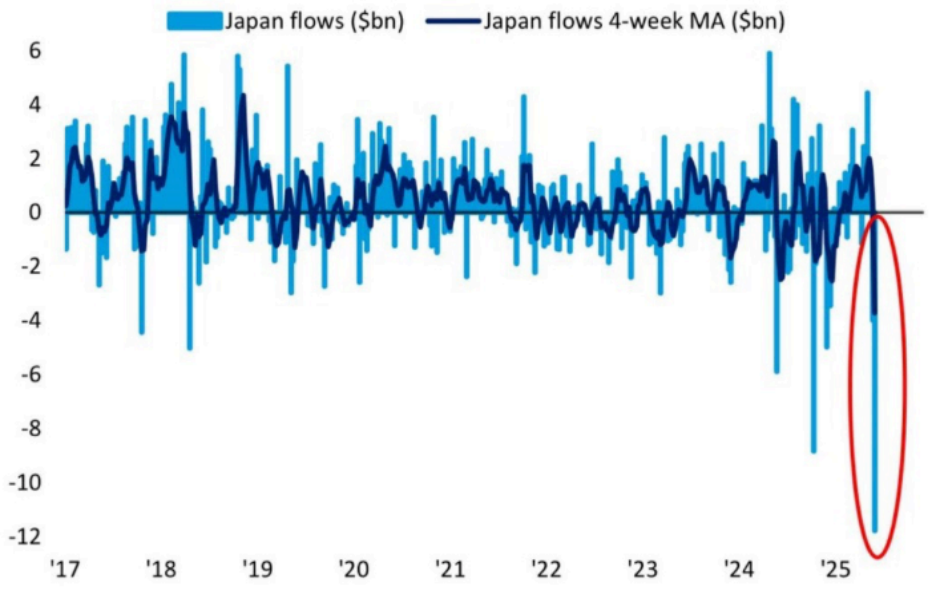
Et un des commentateurs ajoute : « l'augmentation du nombre de cumulant plusieurs emplois reflète une pression économique plus forte, d'autant plus que l'inflation dépasse les salaires. Avec 5,4 % des

travailleurs jonglant avec leur emploi, cette situation souligne la nécessité d'une croissance des salaires, de meilleurs filets de sécurité sociale et de politiques visant à réduire les inégalités de revenus ».
Information de Morgan Stanley : « Le montant des obligations en dollars américains détenues par des étrangers est à son plus haut niveau jamais enregistré, ce qui suggère qu'il existe encore des acheteurs d'actifs en dollars américains dans le reste du monde, en particulier d'actifs en dollars américains de haute qualité. »

Le 2 juin, publication du discours prononcé en Corée du Sud par l'un des gouverneurs de la Fed, Christopher J. Waller, sur « les effets des tarifs douaniers sur les trois « I » : inflation, la persistance de l'inflation et les anticipations d'inflation » (https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/waller20250601a.pdf).
Ce même jour, la Chine déclare qu'elle « prendra des mesures énergiques pour sauvegarder ses droits et intérêts légitimes » si les États-Unis persistent à « suivre leur propre voie et continuent de saper les intérêts de la Chine ».
Ce même jour, « The KobeissiLetter » relaie plusieurs informations :
• « Les estimations de croissance du PIB américain sont de nouveau en hausse : avec la conclusion d'accords commerciaux et le report des droits de douane, la croissance du PIB au deuxième trimestre est désormais estimée à +2,8 %. Le 1er mai, une croissance du PIB de seulement +0,4 % était attendue au deuxième trimestre, selon @Kalshi.
Par ailleurs, les prévisions de croissance du PIB réel de la Fed d'Atlanta pour le deuxième trimestre (GDPNow) ont été revues à la hausse, à +4,6 %.
Les États-Unis peuvent-ils éviter une récession ? »
• « Le déficit commercial américain a diminué de 74,7 milliards de dollars en avril, pour atteindre 87,6 milliards de dollars, son plus bas niveau depuis septembre 2023. Les importations de biens ont chuté de 68,4 milliards de dollars, pour atteindre 276,1 milliards de dollars, leur plus bas niveau depuis octobre 2024. Il s'agit également de la plus forte baisse mensuelle jamais enregistrée, due à l'instauration de nouveaux droits de douane sur les importations. Les exportations de biens ont bondi de 6,3 milliards de dollars, pour atteindre 188,5 milliards de dollars, un record historique.
Il s'agit d'un net renversement de tendance par rapport au déficit commercial record enregistré en mars, les entreprises ayant accumulé des biens de consommation pour éviter les droits de douane anticipés.
Les droits de douane réduisent le déficit commercial ».
• Les États-Unis ont prolongé leur pause tarifaire sur certains produits chinois jusqu'au 31 août.
• [Autre information déjà évoquée ici :] la relation entre le dollar américain et les rendements des bons du Trésor s'est dégradée :
Depuis le 2 avril, le rendement des obligations à 10 ans a augmenté de 27 points de base, pour atteindre 4,43 % ; et dans le même temps, l'indice du dollar américain, $DXY, a reculé de 5,2 %, atteignant un niveau proche de son plus bas niveau en trois ans.
Il s'agit d'un changement significatif par rapport à la tendance observée ces dernières années, où les rendements du dollar américain et des bons du Trésor évoluaient avec une forte corrélation positive.
La guerre commerciale modifie les relations de longue date entre les classes d'actifs ».
Commentaire de « Alva » : « ce découplage entre le DXY et les rendements à 10 ans bouleverse des années de stratégie. Une hausse des rendements se traduit généralement par un dollar plus fort, mais aujourd'hui, ce sont l'inquiétude liée aux déficits, les dégradations de notes de Moody's et le risque de guerre commerciale qui poussent les capitaux mondiaux vers des valeurs refuges comme l'or et le franc suisse.
Les investisseurs ne sont pas seulement effrayés par les taux : ils observent en temps réel l'érosion du risque politique américain et de la confiance institutionnelle. Le retour de la guerre commerciale alimente le feu : les droits de douane perturbent les chaînes d'approvisionnement, alimentent l'inflation et rendent les actifs américains moins attractifs pour les allocataires mondiaux.
Nous assistons à un scénario rare : hausse des rendements, affaiblissement du dollar et pression sur les actions ».
Décision importante de l'administration de D. Trump : elle souhaite que les pays présentent leur meilleure offre sur les négociations commerciales d'ici mercredi, alors que les responsables cherchent à accélérer

les discussions avec plusieurs partenaires avant une date limite auto-imposée dans seulement cinq semaines, selon un projet de lettre aux partenaires de négociation consulté par Reuters. Trump précise que la suspension des droits de douane prendra fin dans 36 jours et Les États-Unis ont prolongé leur pause tarifaire sur certains produits chinois jusqu'au 31 août.
Selon « StockMarket.News », « même les fonds spéculatifs étrangers, qui adorent généralement s'emparer des obligations japonaises sous-évaluées, hésitent. Pourquoi ? Parce que le marché est trop instable.
Personne ne sait où les rendements vont se stabiliser, et tenter de rattraper un couteau qui tombe ici pourrait être un suicide financier.
Pourquoi est-ce important à l'échelle mondiale ? Parce que les institutions japonaises sont des acteurs majeurs de la finance mondiale. Ils sont les principaux détenteurs de bons du Trésor américain, de dette européenne et d'obligations des marchés émergents, et leurs mouvements ont des répercussions partout.
La hausse des rendements des JGB pourrait inciter les investisseurs japonais à rapatrier leurs capitaux, réduisant ainsi leur appétit pour la dette étrangère et augmentant potentiellement les coûts d'emprunt à l'étranger.
De plus, nous observons des sorties de capitaux records sur les marchés boursiers japonais. En une semaine seulement, les fonds d'actions japonais ont vu plus de 11 milliards de dollars de sorties de capitaux, soit la plus importante sortie hebdomadaire jamais enregistrée. Environ 8 milliards de dollars ont été retirés directement de seulement trois ETF liés à l'indice Topix. Cette forte hausse des sorties de capitaux a propulsé la moyenne mobile sur 4 semaines à un niveau record de 4 milliards de dollars.

Chart 13: Biggest weekly outflow ever from Japan equity funds
Flows to Japan equity funds, weekly vs 4-wk ma ($bn



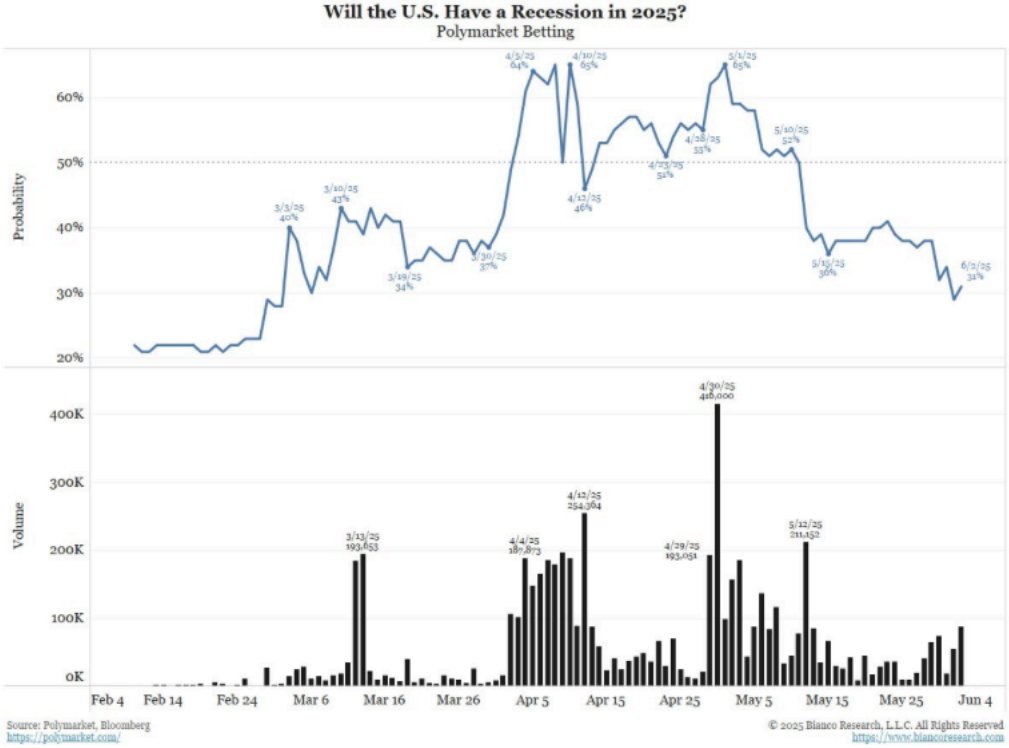
Source: BofA Global Investment Strategy, EPFR

BofA GLOBAL RESEARCH

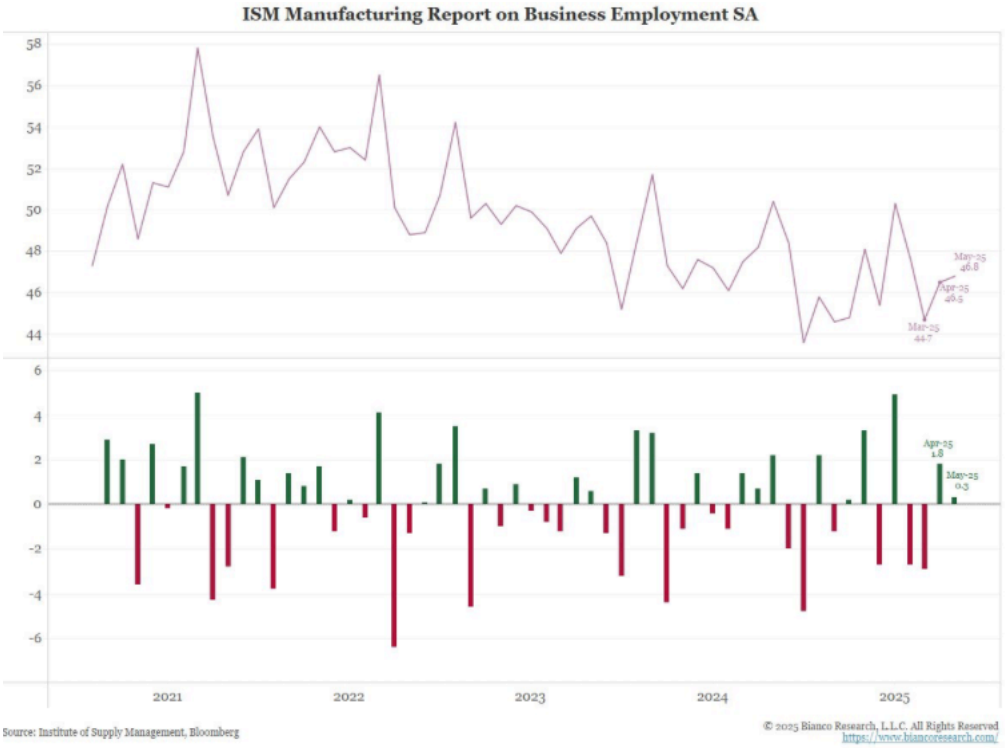
Mais voici le hic : les investisseurs ne se tournent pas non plus vers les obligations d'État japonaises.
En réalité, les investisseurs nationaux et étrangers se désintéressent des obligations d'État japonaises à long terme. Les investisseurs étrangers ont vendu pour 334,4 milliards de yens (2,3 milliards de dollars) d'obligations d'État japonaises à long terme en une seule semaine, marquant ainsi quatre semaines consécutives de sorties de capitaux. Une récente adjudication d'obligations d'État japonaises à 40 ans a suscité la plus faible demande depuis près d'un an, poussant les rendements à 3,375 %.
Pourquoi s'en soucier ? Car il ne s'agit pas seulement de turbulences locales.
Si les investisseurs japonais commencent à rapatrier leurs capitaux ou à se défaire du fameux carry trade sur le yen (emprunter des yens à faible rendement pour investir à l'étranger), cela pourrait déclencher une volatilité mondiale majeure. Les devises, les actions et les marchés de la dette étrangère en subiraient tous les effets. La hausse des rendements des obligations japonaises = une baisse des achats étrangers = des ondes de choc potentielles sur les marchés financiers mondiaux.

Pourquoi est-ce important à l'échelle mondiale ? Parce que les institutions japonaises sont des acteurs majeurs de la finance mondiale.
Ils sont les principaux détenteurs de bons du Trésor américain, de dette européenne et d'obligations des marchés émergents, et leurs mouvements ont des répercussions partout ».

Pour Jim Bianco, « les probabilités de récession sur Polymarket ont culminé à 65 % le 1er mai, date de publication de l'ISM d'avril, ce qui suggère que le jour de la Libération et la correction boursière de 20 % n'ont pas affecté l'économie, contrairement aux “données molles“ qui l'avaient prédit. Les données ultérieures d'avril l'ont confirmé. Le mois de mai sera-t-il marqué par une nouvelle vague de récession ?

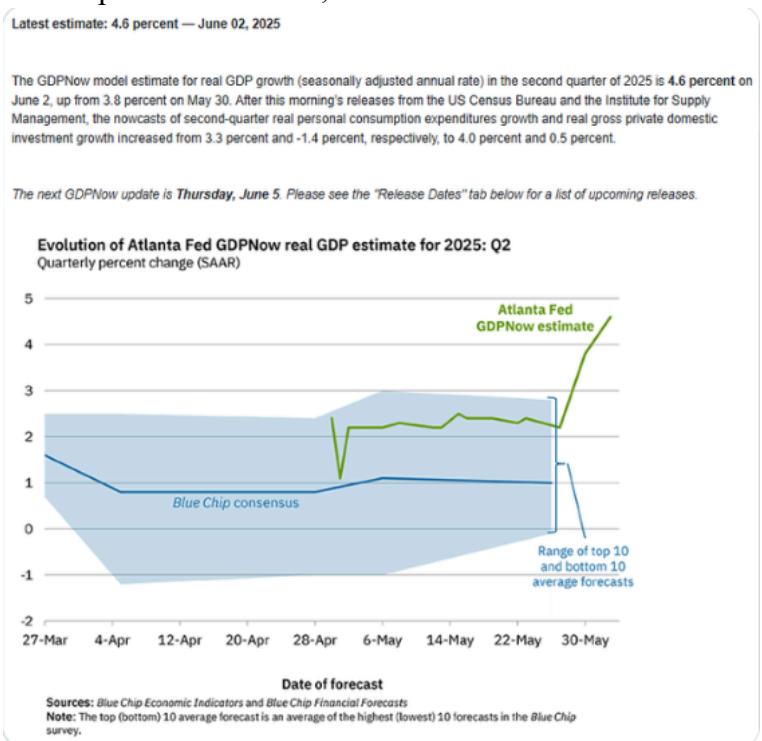


Depuis des mois, le discours dominant sur le marché est que le marché du travail va s'effondrer, obligeant la Fed à baisser ses taux. Ce n'est pas le cas et, jusqu'à présent, les données d'enquête “soft“ se sont révélées très erronées quant aux prévisions économiques. L'indice ISM de l'emploi a progressé en mai par rapport à avril. Les premières données mensuelles de mai suggèrent que le marché du travail ne faiblit toujours pas.

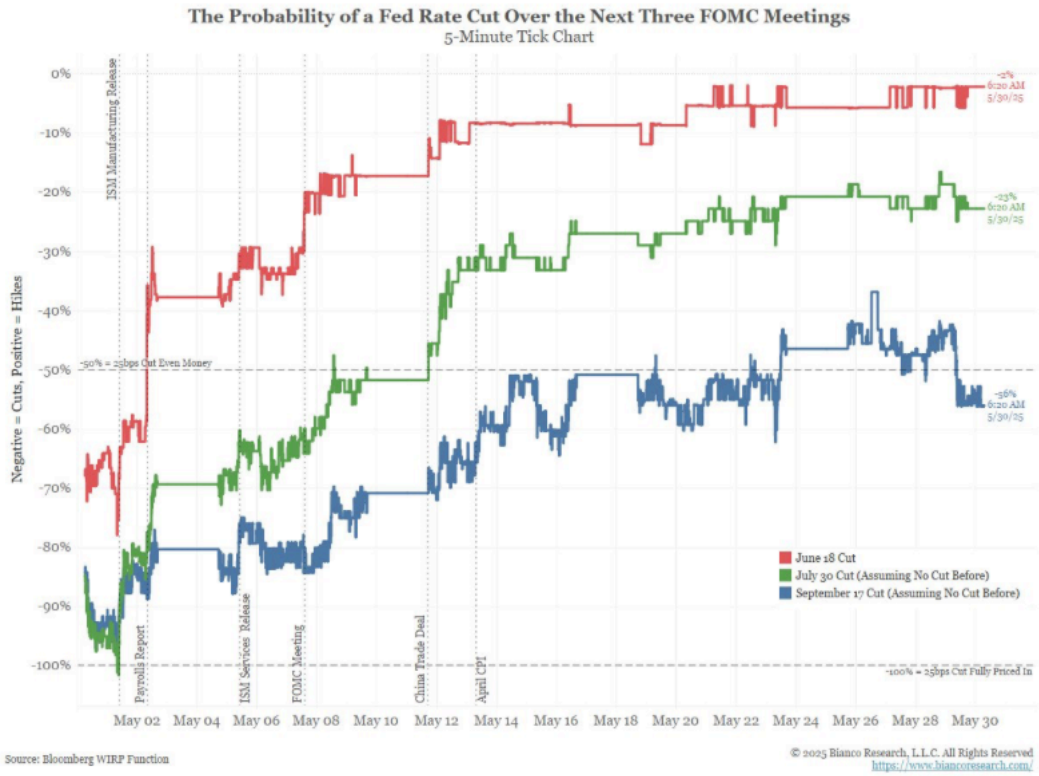


Les nouvelles commandes ISM sont incluses dans l'indice des indicateurs économiques avancés (ILE). Elles ont légèrement augmenté en mai par rapport à avril. En d'autres termes, cette composante de l'ILE ne ralentit pas non plus.

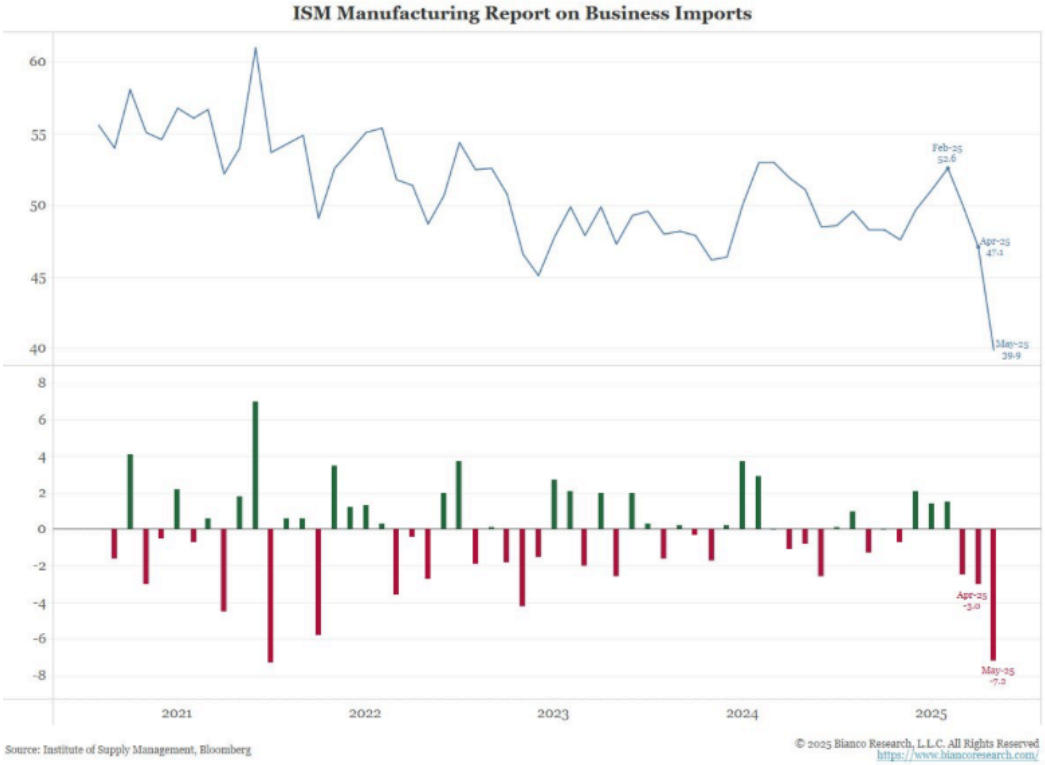
Cette série, ainsi que la publication des dépenses de construction aujourd'hui, ont poussé le PIB actuel de la Fed d'Atlanta à un niveau époustouflant de 4,6 %.



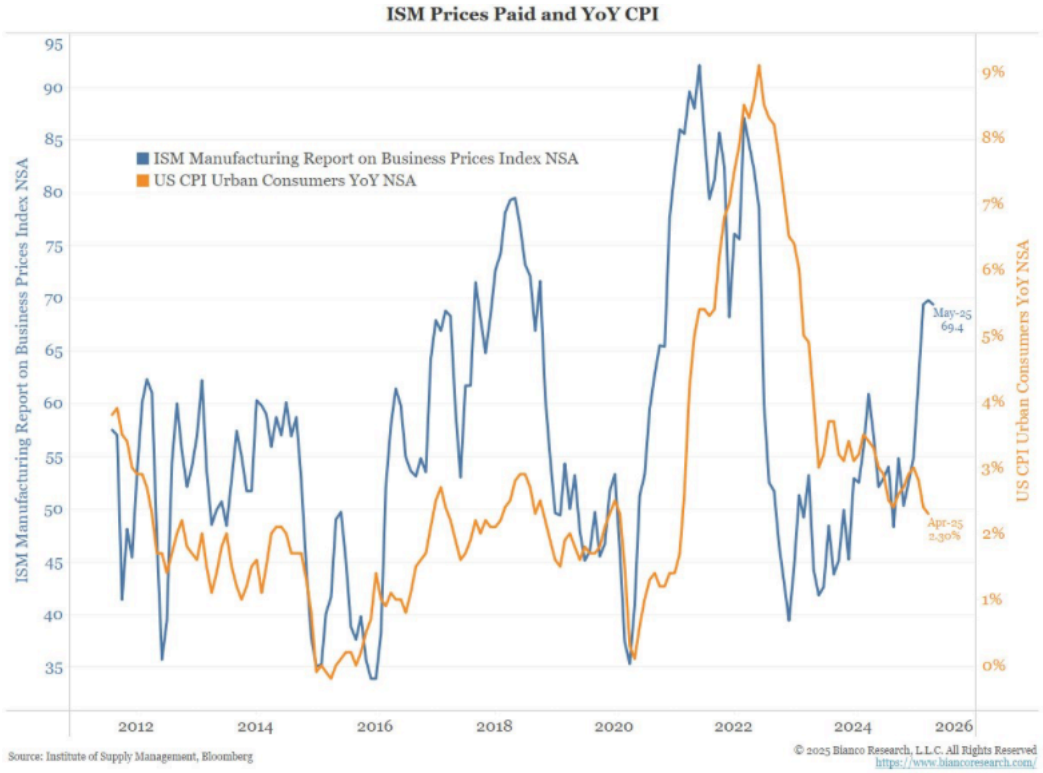
En plus de ce qui précède, les estimations du PIB devraient encore augmenter ! La baisse des importations stimule le PIB.



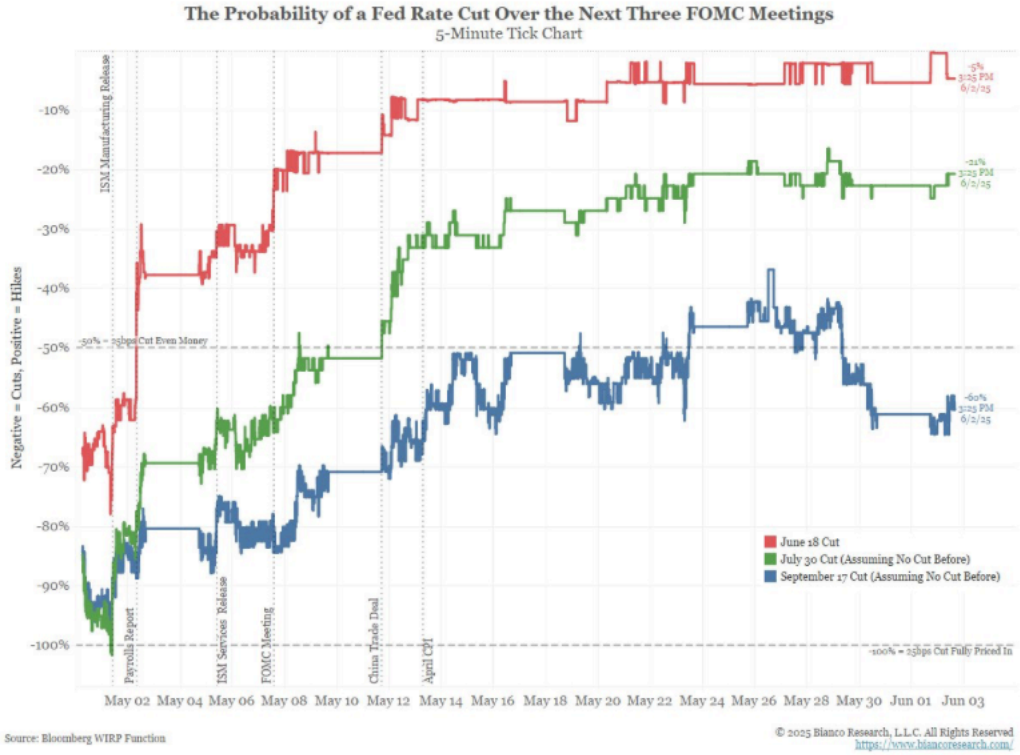
L'indice ISM des importations a enregistré une baisse plus importante en mai qu'en avril (deux dernières barres, panneau inférieur).
Inscription ISM des importations manufacturières américaines à 39,9, au plus bas depuis 2009
Cela suggère que les estimations du PIB de mai connaîtront une nouvelle hausse similaire lors de la publication des données commerciales de mai (fin du mois).



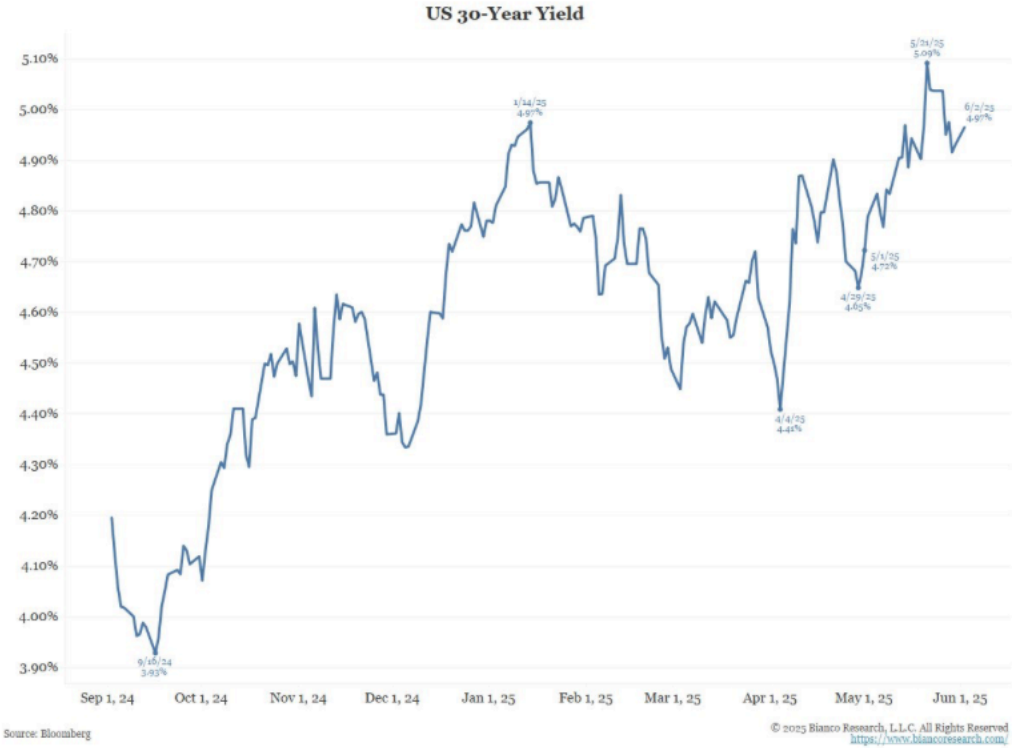
Tout cela semble prometteur. Faut-il s'inquiéter ? Inflation ! Les prix payés par l'ISM (prix des matières premières) sont de nouveau bien supérieurs à 50 (bleu), ce qui suggère une hausse de l'IPC (orange).
Il y a un an, en mai et juin 2024, l'IPC mensuel était de 0,0 %



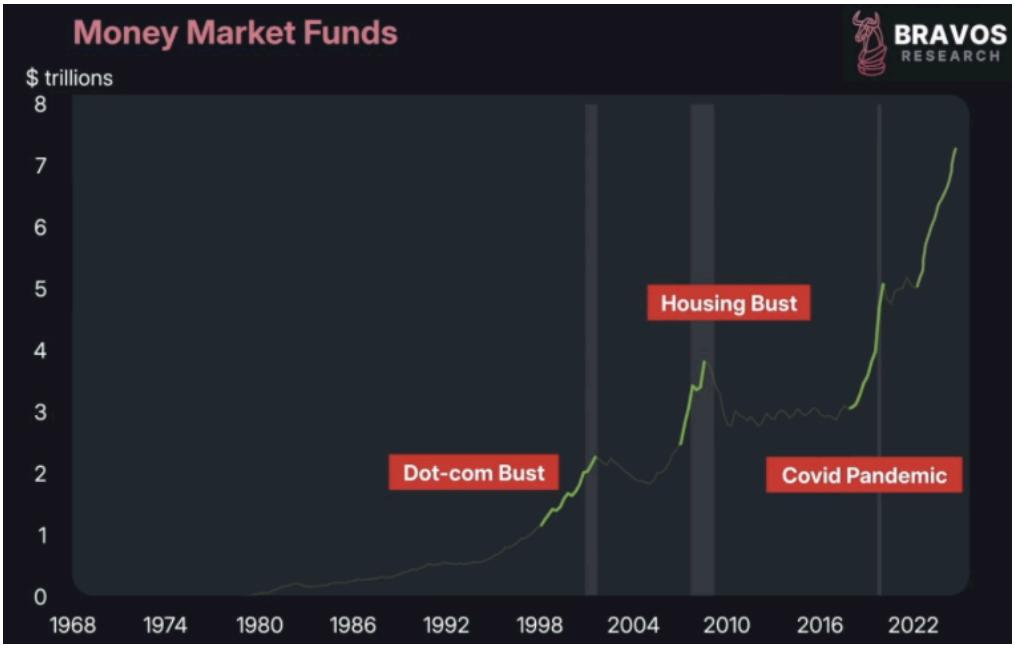
La Fed est « politique, mais pas partisane ».
« Pas partisane » signifie qu'elle ne s'assoit pas autour de la table du conseil d'administration pour réfléchir aux moyens de faire échouer la présidence Trump
« Politique » signifie qu'elle est extrêmement préoccupée par sa réputation.
Il est hors de question qu'une organisation soucieuse de sa réputation baisse ses taux si nous visons une croissance du PIB de 5 % au deuxième trimestre. C'est ainsi que le marché perçoit les choses.
La probabilité d'une baisse de taux lors de la réunion du FOMC du 18 juin n'est que de 5 % (rouge), soit 95 % d'absence de mouvement. La probabilité d'une baisse lors de la réunion du 30 juillet n'est que de 21 % (vert), soit 79 % d'absence de mouvement.



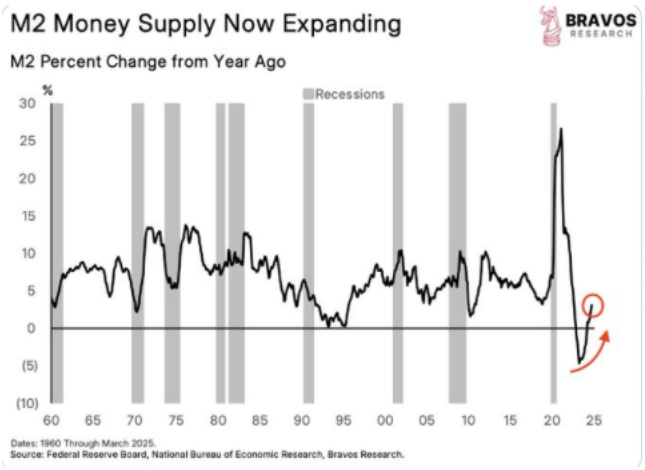
Les taux longs sont déjà en hausse (ci-dessous). Si l'on ajoute à cela une baisse des taux et une croissance du PIB de 5 %, le risque est que les taux à long terme s'envolent, ce qui porterait atteinte à la réputation de la Fed.



Encore le 2 juin, pour « Bravos Research », « Les fonds monétaires viennent d'atteindre le montant record de 7 200 milliards de dollars. Les trois dernières hausses importantes ont précédé des ralentissements économiques majeurs.
Cette fois-ci, la situation est-elle différente ?



Sur le plan de la masse monétaire, « Barchart » évoque le record historique pour la masse monétaire M2, à 21,86 billions de $:



« La planche à billets est de retour. La masse monétaire américaine M2 vient d'atteindre un nouveau record historique à 21 860 milliards de dollars. Les liquidités affluaient à nouveau dans le système » (Kurt S. Altricher ; CRPS)

Et Barchart donne trois autres informations importantes :

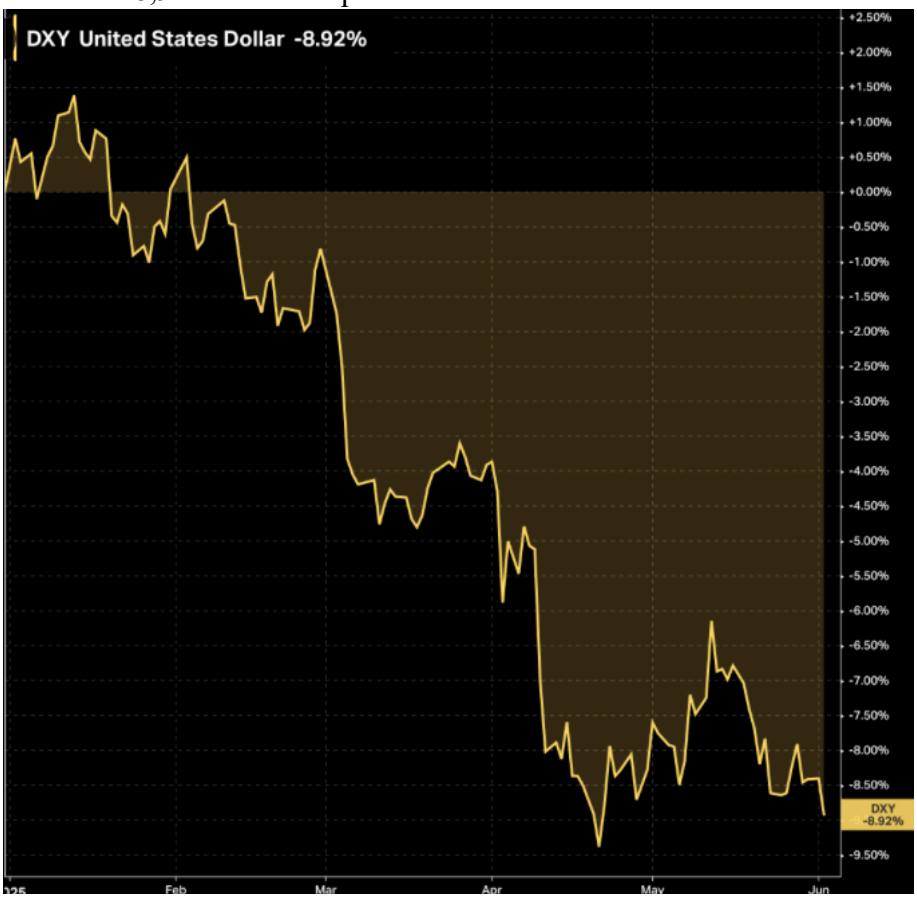
• les actions mondiales s'approchent d'un nouveau sommet historique ;

• les étrangers achètent à nouveau des actions américaines ;

• l'indice du dollar US (le DXY) s'effondre à nouveau :

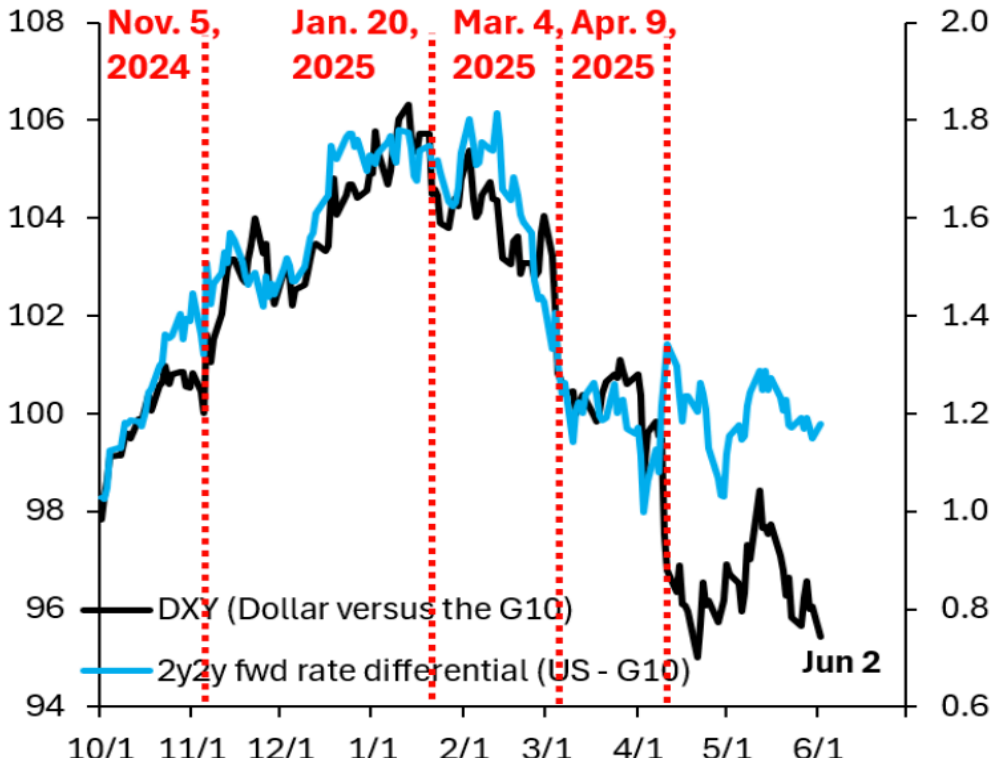
Le dollar US vaut 839% de moins qu'au début de l'année

Le dollar américain vaut 8,9% de moins qu'au début de l'année :



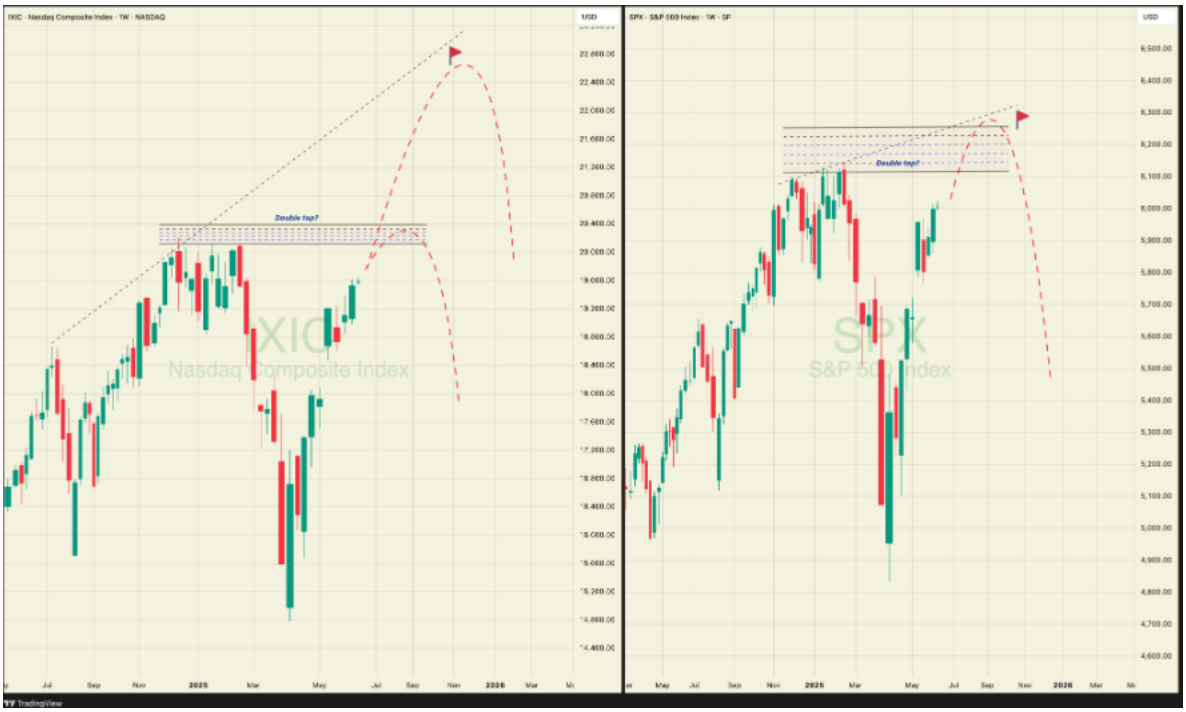
Comme l'écrit Sophie Rolland dans Les Echos du 3 juin, l'indice dollar DXY glisse en ce moment beaucoup pour cause de « moins de croissance, moins de confiance, moins de performance ».

« Robin Brooks » informe de son côté que « la chute du dollar observée aujourd'hui reflète la faiblesse du dollar début avril, lorsque le dollar (en noir) avait chuté alors même que les différentiels de taux d'intérêt entre les États-Unis et le G10 (en bleu) étaient stables. Un tel découplage du dollar et des différentiels de taux est inhabituel et constitue un signe inquiétant…



Mais un commentateur indique à juste titre que « la chute du dollar est la solution. Il en faut beaucoup plus pour rétablir les termes de l'échange, afin que l'équilibre commercial des États-Unis résolve du même coup leurs problèmes de dette extérieure ».

Le mardi 3 juin, Bostic, membre de la Fed, ne prévoit pas pour l'instant de récession. Quelques jours plus tard, le 10 juin, Nouriel Roubini (appelé souvent « Dr Boom ») estime que les États-Unis ne se dirigent plus vers une récession mais plutôt vers une période d'investissements massifs.
Également le 10 juin, « The Great Martis » montre que le Nasdaq et le S&P500 sont en route pour des records :

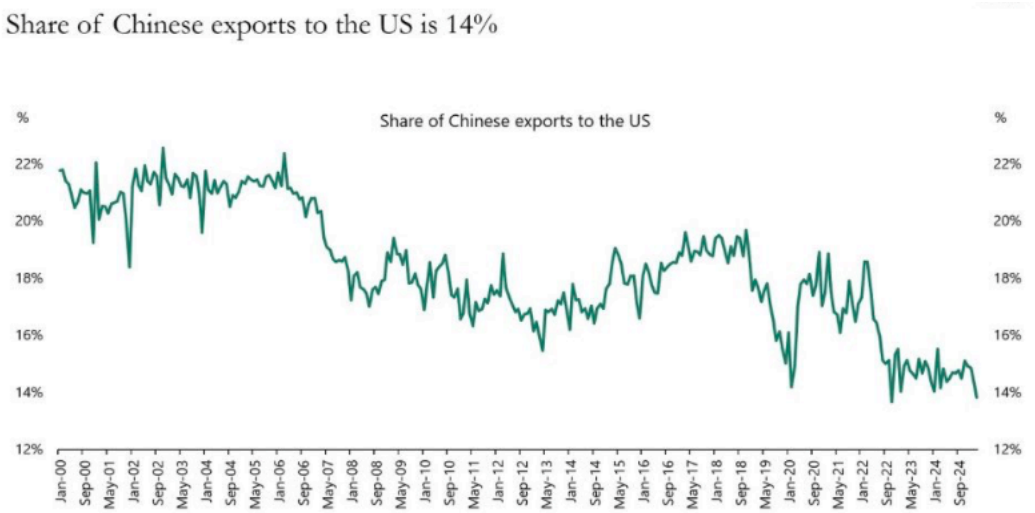


Sur un tout autre sujet, « Otavio Tavi Costa » : « à mon avis, le cuivre approche d'un point d'inflexion crucial. Tout comme le seuil de 2 000 $/once a été déterminant pour l'or, le seuil de 5 $/lb revêt une importance similaire pour le cuivre. Une fois ce seuil franchi de nouveau, je pense que le cuivre pourrait entrer dans une phase de détermination de son prix, similaire à celle observée pour l'or. Le cuivre est au cœur de presque toutes les grandes initiatives d'infrastructure de la prochaine décennie, des centres de données et de la délocalisation à la modernisation du réseau, en passant par la reprise de l'industrie manufacturière et le développement résidentiel. À mon avis, l'avenir promet d'être prometteur pour les métaux dans leur ensemble ».

Concernant la politique monétaire tant discutée, et alors que le Président Trump attend une baisse des taux, selon Richard Christopher Whalen, « le FOMC doit relever ses taux d'intérêt, faute de quoi toute crédibilité en matière d'inflation disparaît. L'économie est en plein essor, mais elle sombrera dans une stagflation, avec une accélération visible des prix et une baisse des revenus réels. La Fed ne peut rien faire d'autre que relever ses taux, ou rentrer chez elle ».

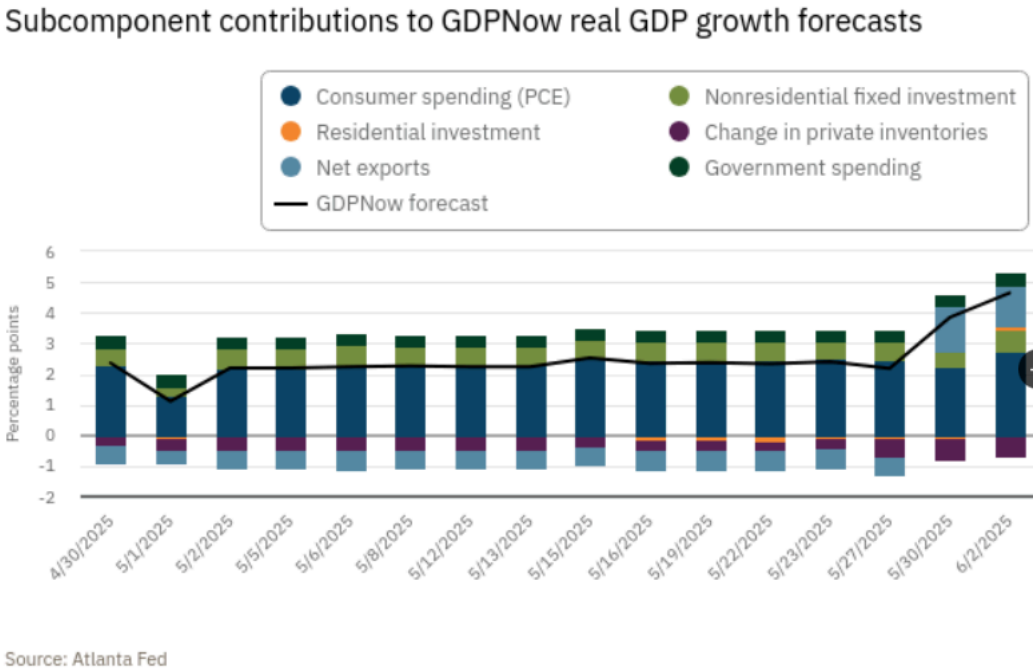
On apprend ce 3 juin que le négociateur commercial He Lifeng, gardien économique de Pékin, a reçu un mandat clair de Xi Jinping : la Chine ne se pliera pas aux exigences des États-Unis. Mais, d'un autre côté, le plus haut diplomate chinois rencontre l'ambassadeur des États-Unis en Chine et espère que ce dernier favorisera des relations bilatérales saines, stables et durables.

Commentaire (le 4 juin) de George Gammon : « je pense que la plupart des Américains ont l'impression que les États-Unis représentent la majorité des exportations chinoises, ; ce qui donne aux États-Unis un pouvoir de négociation. Le chiffre réel est de 14 %. Il n'est pas surprenant que Xi Jinping soit "très dur et difficile à négocier" ».



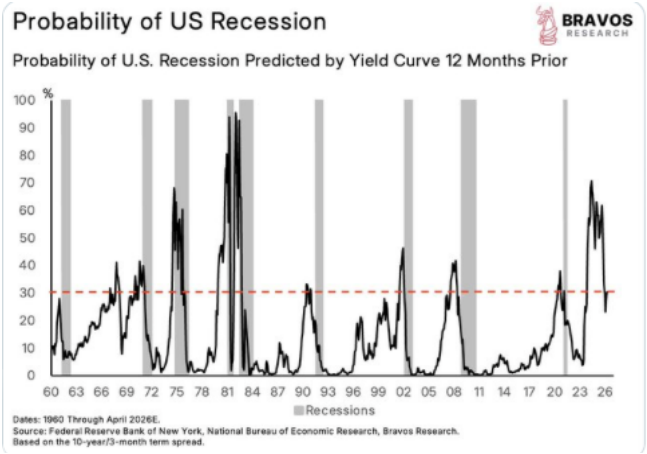
« The Kobeissi Letter » : « Les marchés sont en hausse après ce message du président Trump, qui qualifie la Chine d'"extrêmement difficile à négocier". Les menaces de droits de douane semblent avoir perdu toute crédibilité aux yeux des investisseurs ».

Sur le risque de récession et même de stagflation, voici la réflexion de l'économiste Daniel Lacalle : « Hé... récession ! Waouh ! La prévision immédiate du modèle PIBActuel des États-Unis concernant la croissance du PIB réel au deuxième trimestre 2025 est de 4,6 %. Les prévisions immédiates de la croissance des dépenses de consommation personnelle réelles et de l'investissement intérieur brut privé réel au deuxième trimestre sont passées respectivement de 3,3 % et -1,4 % à 4,0 % et 0,5 % :

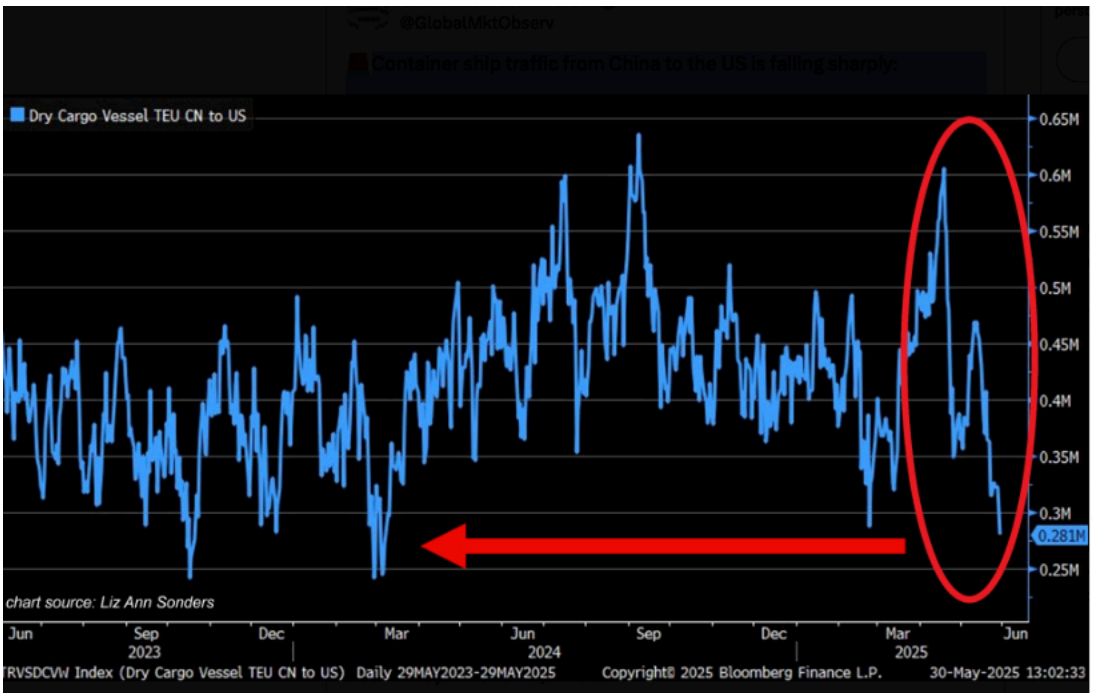


Source: Atlanta Fed

« Bravos Research » confirme : « Le risque de récession vient de chuter de 70 % à 30 %. Il s'agit de la baisse la plus marquée depuis 65 ans, sans récession.



Concernant le commerce international entre les États-Unis et la Chine, l'évolution du trafic des porte-conteneurs est intéressante :
« Le trafic de porte-conteneurs de la Chine vers les États-Unis est en forte baisse : le nombre de navires au départ de la Chine vers les États-Unis a atteint son plus bas niveau en 14 mois. Les expéditions ont chuté de plus de 50 % depuis leur pic d'avril. De nouveaux licenciements sont-ils à prévoir aux États-Unis ? » (« Global Markets Investor », le 3 juin).



Publication aussi ce 3 juin du discours prononcé par Lisa D. Cook, membre du Conseil des gouverneurs de la Fed devant le Conseil de relations étrangères. En voici des extraits :
« (…) L 'économie américaine reste solide, mais l'incertitude s'est nettement accrue depuis le début de l'année. Les dernières données indiquent que le chômage reste faible, tandis que l'inflation reste légèrement supérieure à l'objectif de 2 % fixé par le Comité fédéral de l'open market (FOMC). Cependant, certains éléments indiquent que les changements de politique commerciale commencent à affecter l'économie. Je n'exprime pas d'avis sur les politiques de l'administration. Mais j'étudie les implications économiques, qui semblent accroître la probabilité d'une hausse de l'inflation et d'un ralentissement du marché du travail. Dans ce contexte, la politique monétaire devra soigneusement équilibrer nos deux objectifs : stabilité des prix et plein emploi. L'ancien président de la Fed, Ben Bernanke, a déclaré qu'en période d'incertitude, les décideurs politiques doivent envisager divers scénarios possibles concernant l'état de l'économie. Les décisions politiques qui en résultent, a-t-il ajouté, “peuvent paraître très différentes de celles qui seraient optimales dans un contexte de certitude“.

Permettez-moi de commencer par examiner un aspect de notre mandat. L'inflation a diminué par rapport à ses pics pandémiques, mais reste légèrement supérieure à l'objectif. Les données les plus récentes montrent que l'inflation s'est établie à 2,1 % sur les 12 mois se terminant en avril et à 2,5 % hors coûts alimentaires et énergétiques. Les hausses de prix liées aux changements de politique commerciale pourraient rendre difficile la réalisation de nouveaux progrès à court terme. Les anticipations d'inflation à un an ont fortement augmenté cette année. Jusqu'à présent, la plupart des indicateurs des anticipations d'inflation à long terme ont évolué de manière moins significative. Je continuerai de suivre ces données de près. La récente expérience post-pandémique de forte inflation pourrait inciter les entreprises à augmenter leurs prix et les consommateurs à anticiper une persistance d'une inflation élevée.

J'aborde maintenant l'autre aspect de notre mandat. Le marché du travail est resté résilient, au moins jusqu'au début du printemps. Le taux de chômage en avril s'est maintenu à 4,2 %, un niveau historiquement bas. Les créations d'emplois salariés ont atteint en moyenne près de 150 000 par mois sur quatre mois cette année, en baisse par rapport à l'année dernière. Les changements de politique commerciale pourraient modifier les plans d'embauche dans un avenir proche. L'évolution des modèles commerciaux mondiaux pourrait également avoir un impact négatif sur la productivité américaine. Cependant, comme je l'ai souligné dans de récentes remarques, les gains de productivité liés à

l'introduction de l'intelligence artificielle sur le lieu de travail pourraient potentiellement, au moins en partie, contrebalancer cet effet.4
En termes d'activité économique globale, le PIB américain a reculé au premier trimestre après une solide croissance l'an dernier. Cependant, les achats intérieurs finaux privés, qui excluent les exportations nettes, les investissements en stocks et les dépenses publiques, ont progressé au dernier trimestre à un rythme cohérent avec le recentrage. À l'avenir, je prévois un ralentissement de la croissance de l'activité économique par rapport à l'année dernière. Le niveau final des droits de douane reste inconnu, car les changements de politique sont encore en cours d'élaboration. Cependant, leurs effets sont déjà perceptibles. La production manufacturière a diminué en avril. Les commandes de poids lourds ont chuté. Les entreprises ont signalé une baisse de leurs projets d'investissement pour 2025. Les indicateurs d'incertitude ont augmenté, en termes nets, cette année, et le moral des ménages et des entreprises a décliné, malgré quelques améliorations récentes.

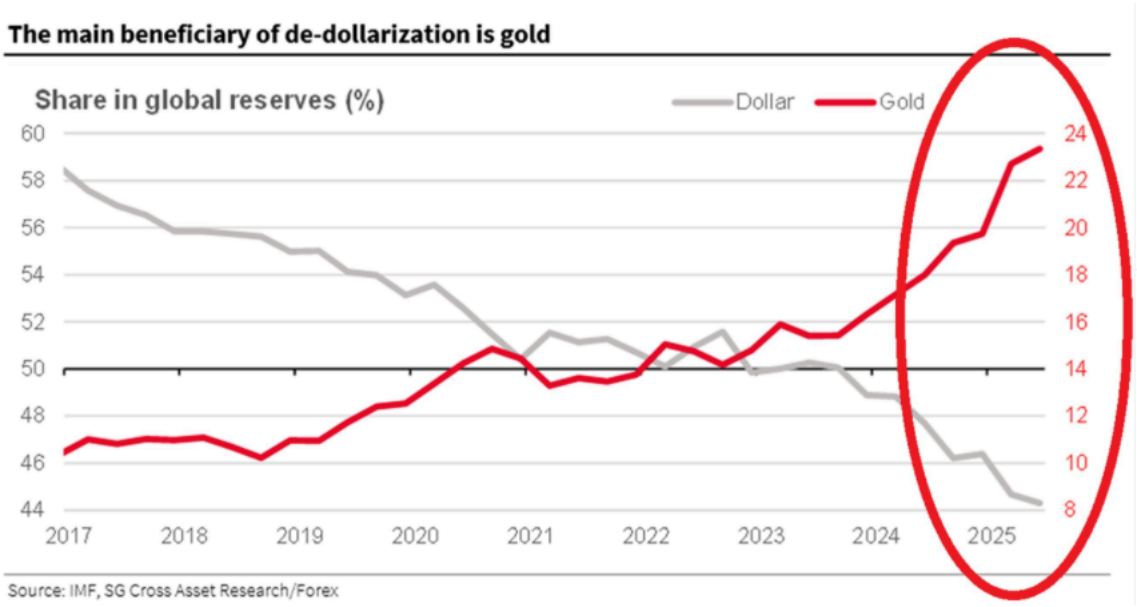
Politique monétaire : Bien que l'économie reste solide, l'environnement économique pourrait devenir très difficile pour les responsables de la politique monétaire. Lors de notre dernière réunion de politique monétaire, le mois dernier, j'ai soutenu la décision du FOMC de laisser notre taux directeur inchangé. L'orientation actuelle de la politique monétaire est bien positionnée pour répondre à diverses évolutions potentielles.
L'évolution de la politique commerciale et la réaction des marchés financiers, des entreprises et des consommateurs laissent entrevoir des risques pour les deux volets de notre double mandat. Lors de mon examen de la trajectoire appropriée de la politique monétaire, j'examinerai attentivement comment équilibrer notre double mandat et je tiendrai compte du fait que la stabilité des prix est essentielle pour garantir de longues périodes de forte conjoncture sur le marché du travail.
Comparaison internationale
Compte tenu de l'incertitude qui règne actuellement sur les trajectoires économiques américaine et mondiale, il me semble utile d'étudier une période récente où cela a également été le cas : le ralentissement économique dû à la pandémie et l'inflation qui a suivi. Pour lancer notre discussion, je soulignerai deux enseignements tirés d'expériences internationales qui pourraient s'appliquer aujourd'hui.
Le premier est que l'environnement inflationniste peut changer brutalement, en particulier dans un contexte de chocs mondiaux. La pandémie a révélé comment des chocs mondiaux de grande ampleur peuvent engendrer de graves déséquilibres entre l'offre et la demande, susceptibles d'engendrer des pressions inflationnistes étonnamment persistantes dans toutes les économies. Cependant, ces facteurs ont été sous-estimés lors de la reprise économique post-pandémique. Par conséquent, les prévisions mondiales ont sous-estimé l'inflation. Les prévisionnistes pourraient améliorer leurs prévisions à l'avenir en suivant de nouveaux indicateurs concernant les pénuries, les diverses sources de pression sur les chaînes d'approvisionnement et les variations de la fréquence des ajustements de prix, en particulier lorsque les décideurs perçoivent un risque haussier pour l'inflation.
Deuxième enseignement : un ciblage crédible de l'inflation est essentiel pour maintenir les anticipations d'inflation à long terme. Le ciblage de l'inflation par les banques centrales s'est avéré important lors de la reprise économique post-pandémique pour garantir la crédibilité de la politique monétaire qui a permis de maintenir les anticipations d'inflation à long terme. Des recherches récentes ont corroboré ce constat, tant dans les économies avancées qu'émergentes.5 C'est précisément pourquoi je m'engage à soutenir une politique monétaire qui maintient les anticipations d'inflation à long terme ancrées. Conclusion
En résumé, je considère que l'économie américaine reste solide, mais l'incertitude accrue fait peser des risques sur la stabilité des prix et le chômage. Je continuerai à suivre de près l'évolution de la situation et à envisager les décisions de politique monétaire. Lors de la prise de décisions, je pense qu'il est utile de rester un spécialiste de l'histoire économique. Notre passé récent nous a fourni des enseignements utiles pour la prise de décision en période de forte incertitude et de risques accrus pour nos objectifs de double mandat ».
Ce mardi 3 juin, le Financial Times publie un **article important sur ce que l'on appelle indifféremment « shadow banking » ou intermédiation financière non bancaire (IFNB) ou crédit privé ou encore « finance de l'ombre »**.

Notons que l'IFNB regroupe un ensemble très vaste et diversifié d'acteurs et d'opérations financières, allant de la collecte de fonds par un fonds monétaire (organisme de placement collectif) ou un hedge fund, à l'octroi d'un financement par un fonds de capital-risque, jusqu'aux opérations de titrisation les plus complexes. Les acteurs de l'IFNB offrent une voie alternative ou complémentaire au financement bancaire traditionnel, ce qui peut favoriser, notamment, le financement de l'innovation et la croissance économique. Actuellement, les activités de l'IFNB représentent 48% des actifs financiers mondiaux. Même si leurs activités sont proches de celles du secteur bancaire classique, la réglementation à laquelle ils sont soumis est différente en nature et surtout en intensité par rapport à la réglementation bancaire, ce qui justifie les interrogations sur leur rôle et sur les risques qu'ils véhiculent. Leur modèle économique repose beaucoup sur l'endettement, la transformation de liquidité et de maturité, et l'effet de levier qui permet d'investir un montant supérieur au capital détenu.
Remarquons que, pour favoriser le financement des PME et des ménages et renforcer la confiance des investisseurs, tout en allégeant les exigences réglementaires et en adaptant les règles sur le risque, la Commission de Bruxelles compte dynamiser la titrisation ; bien que celle-ci ait laissé de bien mauvais souvenirs…

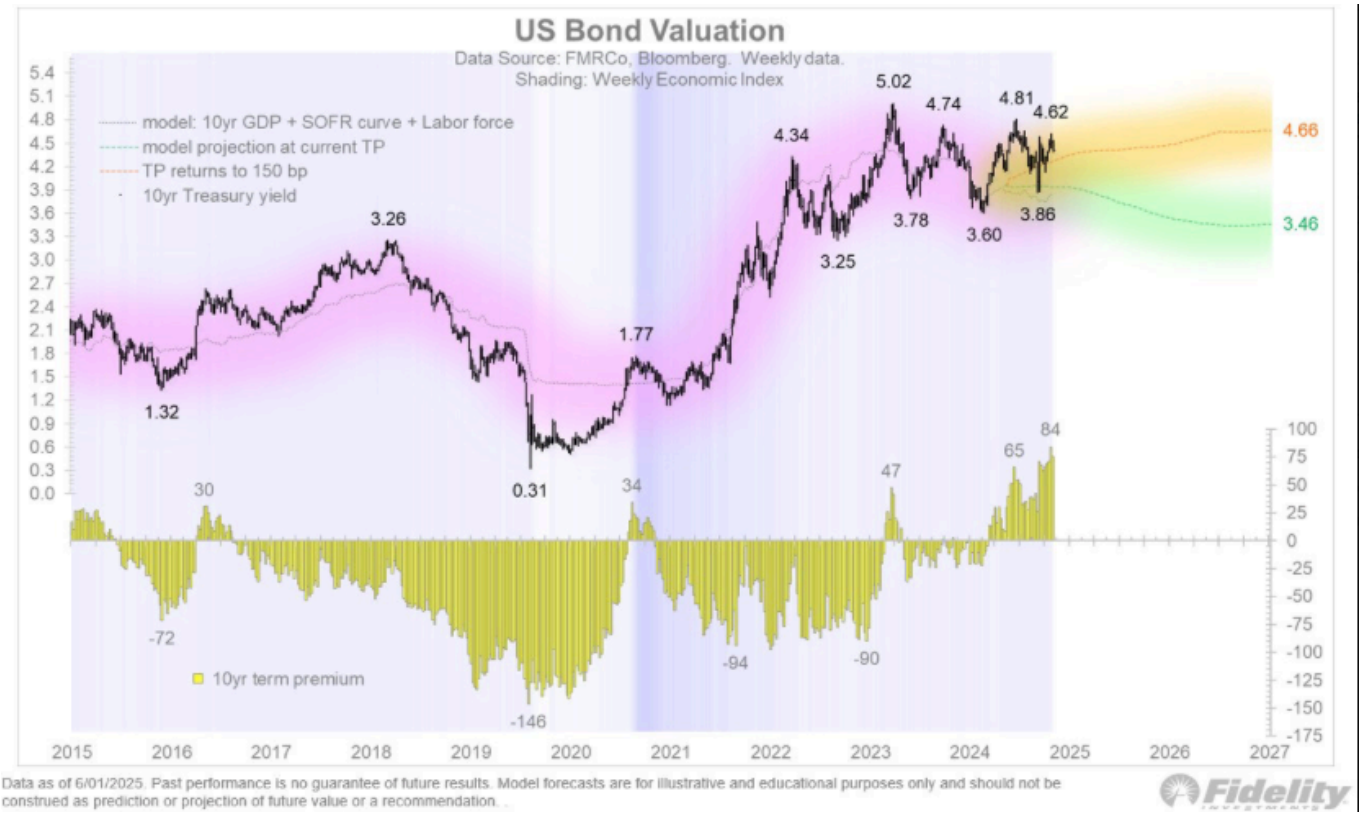
« Le crédit privé est désormais tellement imbriqué dans les grandes banques et les assureurs qu'il pourrait devenir un "lieu de contagion" lors de la prochaine crise financière, a averti un groupe d'économistes, de banquiers et de responsables américains.
Des chercheurs de Moody's Analytics, de la Securities and Exchange Commission et d'un ancien conseiller principal du Trésor ont constaté que les fonds de crédit privé se sont imbriqués dans le système bancaire, créant "de nouveaux liens qui introduisent de nouveaux modes de stress systémique".
"Leur opacité et leur rôle dans l'interconnexion croissante du réseau financier signifient qu'ils pourraient amplifier de manière disproportionnée une future crise [financière]", a déclaré le groupe dans une étude publiée mardi par Moody's Analytics. (…)
« Le réseau d'interconnexions actuel du système financier est plus décentralisé et plus dense qu'avant la crise, époque à laquelle le système fonctionnait davantage comme un système en étoile, les banques étant au centre du réseau », indique le rapport, soulignant que les sociétés de crédit privées, d'autres groupes financiers spécialisés et les assureurs ont joué un rôle plus important dans l'octroi de prêts.
Les sociétés de crédit privées affirment qu'elles prêtent mieux que les banques car elles s'appuient sur les capitaux d'investisseurs institutionnels disposant d'horizons de placement plus longs et ne sont pas sujettes aux retraits massifs, comme les dépôts bancaires, qui peuvent entraîner une contagion plus large en cas de panique. (…)
Le rapport de Moody's Analytics indique que le secteur du crédit privé devrait être tenu de partager davantage de données publiques sur ses prêts et que les régulateurs financiers devraient mettre l'accent sur le crédit privé dans leur "surveillance globale du risque systémique". (…) ».
Sachant qu'actuellement le crédit privé et le système bancaire parallèle pèse 250 000 milliards $, c'est une réelle menace qui plane sans que l'on s'en rende suffisamment compte.
Réaction de « Taylor Kenney », le 3 juin : « 1. On nous dit que le système financier est réglementé et transparent. Mais que se passerait-il si les risques les plus importants se situaient entièrement à l'extérieur du système ? Bienvenue dans le système bancaire parallèle, où les fonds spéculatifs, les fonds de capital-investissement et les prêteurs privés contrôlent la moitié des actifs financiers mondiaux ! 2. Mais contrairement aux banques traditionnelles, ces banques parallèles n'acceptent pas de dépôts. Elles empruntent des sommes colossales, souvent 10, voire 100 fois leur capital. 3. Après 2008, les régulateurs ont réprimé les banques. Qu'ont-ils fait ? Ils ont retiré le risque de leurs comptes grâce à des partenariats, des financements et des transferts de risque via le crédit privé. Ce sont donc les mêmes banques qui détiennent vos dépôts qui financent désormais les paris risqués de ces prêteurs fantômes. Elles utilisent l'effet de levier pour miser sur des rendements risqués. Mais, lorsque leurs paris tournent mal, elles ne se font pas que du tort, elles vous mettent aussi en danger. Je m'explique : 4. Sur le papier, les banques semblent prospères, mais en réalité ? Elles présentent encore plus de risques qu'en 2008. Le Financial Times confirme : "Les banques s'associent désormais à des prêteurs privés, financent leurs opérations et transfèrent leur exposition hors bilan". Alors, lorsque ces paris fictifs échoueront (ce qui arrivera), vous serez tenu responsable. 5. Mais ce n'est pas une théorie. C'est déjà arrivé. En 2021, Archegos Capital a eu recours à un effet de levier massif sur une poignée d'actions (sans aucune divulgation, sans aucune réglementation ; les prêteurs n'ont même pas été conscients du risque avant son effondrement). Les banques ont été contraintes d'assumer les pertes… 6. L'une de ces banques était le Crédit Suisse, qui a fait faillite. Personne ne l'avait vu venir. Mais aujourd'hui, le risque est encore plus grand. Moody's et la SEC ont déclaré hier que "le crédit privé est désormais tellement lié aux banques et aux assureurs qu'il pourrait devenir un foyer de contagion lors de la prochaine crise financière". 7. Pourquoi devriez-vous vous en soucier ? Parce que vous êtes la garantie. Vous n'avez pas choisi

ce risque. Mais votre banque, si. Pas de transparence, pas de responsabilité. Tous les risques sont sur vous, le déposant. À votre avis, qui sera le rempart quand tout cela explosera ? »

Le mercredi 4 juin, « Alert Invest » explique la baisse du dollar et de la demande qui en est faite :
« Il existe de véritables facteurs à l'origine de cette évolution :
1. Tensions douanières → Moins de commerce mondial = moins de demande mondiale de dollars américains. Si les pays commercent moins avec les États-Unis, ils n'ont pas besoin de détenir ou d'utiliser autant de dollars. Une fois les accords commerciaux conclus, la demande de dollars américains pourrait rebondir.
2. Pression de dédollarisation → Certains pays réduisent délibérément leur dépendance au dollar américain : la Chine et l'Arabie saoudite auraient réglé leurs transactions pétrolières en yuans, ce qui constitue un changement historique sur un marché longtemps dominé par le dollar américain.
En résumé : il ne s'agit pas d'un effondrement, mais d'une diversification. Le monde n'abandonne pas le dollar ».
Le 8 juin, c'est au tour de « Global Markets Investor » de constater que « La tendance à la dédollarisation s'accélère : la part du dollar américain dans les réserves internationales a chuté de 10 points de pourcentage au cours des cinq dernières années, atteignant son plus bas niveau depuis plus de trente ans.
Dans le même temps, la part de l'or a doublé pour atteindre environ 23 %, son plus haut niveau depuis trente ans. C'est révélateur » :



En ce 4 juin, on apprend que selon le président Trump le président de la Fed, Powell, est « incroyable » et « doit maintenant baisser les taux ». Ces propos surviennent quelques minutes après que le rapport ADP sur l'emploi a révélé la plus faible croissance de l'emploi depuis plus de deux ans. Mais J. Powell continue d'affirmer qu'il n'est « pas pressé » de baisser les taux.
Toujours le 4 juin, Jurrien Timmer fait l'analyse suivante sur X : « une liquidité abondante peut être bénéfique pour les actions (ainsi que pour l'or et le bitcoin), mais elle n'est pas bien accueillie par les défenseurs des obligations. La liquidité mondiale entraîne une hausse des déficits, qui doivent être financés. La domination budgétaire est bien là, et sans la Fed et les autres banques centrales pour absorber l'offre de bons du Trésor, la prime de terme a augmenté et s'élève désormais à 84 pb. Si la prime de terme revient à des niveaux historiquement plus appropriés (150 pb ?), les bons du Trésor à long terme atteindront facilement une valeur de 5 pb ».



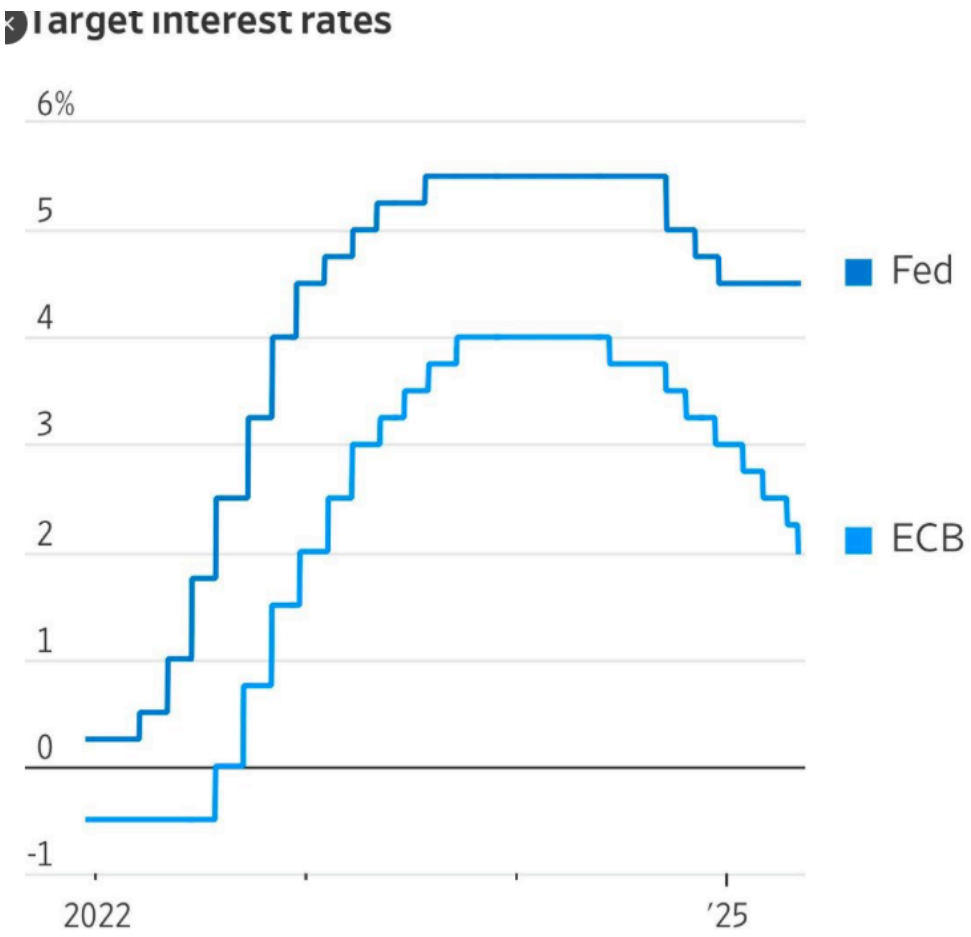
Le 5 juin, « The Kobeissi Letter » donne des informations intéressantes, agrémentées du graphique suivant :

« Les investisseurs institutionnels sont de plus en plus pessimistes à l'égard du dollar américain.
Les positions courtes nettes des gestionnaires d'actifs sur le dollar américain atteignent 47 milliards de dollars, un niveau proche de leur plus haut niveau depuis décembre 2023.
L'exposition courte a doublé au cours des deux derniers mois, la baisse du dollar s'étant accélérée.
L'indice du dollar américain affiche désormais une baisse de -9,5 % depuis le début de l'année, sa pire performance sur cette période depuis 30 ans.
En revanche, l'euro, le franc suisse et le yen japonais ont progressé de +10,1 %, +10,3 % et +8,5 % face au dollar américain cette année.
Les droits de douane affaiblissent le dollar américain ».

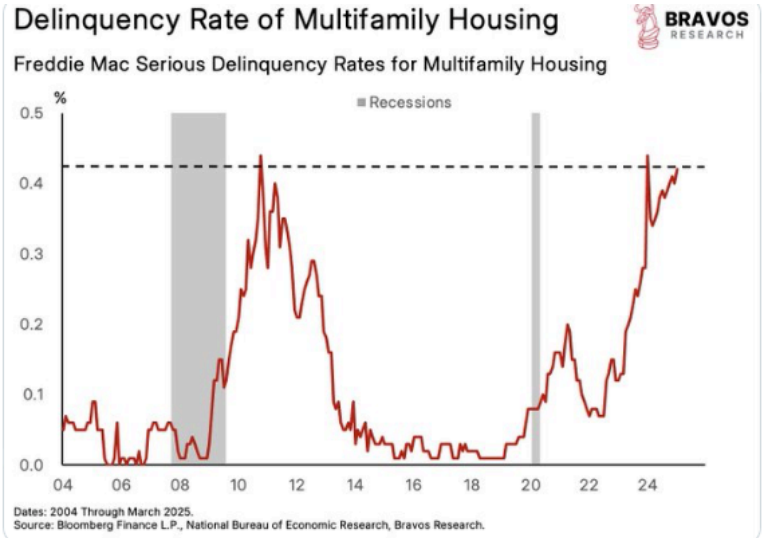
N'est-ce pas le but recherché dans la logique de Stephen Miran ?
D'ailleurs, un des commentateurs pense qu' « il y a trop d'incertitudes en Amérique pour le moment ; l'argent n'aime pas l'incertitude. Mais cette situation s'inversera brutalement lorsque la certitude quant à l'avenir américain reviendra sur la table. L'Amérique restera le leader tant que les plus grandes entreprises mondiales seront présentes » :

Rank	Name	Market Cap	Price	Today	Price (30 days)	Country
↑1 1	Microsoft MSFT	C$4.756 T	$639.91	0.55%		USA
↓1 2	NVIDIA NVDA	C$4.748 T	$194.72	0.00%		USA
3	Apple AAPL	C$4.148 T	$277.75	0.19%		USA
4	Amazon AMZN	C$3.055 T	$287.79	1.22%		USA
5	Alphabet (Google) GOOG	C$2.834 T	$234.63	0.96%		USA
6	Meta Platforms (Facebook) META	C$2.383 T	$947.98	0.43%		USA
7	Saudi Aramco 2222.SR	C$2.194 T	$9.07	0.08%		S. Arabia
8	Broadcom AVGO	C$1.690 T	$359.45	0.35%		USA
↑2 9	TSMC TSM	C$1.450 T	$279.70	0.70%		Taiwan
10	Berkshire Hathaway BRK-B	C$1.442 T	$668.03	0.84%		USA
	Tesla					

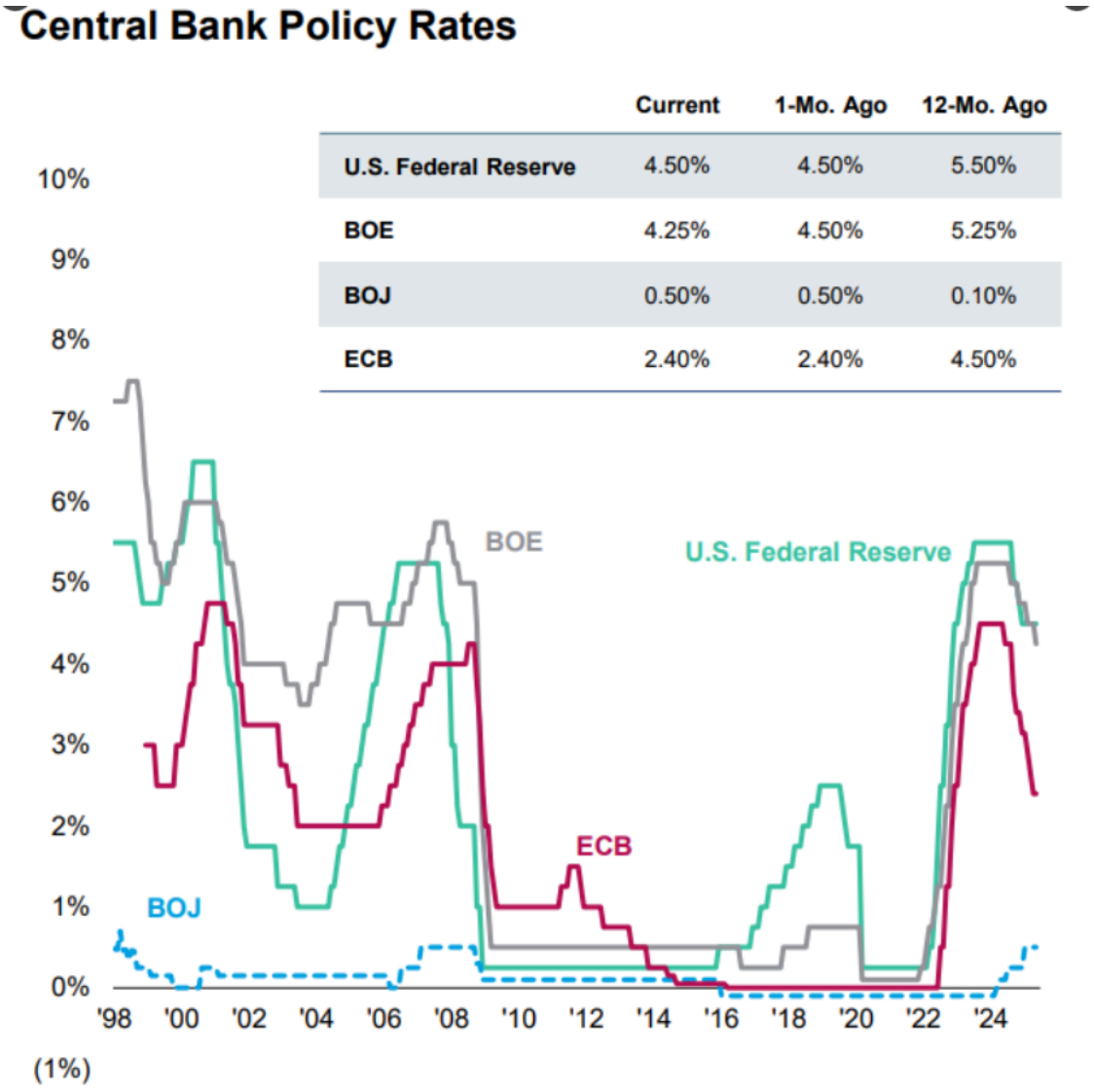
Au vu du graphique suivant, l'internaute commente : « pas étonnant que l'euro se renforce … Je plaisante ! »

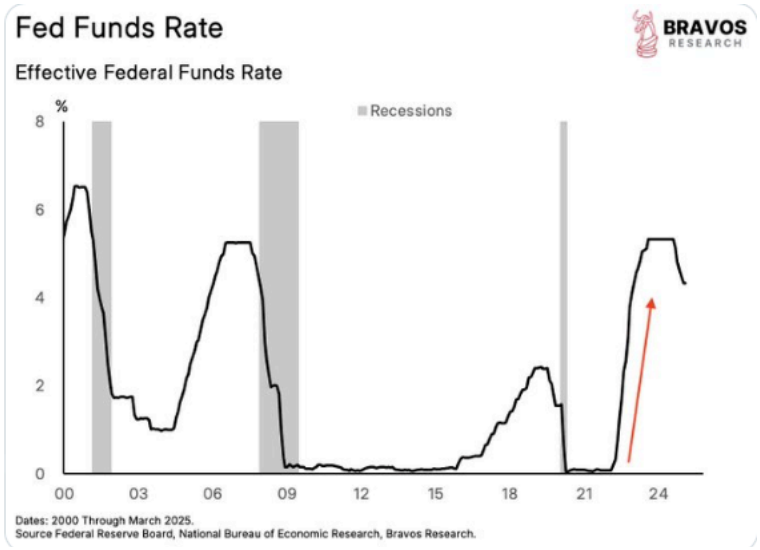


Le 6 juin, « Bravos Research » nous alarme sur l'explosion des défauts de paiement immobiliers aux États-Unis, comme jamais depuis 10 ans :



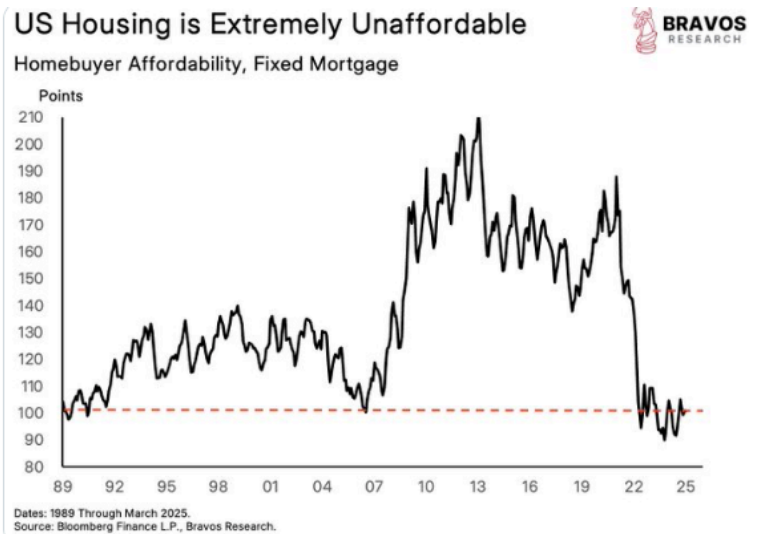
Et il tente d'expliquer la situation :
« La Fed a connu un cycle de hausse des taux sans précédent. Les taux ont été ramenés de près de 0 % à 5,5 % en seulement un an et demi. Ce faisant, elle a maintenu une politique monétaire restrictive et les taux élevés ont eu un impact négatif sur le marché immobilier, surtout compte-tenu de la forte sensibilité du secteur aux taux.

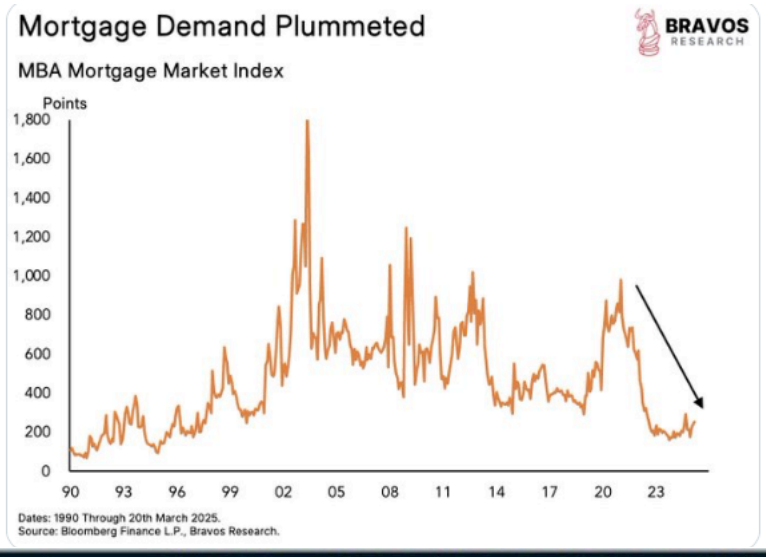


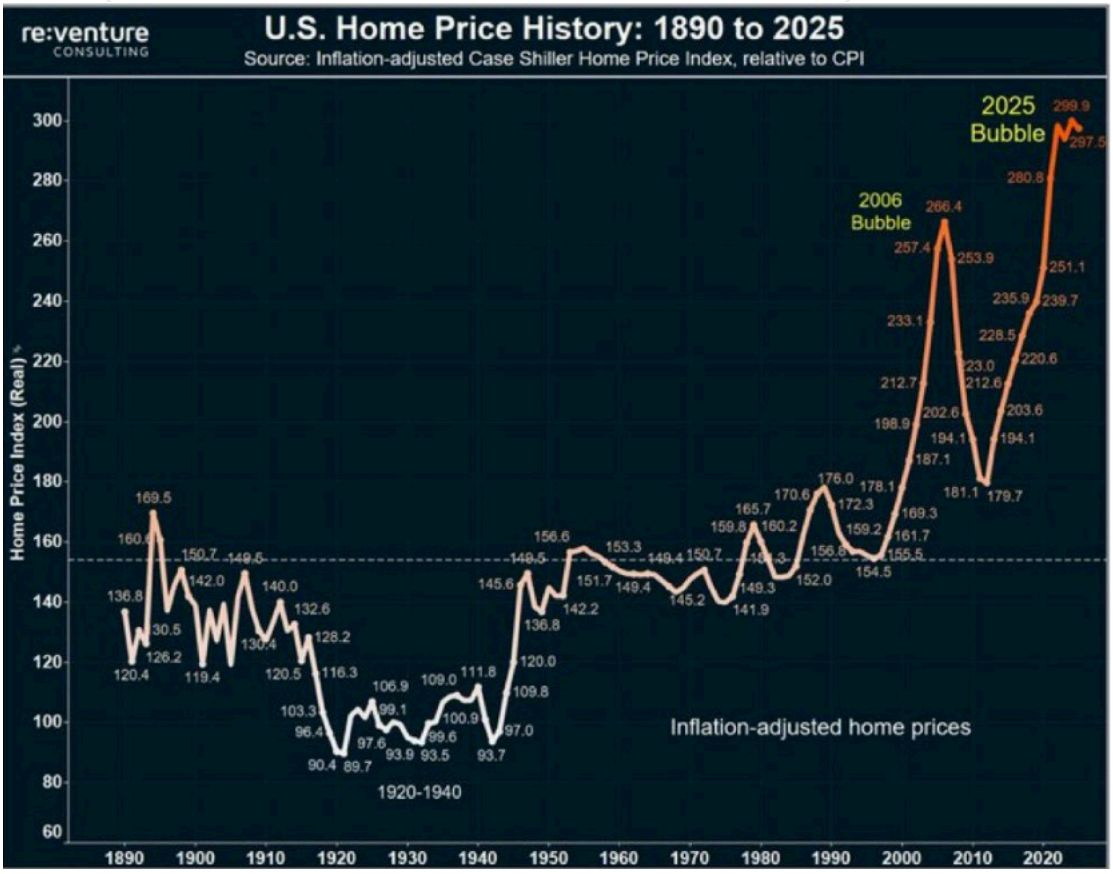


Lors du récent cycle de hausse des taux, les taux hypothécaires à 30 ans ont franchi une ligne baissière clé. Ils sont passés de 2,65 % à un pic d'environ 8 %. Ils se situent toujours autour de 7 %.

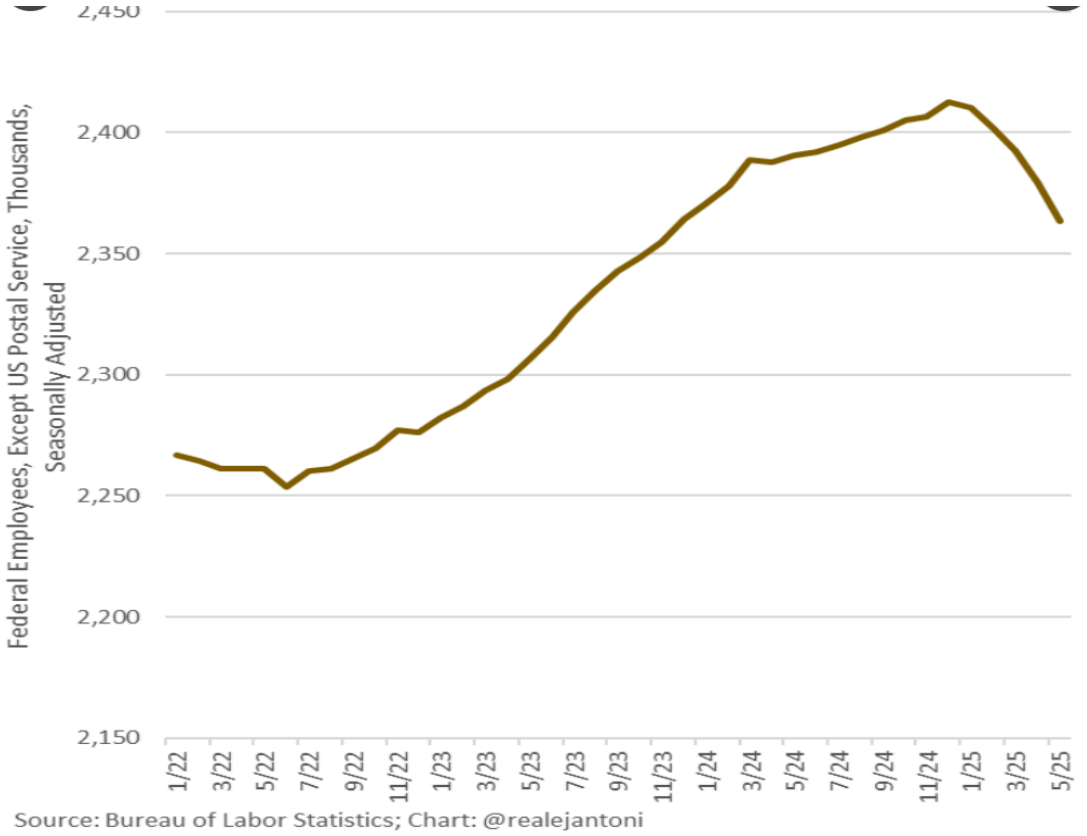
Les taux élevés ont rendu le marché immobilier très inabordable. L'accessibilité à la propriété a atteint son plus bas niveau depuis 35 ans. Et reste encore très faible. La demande de prêts hypothécaires a également chuté. Les coûts d'emprunt élevés ont entraîné une destruction de la demande.



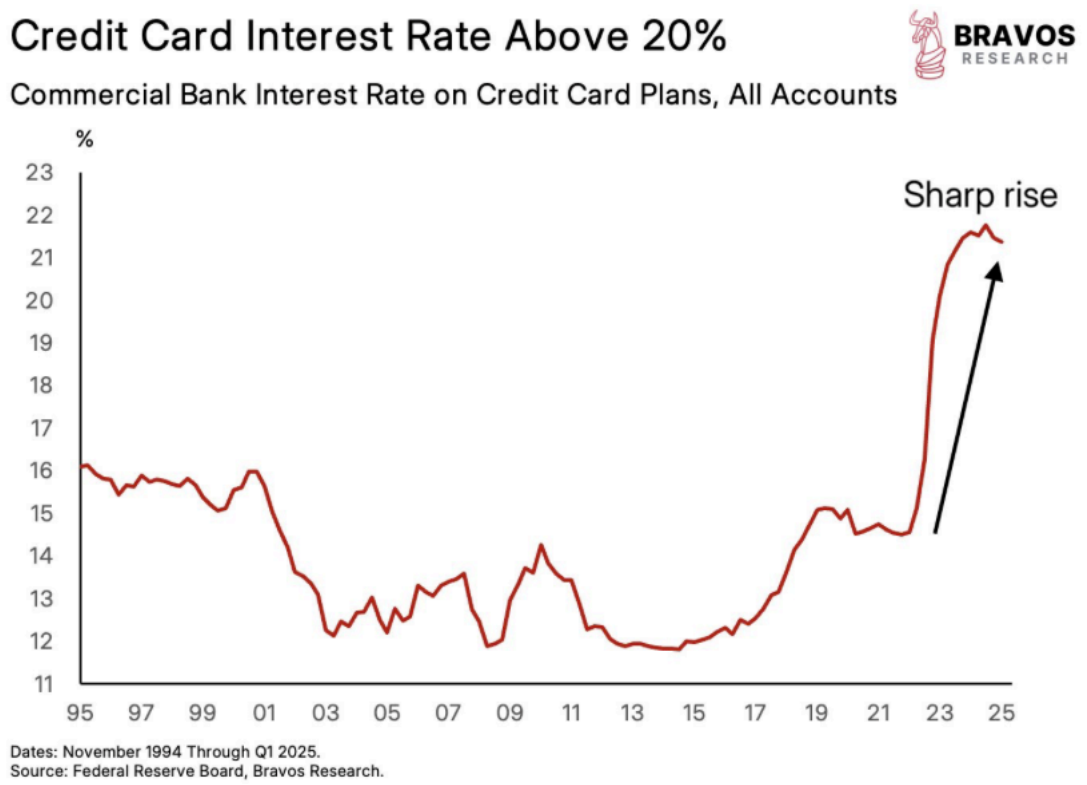




Autre nouvelle que se plaît d'annoncer E.J. Antoni : « excellente nouvelle : l'emploi dans le gouvernement fédéral (hors service postal) a chuté chaque mois cette année, effaçant toute la croissance nette de 2024 - des progrès fabuleux !
«



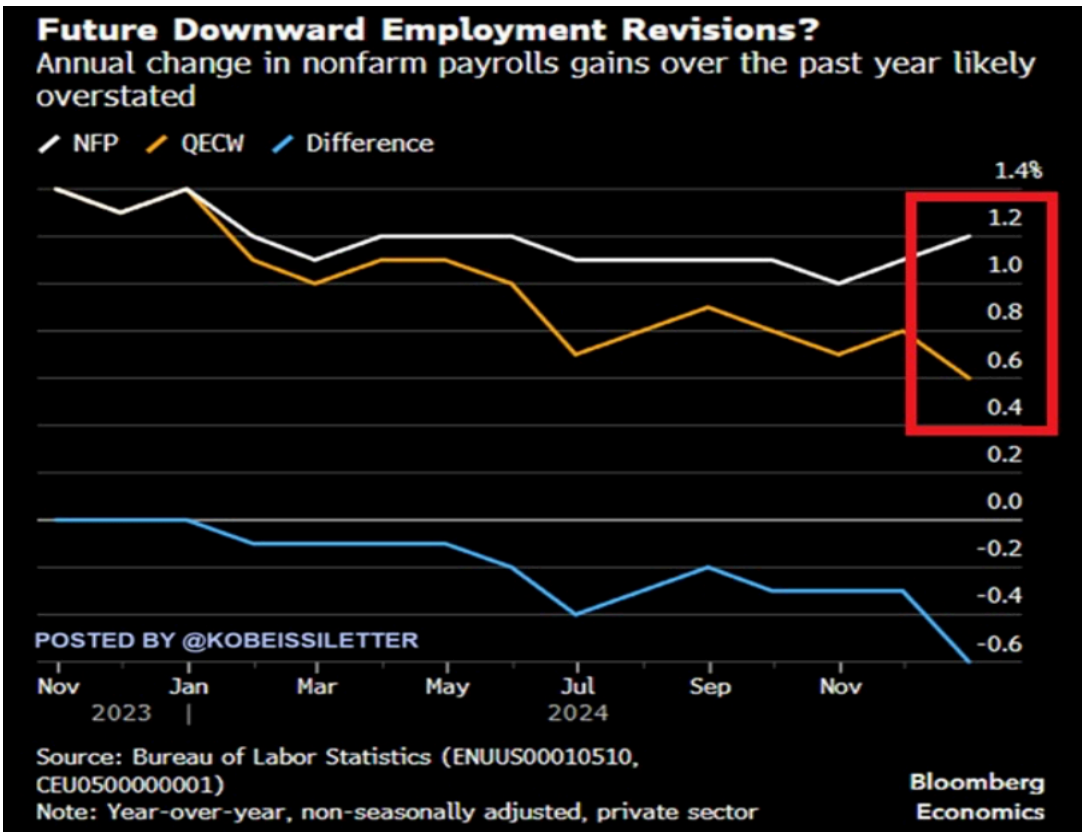
Mais autre alarme que sonne « Bravos Research » : « les taux d'intérêt des cartes de crédit ont connu une hausse spectaculaire. Ils sont passés de 14,56 % à 21,37 % en seulement 3 ans.
Ce graphique est historique.



Mais, une bonne nouvelle, malgré tout, que donne Daniel Lacanne :
« Le S&P 500 est revenu à 6 000 points.

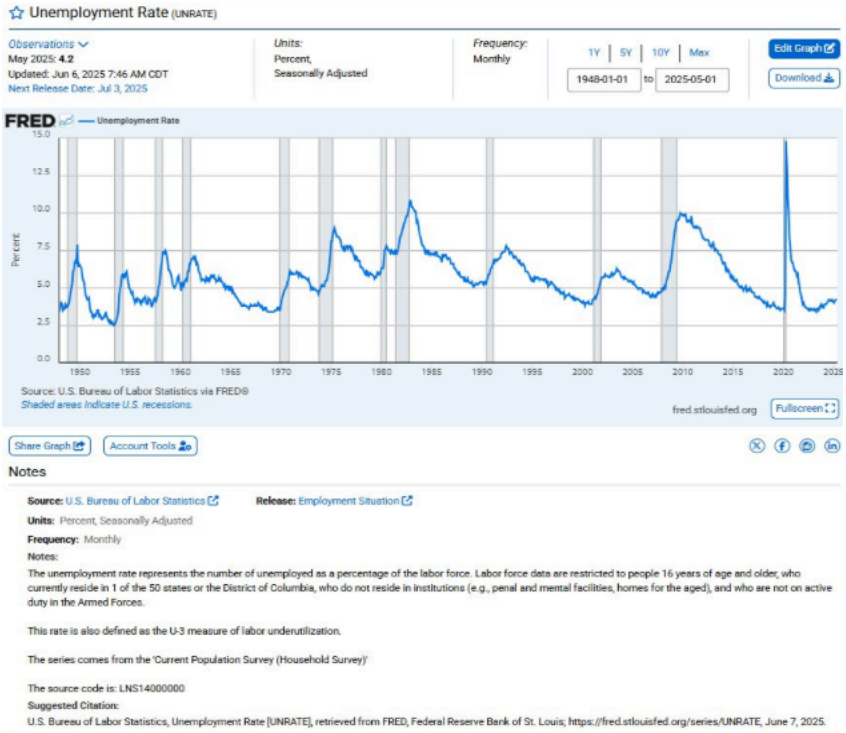
La crise tarifaire a été entièrement compensée, prouvant que la réaction du marché était totalement injustifiée et motivée par des estimations de catastrophe illogiques » :

Toujours le 6 juin, « The Kobeissi Letter », se demande à propos de la création d'emplois : « Que se passe-t-il ?
Selon les données du BLS publiées mercredi, le nombre d'emplois créés dans le secteur privé en 2024 sur un an a probablement été surestimé de 907 000 emplois.
Cela intervient alors que les données du Recensement trimestriel de l'emploi et des salaires (QCEW), couvrant 97 % des employeurs, ont montré un taux de croissance de la masse salariale du secteur privé de 0,6 % pour décembre 2024. Ce taux est inférieur de 50 % au taux de croissance de 1,2 % initialement rapporté dans les rapports mensuels sur la masse salariale non agricole (NFP).
En d'autres termes, il y avait un écart de 907 000 emplois entre les données du NFP et celles du QCEW en 2024.
Cela signifie que les emplois ont probablement été surestimés de 75 583 emplois en moyenne par mois en 2024 ».



Commentaire utile de « Hedgie » :
« J'aimerais détailler ce que nous observons ici, car certains l'ont peut-être manqué. Cet écart dans les données sur l'emploi révèle un marché du travail bien plus fragile que la plupart des investisseurs ne le pensent. L'écart entre ces deux indicateurs a toujours été un signal d'alarme fiable pour les points de retournement économique. Durant la période 2007-2008, nous avons observé une tendance similaire avant que d'importantes révisions à la baisse ne confirment que l'économie était déjà en récession.
Les marchés anticipaient deux à trois baisses de taux pour 2025, mais ces données suggèrent que la Fed pourrait devoir agir plus énergiquement. Le marché obligataire semble s'en rendre compte, le rendement des bons du Trésor à deux ans ayant chuté ces dernières séances, les traders anticipant une économie plus faible.
Pour nous, Américains ordinaires, cela explique en partie le décalage entre les statistiques officielles et le vécu. Nombreux sont ceux qui ont ressenti le ralentissement du marché du travail malgré les gros titres annonçant une croissance robuste. Les données du QCEW, qui couvrent la quasi-totalité des employeurs, confirment cette perception.
Les bénéfices des entreprises pourraient subir des pressions au cours des prochains trimestres si le pouvoir d'achat des consommateurs est moins robuste que prévu. Les entreprises justifient leurs valorisations élevées en s'appuyant notamment sur de solides chiffres de l'emploi, qui soutiennent la croissance future des revenus. Ces données remettent en cause ce discours. Les implications pour le marché immobilier sont également considérables. Les taux hypothécaires sont très sensibles à la situation du marché du travail. Un affaiblissement du marché du travail pourrait accélérer le cycle de baisse des taux de la Fed, entraînant potentiellement une baisse plus rapide que prévu des taux hypothécaires et soulageant le secteur immobilier en difficulté.
Les secteurs les plus vulnérables à cette révélation sont la consommation discrétionnaire, la finance et l'industrie. Les secteurs défensifs comme les services aux collectivités, la consommation de base et la santé surperforment généralement lorsque la faiblesse du marché du travail devient apparente. Ce schéma s'est confirmé lors des cycles précédents, lorsque des divergences de données similaires sont apparues. J'espère avoir pu expliquer un peu plus en détail ce que cela signifie et pourquoi ce que nous observons au quotidien diffère légèrement de ce que nous voyons dans les chiffres ».

Et, le 7 juin, « The Kobeissi Letter » revient sur le sujet :
« Les annonces de suppressions d'emplois par les employeurs américains ont bondi de 47 % en glissement annuel en mai, pour atteindre 93 816, soit le plus haut niveau pour un mois de mai depuis 2020.
Le secteur des services a mené la hausse avec 22 492 suppressions d'emplois, un record en cinq ans.
Il est suivi par le commerce de détail et la technologie, avec respectivement 11 483 et 10 598 suppressions d'emplois.
Les droits de douane, les coupes budgétaires, le ralentissement de la consommation et le pessimisme économique général sont à l'origine de ces licenciements.
Depuis le début de l'année, 696 309 suppressions d'emplois ont été enregistrées, soit le deuxième total le plus élevé depuis 2009. Les licenciements s'accélèrent aux États-Unis ».
Commentaire de David Sommers : « Oui, et historiquement, le début des récessions coïncide généralement avec une hausse du taux de chômage » :



Ce même 7 juin, sur un tout autre thème, Hanno Lustig fait à partir du graphique suivant une remarque intéressante :

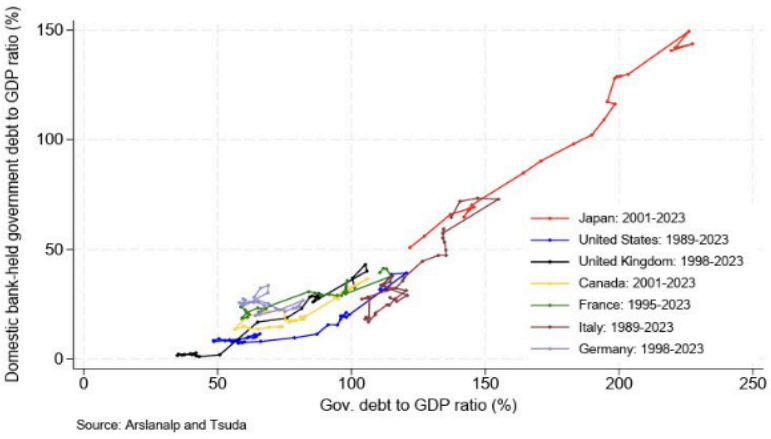


Figure 4: Bank-held government debt (vertical axis) vs. total government debt (horzontal axis) in % of GDP in G7 economies. Source: Arslanalp and Tsuda (2014).

« Graphique sur la répression financière, par Olivier Jeanne. Lorsque les gouvernements repoussent les limites de la fuite budgétaire, ils s'appuient sur leurs banques nationales (banques centrales et banques privées).
Graphique de la part de la dette détenue par la banque centrale et les banques nationales par rapport au ratio dette/PIB, par Olivier Jeanne. Présenté à la Conférence FMI-BID sur la politique budgétaire et la dette souveraine (5-6 juin, Santiago, Chili) ».

Le 9 juin, « Barchart » constate que « la valeur marchande des obligations du Trésor en % de la valeur marchande des actions est tombée à son plus bas niveau depuis les années 1960 » :

Source: Paulsen Perspectives

Et il constate aussi que « l'indice de volatilité CBOE a chuté de 63% au cours des 9 dernières semaines et que cela est la plus forte chute de volatilité de l'histoire » :

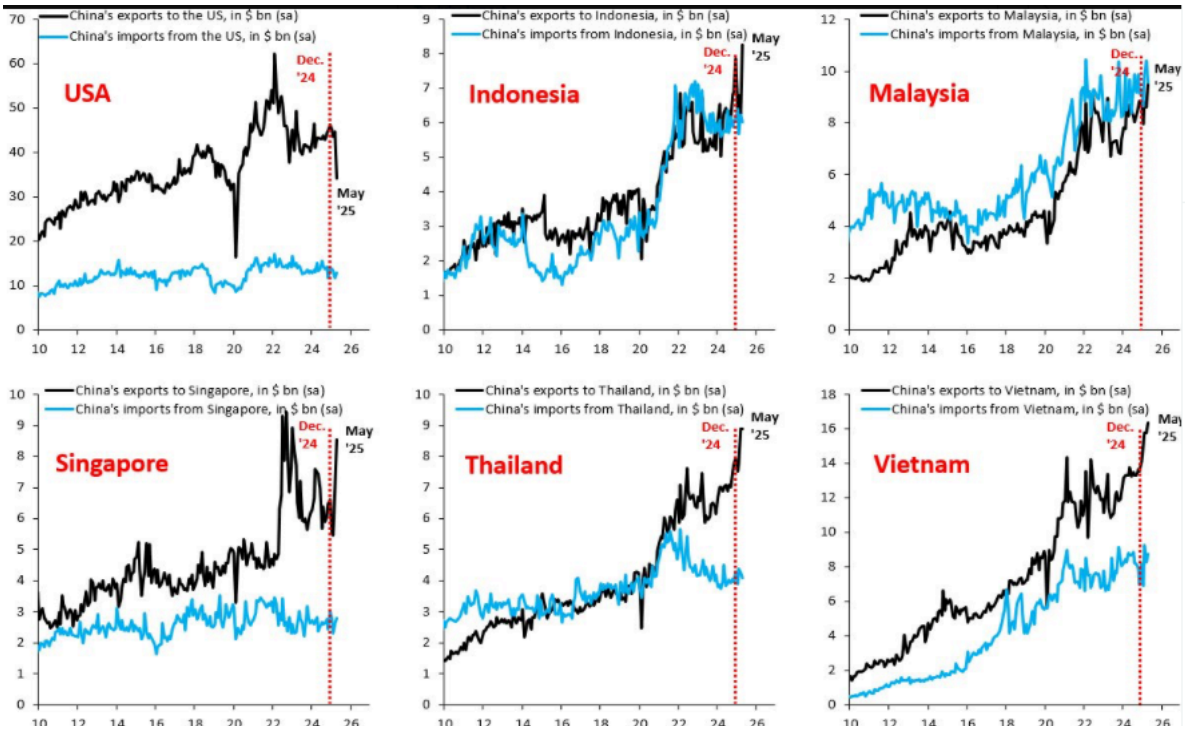
Ce même 9 juin, on apprend que des délégations américaines et chinoises sont arrivées à Londres pour des négociations visant à stabiliser leur fragile trêve commerciale. L'équipe américaine, dirigée par le secrétaire au Trésor Scott Bessent, rencontrera le vice-Premier ministre chinois He Lifeng. Cette rencontre fait suite à un récent appel entre le président Trump et Xi Jinping et portera sur les contrôles à l'exportation, qui risquent de raviver le conflit tarifaire. L'absence d'accord pourrait avoir des répercussions sur l'économie mondiale.
Le 10 juin, les responsables américains et chinois ont déclaré qu'ils s'étaient mis d'accord sur un cadre pour remettre leur trêve commerciale sur les rails et supprimer les restrictions à l'exportation de terres rares imposées par la Chine, tout en offrant peu de signes d'une résolution durable des différends commerciaux de longue date.

Encore en ce 9 juin, « Global Markets Investor » note de son côté que « les Américains n'ont jamais été aussi endettés : le crédit à la consommation américain a bondi de 17,9 milliards de dollars en avril pour atteindre 5 010 milliards de dollars, un montant proche du record de 5 100 milliards de dollars, que la dette renouvelable (cartes de crédit) a bondi de 7,6 milliards de dollars, soit la plus forte hausse depuis décembre : les Américains s'endettent massivement pour faire face à leurs dépenses.
Par ailleurs, « La bulle du marché automobile américain éclate : le taux de défaut de paiement à 60 jours pour les prêts automobiles subprime a atteint 5 % pour la première fois, dépassant ainsi les niveaux de la crise financière. Les défauts de paiement graves de plus de 90 jours sur les prêts automobiles ont atteint 5 % au premier trimestre 2025, atteignant le pic de la crise financière.
Par ailleurs aussi, « Bravos Research » souligne que « l'emploi dans le secteur du transport routier est en déclin rapide. C'est un signal d'alarme depuis 1990 ».

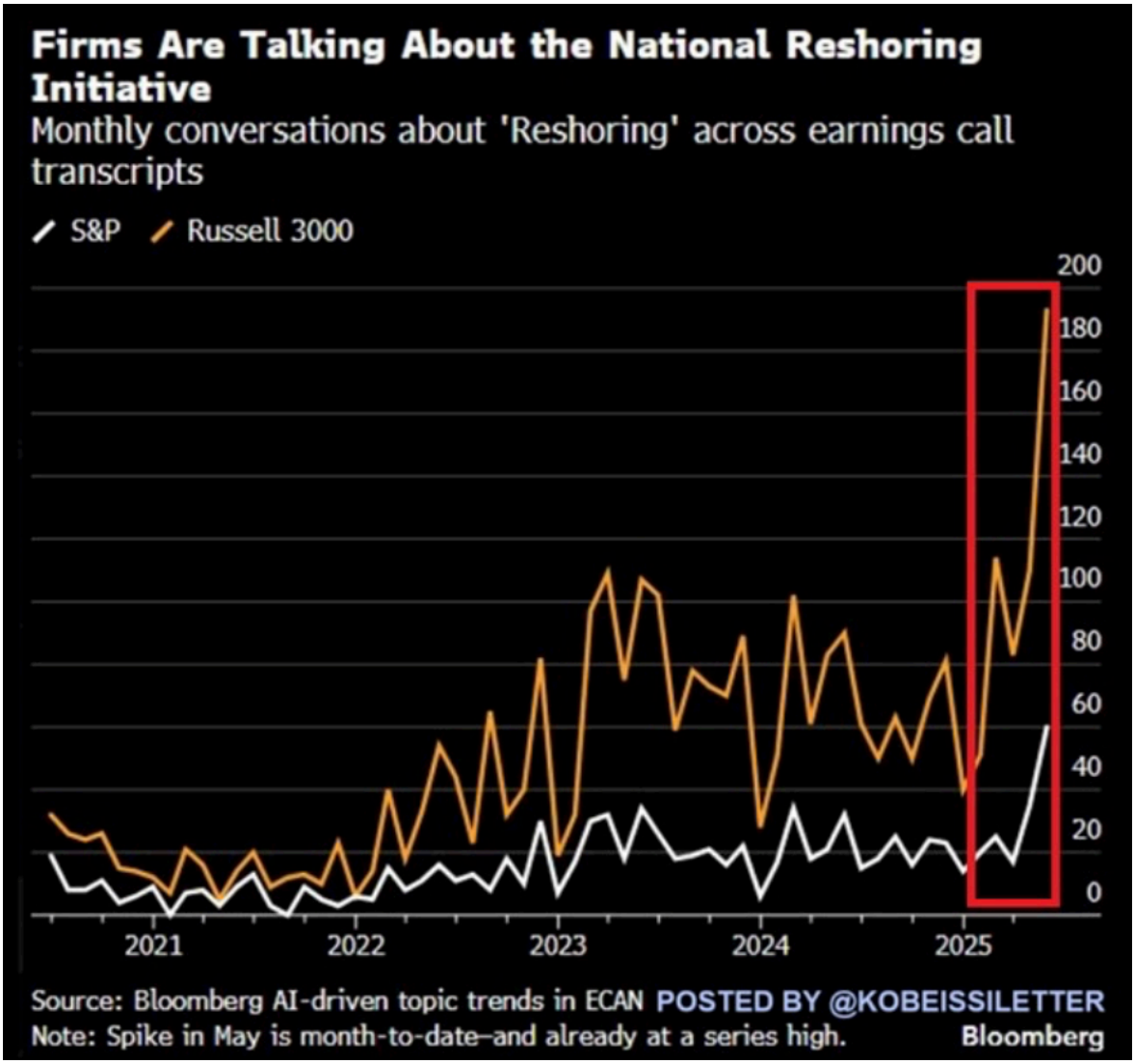
Également le 9 juin, « The Kobeissi Letter » remarque que « les exportations chinoises vers les États-Unis ont chuté de 34 % en mai, soit la plus forte baisse depuis février 2020. Il s'agit du deuxième mois consécutif de baisse, la demande américaine de produits chinois continuant de se contracter.
Cette forte baisse est survenue malgré l'accord commercial du 12 mai qui a temporairement réduit les droits de douane sur les importations chinoises à 30 %. Cette baisse compense largement la hausse de 11 % des exportations chinoises vers le reste du monde. Alors que les expéditions chinoises vers le Vietnam ont bondi de 22 %, les entreprises chinoises tentant d'éviter les droits de douane américains.
L'incertitude tarifaire modifie le commerce mondial ».

Commentaire d'« Alva » : « L'escalade des droits de douane – non seulement les taux affichés, mais aussi les mesures de représailles – a fortement impacté les flux d'exportation de la Chine vers les États-Unis, rendant les ventes directes moins viables pour les deux parties. Les entreprises jouent aux échecs, réacheminant leurs marchandises via le Vietnam pour échapper aux droits de douane, ce qui explique l'essor du Vietnam comme pôle manufacturier. Ce réacheminement soutient la croissance à court terme du Vietnam, mais expose également son économie à une surveillance future des États-Unis – pensez à la vérification de l'origine et à d'éventuels nouveaux droits de douane sur les "réexportations". Parallèlement, la carte de la chaîne d'approvisionnement mondiale ne cesse de se modifier, les entreprises s'efforçant de gagner en résilience et de réduire leurs coûts ».

Analyse de Robin Brooks : « Les exportations directes de la Chine vers les États-Unis sont en forte baisse (en haut à gauche, ligne noire), mais ses exportations vers toutes sortes de destinations en Asie sont en forte hausse. Il s'agit manifestement de transbordements vers les États-Unis via des pays tiers.

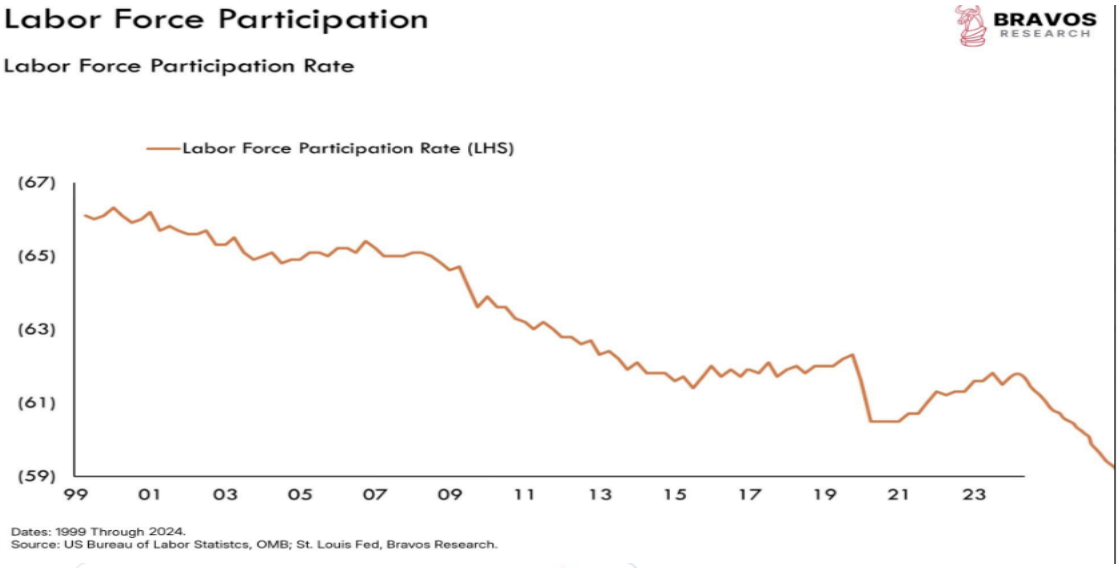


C’est également « The Kobeissi Letter » qui reprend la question de la relocalisation : « les entreprises évoquent de plus en plus le rapatriement de leurs activités aux États-Unis. Le nombre mensuel de conversations sur la “relocalisation“ lors des conférences téléphoniques sur les résultats du S&P 500 a atteint un record de 60 en mai. Dans le même temps, un nombre record de 193 entreprises du Russell 3000 ont évoqué la relocalisation. Parmi les entreprises du S&P 500, 22 mentions de “relocalisation“ concernaient le secteur de la santé, suivi de 11 dans l'industrie et les services aux collectivités. Parmi les entreprises du Russell 3000, 68 mentions ont été enregistrées dans l'industrie, 39 dans la santé et 20 dans les technologies de l'information. Le secteur manufacturier est-il de retour aux États-Unis ?



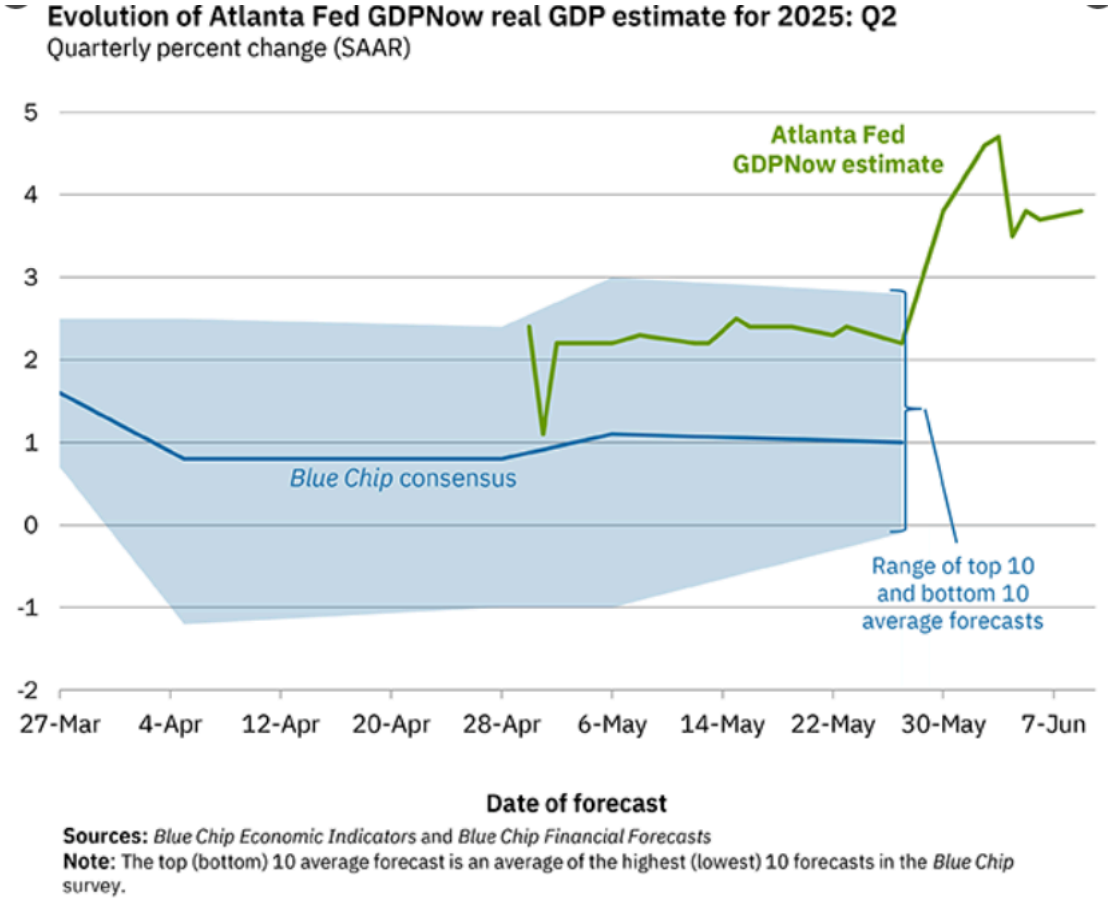
Enfin, toujours ce 9 juin, information inquiétante livrée par « Bravos Research » : « l'effondrement du marché de la dette publique américaine a commencé. Cela a des conséquences considérables sur l'économie.

Les obligations d'État américaines ont franchi une tendance haussière de plus de 40 ans, après avoir traversé l'un des marchés baissiers les plus douloureux depuis les années 1980.
Les obligations du Trésor, qui représentent généralement 40 % du portefeuille d'un investisseur, ont entraîné de lourdes pertes en raison de leur forte baisse.
Depuis mars 2020, l'or a surperformé les obligations de 100 % dans un contexte de forte hausse des dépenses publiques, qui sont passées de 3 400 milliards de dollars à près de 4 000 milliards de dollars en seulement deux ans. L'augmentation constante des dépenses publiques, financée par l'émission de nouvelles obligations du Trésor, constitue un problème majeur. Cela a entraîné une chute significative des prix des obligations. Nos perspectives obligataires à long terme sont baissières mais, à court terme, les obligations pourraient rebondir, compte tenu de leur chute brutale.
L'un des principaux facteurs à l'origine de la chute à long terme des obligations est la baisse du taux d'activité. Depuis 1999, cet indicateur présente une forte corrélation négative avec la dette publique américaine.

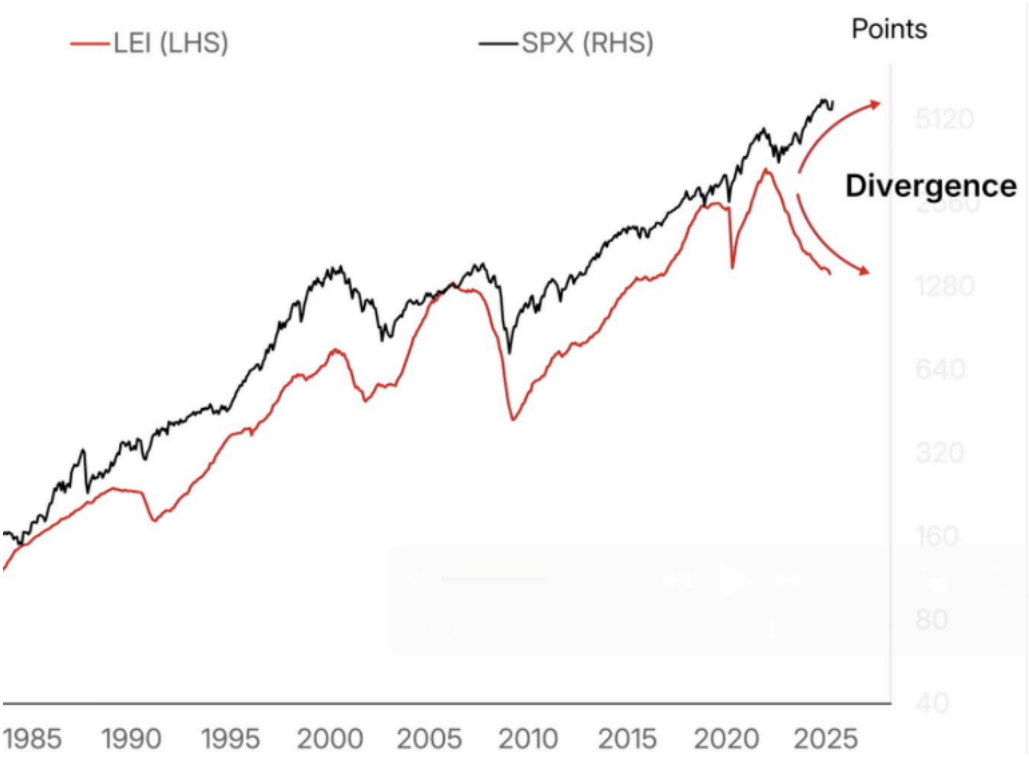


La baisse de la participation au marché du travail et l'augmentation de la dette publique témoignent de tensions économiques. Cela est dû à l'augmentation du nombre de retraités et à la diminution de la population active. Ces deux facteurs ont contraint le gouvernement à augmenter ses dépenses.
Avec le vieillissement de la population américaine et l'augmentation des départs à la retraite, la participation au marché du travail devrait encore diminuer. Cela augmenterait encore la dette publique. À moins que les dépenses ne changent ».

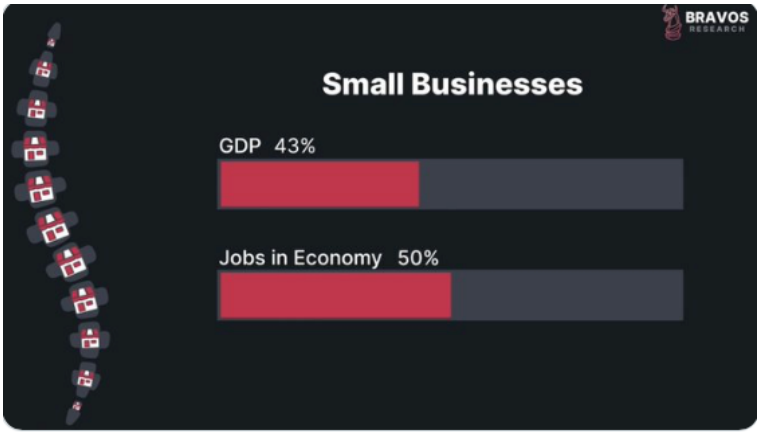
Le 9 juin, le modèle GDPNow prévoit une croissance du PIB réel de 3,8% au second trimestre 2025.



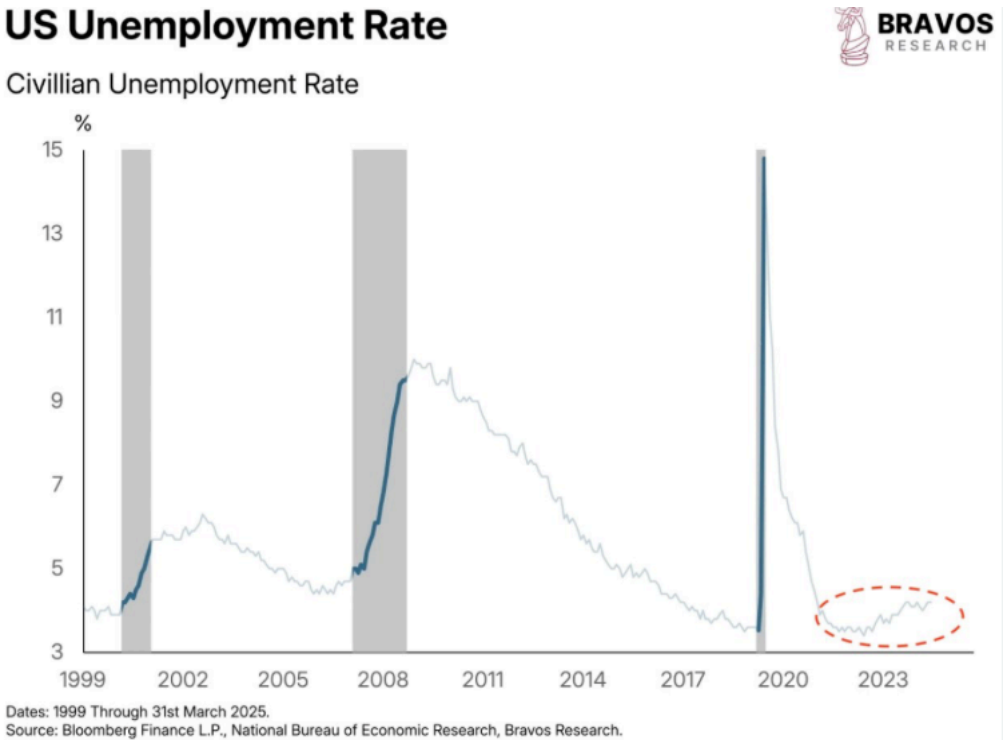
Le 10 juin, « Bravos Research » souligne une évolution importante :
« Les indicateurs économiques avancés ont chuté brutalement. Mais le marché boursier reste proche de ses records.
Aujourd'hui, nous constatons une divergence importante entre l'économie financière et l'économie réelle.



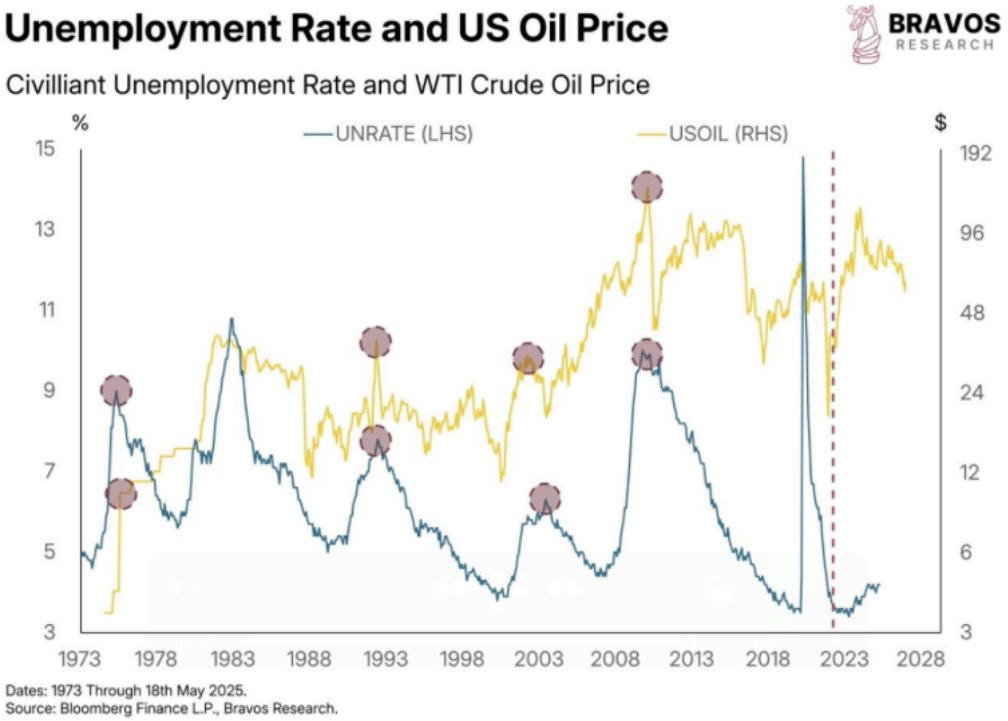
L'indice des indicateurs économiques avancés (IEA) est en forte baisse depuis 2021. Cette baisse a commencé juste au moment où la Fed a commencé à relever ses taux d'intérêt.
Cet indice LEI suit des données telles que les commandes manufacturières, les permis de construire et les heures hebdomadaires travaillées dans les usines. Depuis que les taux ont commencé à grimper, ces indicateurs ont tous considérablement diminué.
Historiquement, ces indicateurs avancés ont tendance à refléter le marché boursier.
Mais cette fois, les indicateurs indiquent une faiblesse, tandis que le marché boursier poursuit sa hausse.
Nous constatons donc une divergence totale entre l'économie financière et l'économie réelle.
Certes, le S&P 500 a enregistré de bonnes performances ces quatre dernières années. Mais les actions à petite capitalisation ont sous-performé : l'indice américain des petites capitalisations a chuté de 13 % depuis son pic de 2021. Ce pic coïncide également avec le début de la hausse des taux d'intérêt.
Et comme le dit le proverbe, les petites entreprises sont le pilier de l'économie. Cette épine dorsale n'est pas complètement brisée mais elle est clairement en difficulté.



Et que se passerait-il en cas de panne ?
Une panne généralisée entraînerait une récession. Et cela se traduirait par une hausse significative du taux de chômage aux États-Unis.
Le taux de chômage a augmenté au cours de l'année écoulée, reflétant la faiblesse économique observée.
Mais jusqu'à présent, cette hausse n'a pas été suffisamment marquée pour être qualifiée de véritable récession par le NBER, comme en 2020, 2008 et 2001.



Alors, qu'est-ce qui empêche l'économie de s'effondrer ?
Il s'agit de l'une des forces les plus puissantes des marchés mondiaux depuis 150 ans. Il s'agit du pétrole.
En comparant les prix du pétrole avec le taux de chômage décalé d'environ 18 mois, on observe un alignement presque parfait. Depuis les années 1970, chaque pic de chômage a été précédé d'une hausse des prix du pétrole.



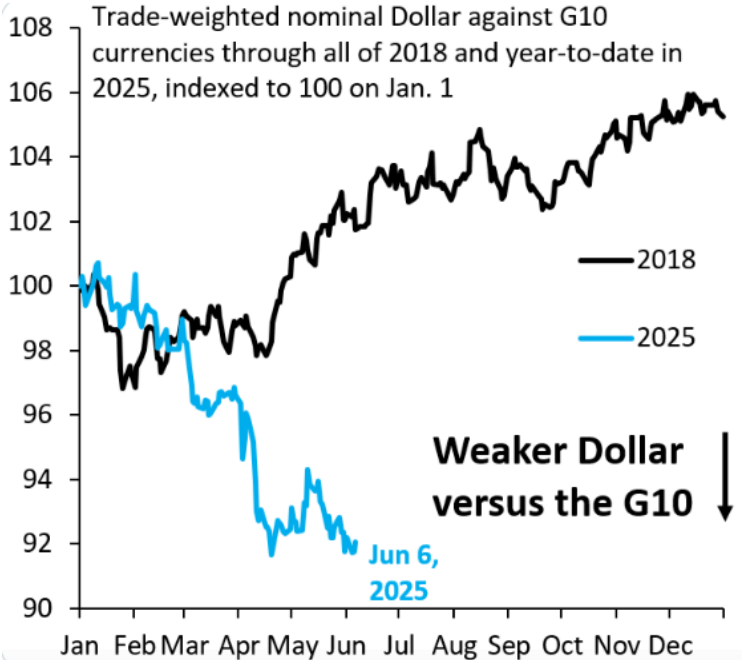
Lorsque les prix du pétrole flambent, souvent soudainement et sans avertissement, la croissance économique est immédiatement mise à rude épreuve.
C'est l'une des rares forces capables de déclencher une récession à elle seule.
C'est pourquoi le pétrole reste une variable cruciale à surveiller aujourd'hui ».

Également le 10 juin, « The Kobeissi Letter » évoque un autre tournant important :
« C'est historique :

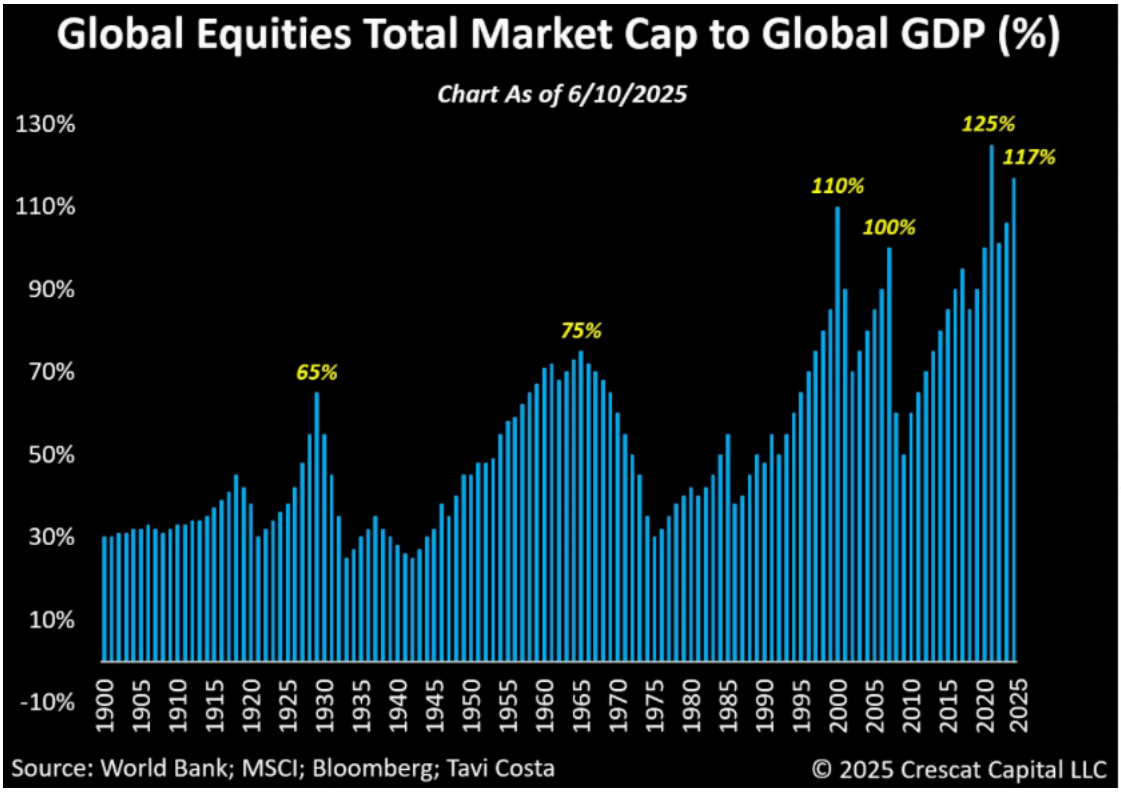
La valeur de marché du marché obligataire américain est tombée à seulement 68 % de la valeur du marché boursier, soit le ratio le plus bas depuis les années 1970. Cette part a diminué de moitié en 14 ans, les actions ayant largement surpassé les obligations.
En d'autres termes, le marché boursier américain est désormais 50 % plus important que le marché obligataire.
Depuis début 2020, la valeur de marché totale des actions d'entreprises américaines cotées en bourse a grimpé de 38 000 milliards de dollars, soit 69 %.
Sur la même période, la valeur totale des titres de créance a augmenté de 17 800 milliards de dollars, soit 40 %.
Le marché boursier américain n'a jamais été aussi dominant ».

Toujours le 10 juin, « Robin Brooks » fait le constat suivant, important quand on sait que l'objectif poursuivi par l'Administration américaine est de faire baisse le dollar…
« Lorsque les États-Unis ont imposé d'importants droits de douane à la Chine en 2018 sous Trump 1.0, le dollar a progressé, comme le prédisaient tous les modèles économiques (en noir). En revanche, le dollar a

fortement chuté sous Trump 2.0 (en bleu), principalement parce que, contrairement à 2018, la Chine a choisi de ne pas dévaluer le RMB jusqu'à présent ».



Encore le 10 juin, Otavio Tavi Costa communique sur l'évolution frappante des marchés financiers : « les marchés boursiers mondiaux connaissent actuellement leur deuxième année la plus chère de leur histoire, si l'on en juge par le ratio capitalisation boursière/PIB.
La seule fois où les valorisations ont été plus élevées, c'était en 2021, au plus fort du marché.
Aujourd'hui, cet indicateur se situe 7 points de pourcentage au-dessus des niveaux observés au plus fort de la bulle technologique en 2000.Il est important de noter que les actions américaines, qui représentent près de 60 % de la capitalisation boursière mondiale, sont de loin le principal contributeur à cette valorisation élevée ».



Un des commentaires : « Un ratio capitalisation boursière mondiale/PIB de 125 % en 2025, dépassant le record de la bulle Internet de 2000, est alarmant, surtout avec les actions américaines qui représentent 60 % du total. Ou cela pourrait-il signaler une nouvelle ère de croissance plutôt qu'un krach imminent ?

Encore le 10 juin, **l'Agence Fitch** publie le communiqué suivant :

« Fitch Ratings a révisé ses perspectives de la dette souveraine mondiale pour 2025, les qualifiant de "neutres" à "détériorées", reflétant la hausse des droits de douane et l'incertitude politique. Ces facteurs affaibliront les perspectives de croissance mondiale et accentueront le risque de conditions de financement plus difficiles. Les risques politiques et financiers publics restent élevés.
L'escalade de la guerre commerciale mondiale, l'incertitude quant à l'échéance des droits de douane et leur impact sur les volumes d'échanges mondiaux, les chaînes d'approvisionnement, l'investissement et les relations internationales constituent un choc économique mondial majeur. L'incertitude quant à l'ampleur et au calendrier des effets sur les prix et l'activité s'ajoute à l'incertitude quant à l'évolution des taux directeurs de la Réserve fédérale américaine et au risque de volatilité des conditions de financement.
Une baisse des prix du pétrole brut Brent de 79,5 dollars le baril en 2024 à 65 dollars le baril en 2025 accentuera les pressions économiques et budgétaires sur les principaux exportateurs. La réduction de l'aide internationale américaine accroît les risques auxquels sont confrontés certains marchés émergents. En revanche, une dépréciation du dollar américain allège le fardeau des marchés émergents dont la dette est libellée en dollars et offre à certaines banques centrales de ces marchés la possibilité de réduire plus rapidement leurs taux d'intérêt.
Les finances publiques resteront sous pression en 2025 en raison de la hausse des dépenses de défense, des charges d'intérêt, des tendances démographiques, de la faible croissance et des pressions sociales, en particulier sur les marchés développés. Nous prévoyons une légère augmentation du ratio médian dette publique/PIB pour atteindre 54,5 % fin 2025, contre 54,1 % fin 2024. Les risques géopolitiques restent élevés compte tenu des guerres en Ukraine et au Moyen-Orient, de la rivalité stratégique entre les États-Unis et la Chine, des tensions commerciales, du mécontentement social et de l'évolution de la politique étrangère américaine.
Les perspectives de notation sont proches de l'équilibre à la mi-2025, avec 13 points positifs, soit un peu plus que les 10 points négatifs. Les dégradations intervenues depuis 2020 ont créé une marge de manœuvre pour certaines notes afin de résister à une dégradation des conditions de crédit. Les mesures prises par les pouvoirs publics soutiendront les notes dans certains cas ».

Le 11 juin, le président Trump déclare : « notre accord avec la Chine est conclu, sous réserve de l'approbation finale du président Xi et de moi-même. Les aimants complets et les terres rares nécessaires seront fournis dès le départ par la Chine. De même, nous fournirons à la Chine ce qui a été convenu, y compris les étudiants chinois fréquentant nos universités et collèges (ce qui a toujours été une bonne chose pour moi !). Nous obtenons un total de 55 % de droits de douane, la Chine 10 %. Nos relations sont excellentes !

Ce même 11 juin, BNPParibas considère qu'après un premier semestre 2025 agité, le second risque de l'être tout autant : https://economic-research.bnpparibas.com/pdf/fr-FR/Economie-mondiale-nouveau-semestre-agite-11/06/2025,51624

Le 12 juin, le président Trump a annoncé qu'il enverrait des lettres à ses partenaires commerciaux dans les une à deux semaines à venir pour fixer des tarifs douaniers unilatéraux. Cela se fera avant la date limite du 9 juillet pour réimposer des tarifs douaniers plus élevés à des dizaines de pays, selon Bloomberg.
Également le 12 juin, on se rend compte que le dollar a maintenant perdu pratiquement 10% de sa valeur cette année :

Et que l'indice du dollar passe en-dessous de 98 pour la 1ère fois depuis le 21 avril :

Nuit du 12 au 13 juin : nette aggravation des tensions au Moyen-Orient

Le vendredi 13 juin, on apprend qu'au cours de la nuit l'armée israélienne a frappé durement l'Iran (dont on craint la fabrication imminente de la bombe atomique) : « Le prix du pétrole dépasse désormais 72 dollars le baril pour la première fois depuis plus de quatre mois. Les valeurs refuges connaissent également une forte hausse, alors que les frappes israéliennes se poursuivent. Le marché semble anticiper une nouvelle guerre » (The Kobeissi Letter).

Ce même 13 juin, publication par le Crédit Agricole de l'analyse suivante :

Aux inquiétudes sur la guerre commerciale succède l'escalade des tensions au Moyen-Orient

Deux jours de négociations intenses à Londres ont permis d'aboutir à un « accord-cadre » entre les États-Unis et la Chine. Le conflit commercial les opposant avait été mis entre parenthèses après la trêve conclue à Genève un mois plus tôt, permettant des pourparlers plus « constructifs ». L'accord négocié à Londres établit des droits de douane américains atteignant 55% à l'encontre des importations de biens chinois, tandis que la Chine appliquerait des taxes de 10% sur les produits américains. La nouvelle tarification américaine correspond au cumul des tarifs « réciproques » appliqués à tous les partenaires commerciaux à hauteur de 10%, d'un taux « punitif » additionnel de 20% appliqué à l'encontre des pays supposés faciliter l'entrée du fentanyl aux États-Unis et enfin d'un taux supplémentaire de 25% correspondant aux droits de douane préexistants, établis lors du premier mandat de D. Trump. La Chine accepte de lever ses restrictions à l'exportation de terres rares et composants critiques, mais les licences délivrées par les autorités ne seront valables que six mois, ne soulevant que temporairement l'épée de Damoclès pesant sur Washington. Quant aux États-Unis, ils consentent à desserrer leurs restrictions sur les moteurs d'avions et les pièces détachées de l'aéronautique, sans pour autant retirer les limitations portant sur les semi-conducteurs les plus avancés.

Même si les détails et ses modalités de mise en œuvre ne sont pas encore tous scellés, cet accord permet néanmoins d'apaiser les tensions commerciales entre les deux géants commerciaux : un répit favorablement accueilli par les marchés financiers.

Dorénavant, le regard des investisseurs devrait se tourner davantage vers l'Union européenne en quête d'un accord « satisfaisant » avec son partenaire américain ; un tel accord semble pour l'heure encore éloigné. De nombreux sujets épineux, tels l'accès au marché agricole européen ou le prix des produits pharmaceutiques, complexifient les négociations. En revanche, sur le secteur des services, en particulier la réglementation technologique, l'UE pourrait faire montre d'un peu de souplesse, une attitude susceptible de calmer les ardeurs de l'administration Trump.

Du côté des données macro-économiques, l'attention s'est surtout portée sur l'inflation américaine. L'indice des prix (CPI) a progressé de 2,4% sur un an au mois de mai, après 2,3% en avril. La baisse du prix de l'essence n'a que partiellement compensé la hausse des loyers et du prix de l'alimentation, tirant l'indice faiblement vers le haut. L'inflation sous-jacente est stable à 2,8%, tandis que les prix à la production ont légèrement accéléré (+2,6% contre +2,5% en avril). Les effets inflationnistes des droits de douane mis en place par l'administration Trump ne semblent pas encore visibles sur l'économie américaine, en grande partie parce que les entreprises continuent de vendre des marchandises accumulées avant le mois d'avril. Les premiers effets devraient davantage se faire sentir au mois de juin. Par ailleurs, le nombre de nouvelles inscriptions hebdomadaires au chômage est demeuré identique, à 248 000 demandes, conformément aux attentes.

Ces résultats plutôt satisfaisants en matière, à la fois, d'inflation et d'emploi ne devraient pas pour autant conduire la Réserve fédérale à modifier ses taux lors de sa réunion de politique monétaire mercredi prochain, celle-ci attendant d'avoir davantage de visibilité sur les effets des droits de douane. Mais ce *statu quo* pourrait prendre rapidement fin selon les marchés, qui demeurent optimistes et tablent sur une reprise de l'assouplissement monétaire en septembre. Les investisseurs anticipent, avec une probabilité de 70%, une baisse d'un quart de point des taux directeurs d'ici septembre.

En zone euro, la production industrielle n'a progressé que de 0,8% sur un an au mois d'avril, après 3,6% en mars. Seule la production de biens de consommations non durables ressort en hausse en rythme annuel, alors que les autres composantes, à l'exception des biens de consommation durables qui sont stables, reculent.

Enfin, citant (sans grande surprise) la forte augmentation des barrières commerciales et de l'incertitude politique accrue dans de nombreux pays, la Banque mondiale a abaissé ses prévisions de croissance mondiale à 2,3% en 2025 (-0,4 point de pourcentage par rapport aux prévisions de janvier dernier) et 2,4% en 2026 (-0,3 point).

Dans ce contexte, les marchés actions mondiaux sont divisés : les indices américains, rassurés par l'accord commercial sino-américain, restent en hausse tandis que les indices européens se sont retournés. L'Euro Stoxx 50 enregistre ainsi un recul de 2,7% ; le S&P500 progresse de 0,7%, toujours soutenu par les perspectives de croissance des bénéfices des sociétés technologiques.

Cet optimisme (mesuré) s'est effondré en toute fin de semaine en raison du regain de tensions géopolitiques au Moyen-Orient. L'offensive aérienne israélienne ciblant le programme nucléaire iranien et ses installations militaires a immédiatement fait craindre des répercussions majeures sur les capacités de production pétrolières des pays de la région, notamment de l'Irak, cinquième producteur mondial et deuxième producteur de l'OPEP derrière l'Arabie saoudite. Le prix du baril de pétrole en mer du Nord est remonté à son plus haut niveau depuis janvier 2025, atteignant les 78 dollars avant de redescendre autour des 74 dollars à la mi-journée vendredi (+12% sur la semaine). Sur les marchés obligataires, les investisseurs se sont alors reportés sur les titres souverains les plus sûrs, entraînant une baisse des rendements. Le rendement des bons du Trésor américain à dix ans (à l'égard desquels les investisseurs semblaient avoir témoigné un peu de « désamour » ces derniers temps) a perdu 16 points de base sur la semaine et celui du Bund allemand de même échéance 9 points de base. Les primes de risque française, espagnole et italienne, face au Bund, ne se sont que légèrement écartées (2 à 3 points de base).

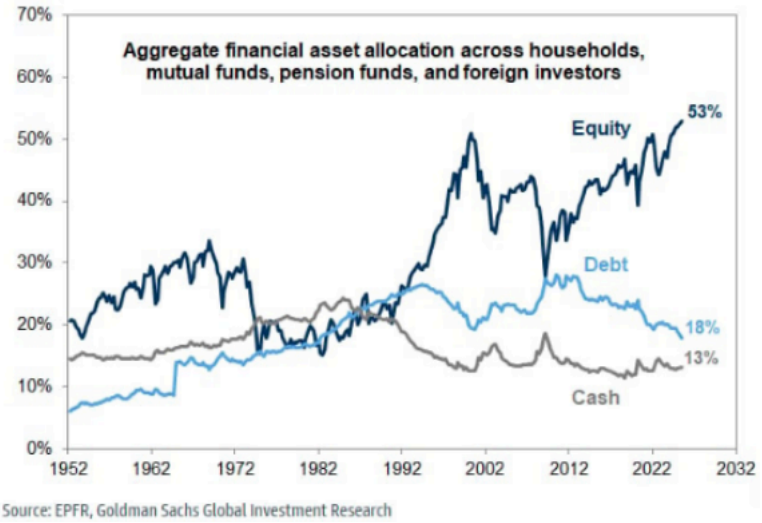
Le 13 juin aussi, « The Kobeissi Letter » récapitule à sa façon :
« Nous avons maintenant :
1. Une guerre qui s'intensifie rapidement entre Israël et l'Iran
2. Des tarifs douaniers américains proches de leurs plus hauts niveaux depuis 100 ans
3. Une Réserve fédérale qui retarde la baisse des taux d'intérêt
4. Le rendement des obligations à 10 ans remonte vers 4,50 %
5. Les prix du pétrole ont augmenté de près de 40 % en deux mois
6. Une aggravation du plafond de la dette et une crise du déficit budgétaire
Pourtant, le S&P 500 est à 2 % d'un nouveau record historique : on ne peut pas lutter contre ce marché ».
Le même jour, Barchert écrit, comme par hasard… et avec un tableau : « un regard historique sur la réaction du S&P 500 aux événements géopolitiques majeurs » :

		Relative to pre-event close	
Event	Date	Days to recover	Drawdown
WW-II Germany annexes Czechoslovakia	15-Mar-39	180	-19.7%
WW-II Germany attacks France	09-May-40	1,118	-38.3%
WW-II Pearl Harbor	07-Dec-41	306	-19.8%
North Korea invades South Korea	24-Jun-50	82	-12.9%
Suez Crisis	29-Oct-56	none	none
Berlin Wall built	13-Aug-61	4	-0.7%
Cuban missile crisis	14-Oct-62	none	none
Assassination of President Kennedy	22-Nov-63	4	-2.8%
Authorization of military operations in Vietnam	07-Aug-64	none	none
Six Day Israel Arab war	05-Jun-67	1	-1.5%
Israel Arab war/Oil embargo	16-Oct-73	3	-0.1%
Shah of Iran exiled	16-Jan-79	9	-1.2%
Iranian hostage crisis	04-Nov-79	8	-2.6%
Soviet invasion of Afghanistan	24-Dec-79	none	none
Invasion of Grenada	25-Oct-83	17	-2.5%
Bombing of Libya	15-Apr-86	none	none
First Gulf War	02-Aug-90	188	-16.9%
Kosovo bombing	24-Mar-99	none	none
9/11 attacks	11-Sep-01	30	-11.6%
Iraq war	20-Mar-03	none	none
Arab spring (Egypt)	25-Jan-11	none	none
Intervention in Libya	19-Mar-11	none	none
Crimea crisis 2014	01-Mar-14	3	-0.7%
Intervention in Syria	22-Sep-14	39	-7.4%
Brexit vote	23-Jun-16	7	-4.1%
Airstrike on Syrian airbase	07-Apr-17	17	-1.2%
Russian invasion of Ukraine 2022	24-Feb-22	none	none
Israel–Hamas war	07-Oct-23	none	none
Median		17	
Average		119	

S&P 500 gains/losses following major geopolitical events CHART: DEUTSCHE BANK

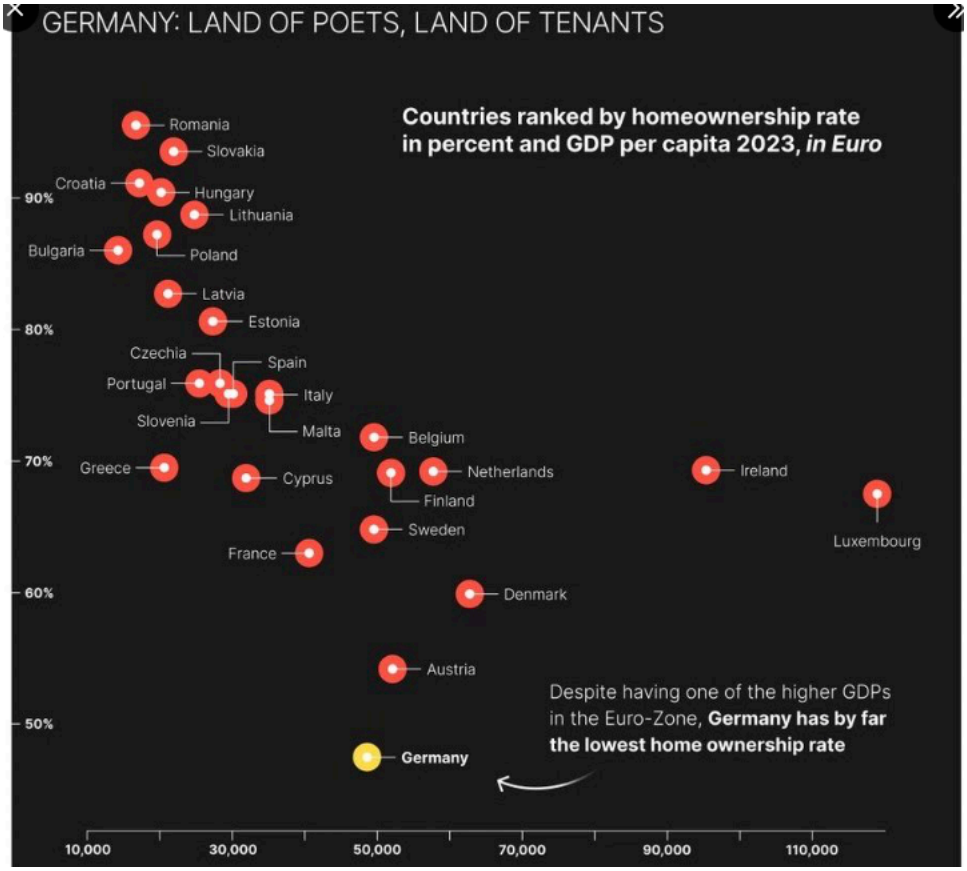
Le 14 juin, selon Barchart encore, « les investisseurs misent désormais sur les actions avec la plus forte allocation en actions de l'histoire. La seule fois où elle était plus élevée, c'était juste avant l'éclatement de la bulle Internet » :

Exhibit 13: Investor allocation to equities at an all-time high



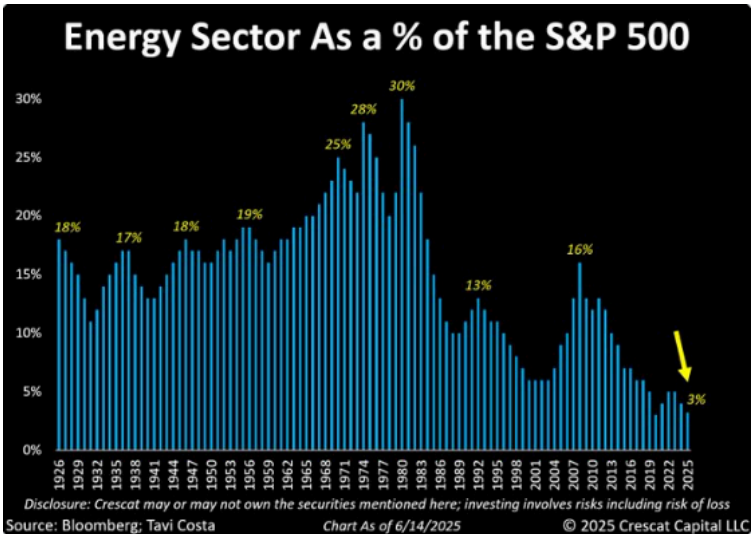
Source: EPFR, Goldman Sachs Global Investment Research

Ce même 14 juin, Michael A. Arouet propose le schéma suivent qui classe les pays par taux de propriété (en pourcentage) et PIOB par habitant 2023 (en euros)

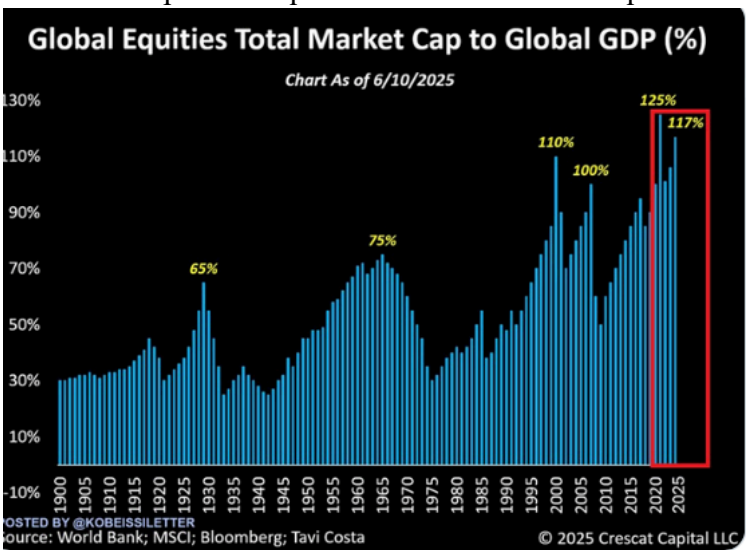


Et voici son commentaire : « l'Allemagne est un pays étrange. Les Allemands louent au lieu d'être propriétaires, n'achètent pas d'actions, dépensent trop en assurances, mais adorent ensuite se plaindre des “inégalités“ et des “riches“. Mes amis, si vous voulez devenir riche, il faut prendre des risques. Arrêtez de vous plaindre ».

Également le 14 juin, Otavio Tavi Costa fait une remarque importante sur l’évolution dans le secteur de l’énergie : « Le pétrole est actuellement en hausse pour des raisons géopolitiques, mais ceci est un rappel important :
Parfois, même si une thèse repose sur des fondements solides, le catalyseur qui la déclenche reste souvent flou jusqu’à ce qu’elle se concrétise.
C’est probablement le cas avec la situation haussière du secteur de l’énergie.
Les producteurs de pétrole et de gaz stagnent à des niveaux de valorisation historiquement bas depuis une période prolongée.
Une façon de comprendre cela est d’observer la part actuelle du secteur de l’énergie sur le marché global, qui est à un niveau historiquement bas. Dans les années 1980, le secteur représentait environ 30 % du marché ; aujourd’hui, il n’en représente plus que 3 %. Certains attribuent cela à un changement structurel permanent, et je pense qu’il y a une part de vérité, mais il s’agit probablement d’une combinaison de facteurs. Si nous ne reviendrons probablement pas aux sommets du passé, il est absurde que le secteur reste aussi sous-évalué. Aujourd’hui, les entreprises énergétiques sont extrêmement rentables et je les considère comme l’une des opportunités les plus attrayantes pour les investisseurs macro et value » :



Toujours le 14 juin, « The Kobeissi Letter » fait le constat suivant : « C'est remarquable : le ratio capitalisation boursière mondiale/PIB mondial atteint désormais 117 %, soit le deuxième plus haut niveau historique. Ce ratio a augmenté de 27 % au cours des cinq dernières années et se situe juste en dessous des niveaux de 2022.
Depuis 2008, la capitalisation boursière mondiale a progressé deux fois plus vite que le PIB mondial. À titre de comparaison, au plus fort de la bulle Internet de 2000, ce pourcentage était de 110 %.
Parallèlement, le ratio capitalisation boursière américaine/PIB a atteint le chiffre impressionnant de 201 %, à seulement 4 points de pourcentage d'un record historique.
Les valorisations augmentent bien plus vite que la croissance économique ».



Commentaire d'Alva : « Lorsque les ratios capitalisation boursière/PIB atteignent des niveaux records, cela indique que les cours boursiers sont bien supérieurs à ceux de l'économie réelle, ce qui augmente le risque d'un retournement brutal. Les marchés surévalués ont tendance à amplifier la volatilité : de petits chocs peuvent déclencher de fortes fluctuations en cas de retournement du sentiment, réduisant ainsi la marge de manœuvre des politiques en cas de crise.
Cet environnement engendre également des rendements à long terme plus faibles, car les gains futurs sont anticipés. En cas de correction, l'effet de richesse peut devenir négatif, freinant la demande des consommateurs et l'investissement. Mais n'oubliez pas que la persistance de taux bas et la domination des technologies peuvent fausser les anciens modèles ; le contexte est donc important ».
En ce 14 juin, Mohamed A. El-Erian fait une réflexion intéressante à propos des conséquences des tensions géopolitiques qui se sont encore durcies avec le déclenchement d'une guerre ouverte entre Israël et l'Iran : il y a « une tendance plus large de chaînes d'approvisionnement de moins en moins élastiques, c'est-à-dire moins capables de s'adapter rapidement aux perturbations ».

Le 15 juin, « The Kobeissi Letter » fait une bonne liste des conséquences à attendre du conflit entre Isarël et l'Iran :
« Conséquences économiques du conflit israélo-iranien :
1. Le prix du pétrole pourrait grimper jusqu'à 130 dollars le baril, selon JP Morgan.
2. L'Iran produit actuellement 3,3 millions de barils de pétrole par jour, soit environ 3,5 % de l'offre mondiale.
3. Un prix du pétrole à 130 dollars doublerait probablement l'inflation américaine, la portant à environ 5 %.
4. La baisse des taux d'intérêt pourrait être encore retardée.
5. La fermeture du détroit d'Ormuz est considérée comme le pire scénario.
Sans une désescalade immédiate du conflit, l'économie mondiale basculerait ».
Note : une semaine plus tard, le 22, le même auteur dit l'importance du détroit d'Ormuz :
« 1. 20 % du pétrole mondial transite par un détroit de seulement 34 km de large.
2. Un seul blocus d'Ormuz pourrait faire grimper le prix du pétrole à plus de 150 dollars du jour au lendemain.
3. Le trafic pétrolier quotidien à Ormuz est supérieur à celui des canaux de Panama et de Suez réunis.
4. 35 % du GNL transporté par voie maritime transite par Ormuz.
5. La marine américaine a déployé des forces à Ormuz presque chaque décennie depuis les années 1980.
6. C'est la route pétrolière la plus militarisée au monde.
7. Ormuz est le seul passage maritime reliant le golfe Persique à l'océan.
8. L'Iran a menacé de fermer militairement le détroit d'Ormuz plus de dix fois depuis 2000.
9. Le blocage de cette route entraînerait presque certainement une intervention militaire des États-Unis, d'Israël et d'autres pays.
Tous les regards sont rivés sur la réponse de l'Iran ».

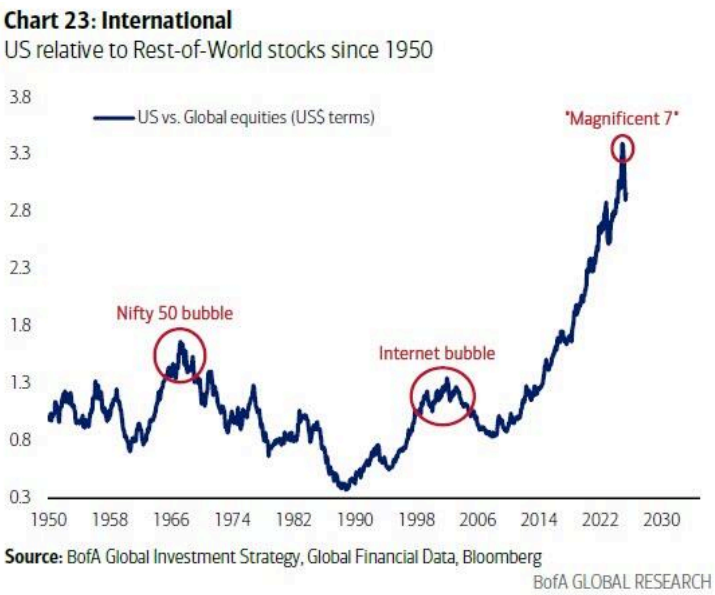
Sur ce même thème, Mohamed A. El-Erian fait aussi le même type d'analyse :
« Concernant les implications du conflit irano-israélien pour l'économie mondiale :
Interrogé tôt vendredi matin sur les implications économiques mondiales de la frappe sans précédent d'Israël contre l'Iran, j'ai répondu par quatre hypothèses principales, dont la direction de l'impact était claire, tandis que son ampleur dépendait de la durée et de l'étendue du conflit.
Les quatre hypothèses :
Un ralentissement de la croissance mondiale, l'incertitude géopolitique croissante freinant l'investissement des entreprises et la confiance des consommateurs.
Des pressions inflationnistes dans un contexte d'incertitude concernant les voies de navigation et, plus généralement, de vulnérabilité des chaînes d'approvisionnement mondiales.
Une flexibilité politique réduite pour certains pays, dont le Royaume-Uni, les banques centrales étant confrontées à des choix plus difficiles entre la lutte contre l'inflation et le soutien de la croissance, et la marge de manœuvre budgétaire se réduisant.
Une nouvelle érosion progressive de l'ordre mondial, notamment du rôle central des États-Unis dans les systèmes commerciaux et de paiement.
Deux jours après l'intensification des hostilités, la probabilité et la gravité potentielle de ces quatre effets ont augmenté, confirmant l'idée que, sur le plan économique, il s'agit d'un choc négatif pour une économie mondiale déjà fragile ».

Également le 15 juin, « Global Markets Investor » indique que « le monde possède 26 000 milliards de dollars d'actifs américains de plus que ce que possèdent les Américains à l'étranger. La position extérieure globale nette des États-Unis a doublé en 5 ans ».

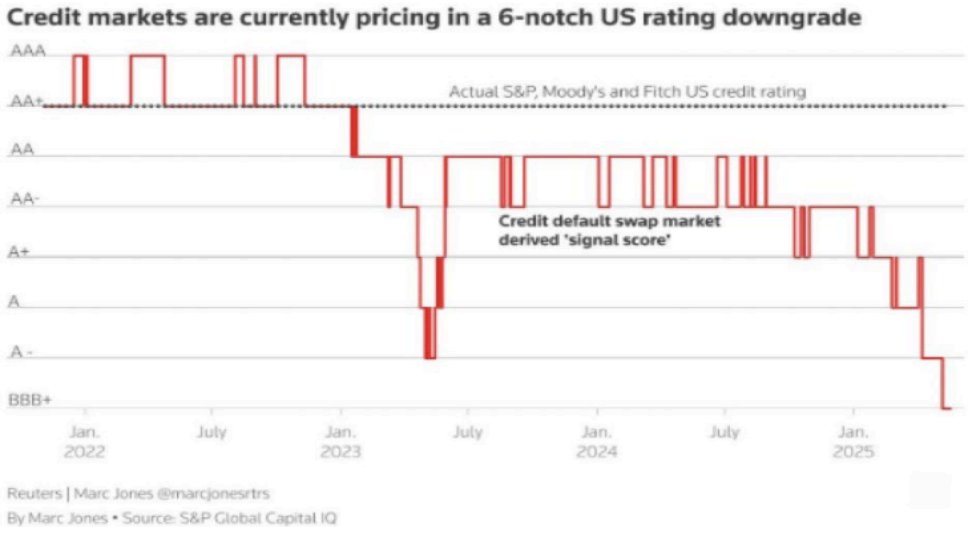
De son côté, Barchart donne deux informations intéressantes,

• « Malgré toutes les craintes, les étrangers détiennent toujours une portion quasi record en actions américaines » :

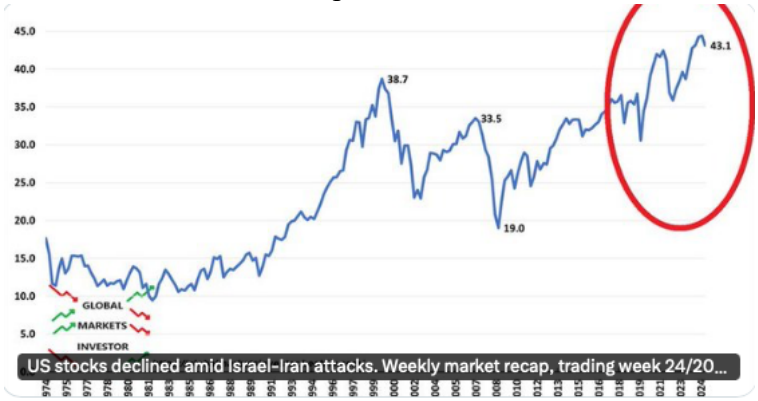
Au même moment, « Markets & Mayhem » publie sur X un graphique montrant l'évolution depuis 1950 du poids des actions américaines dans le total mondial :



• « Les marchés du crédit anticipent actuellement une dégradation de la note de crédit des États-Unis de 6 niveaux, ce qui leur donnerait une note de BBB, juste un peu au-dessus de la catégorie d'investissement » :



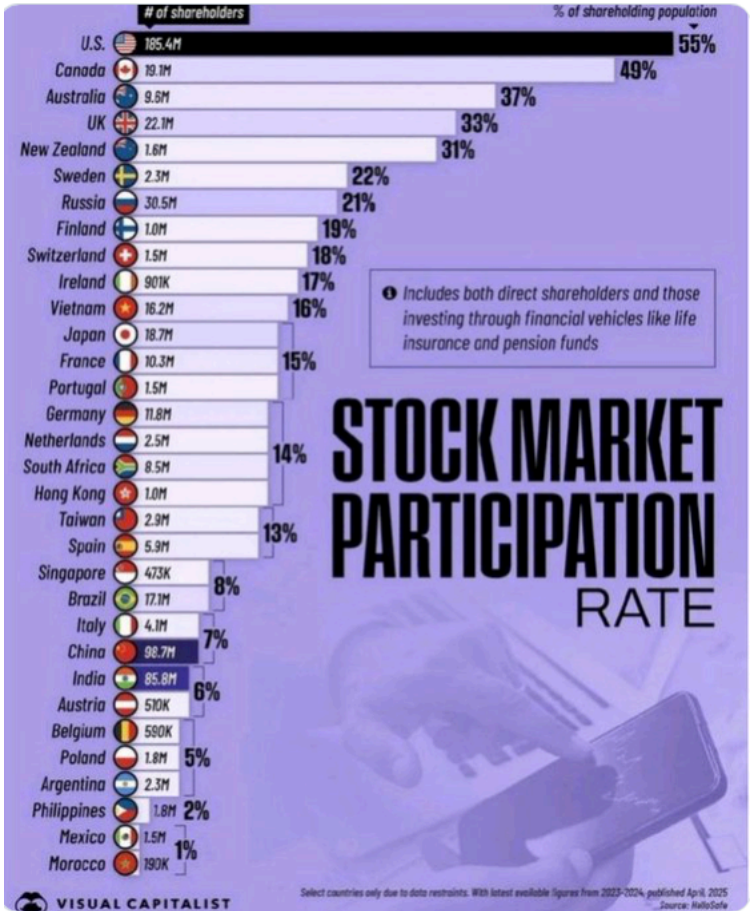
Le 16 juin, « Global Markets Investor » dit que « les Américains n'ont presque jamais détenu autant d'actions. La part des ménages américains en actions s'élève à 43 %, l'un des niveaux les plus élevés de l'histoire. Ce chiffre est supérieur de plus de 4 points de pourcentage au pic de la bulle Internet des années 1990. Le point bas de la crise financière n'était que de 19 % ».



Il indique aussi que « Les Américains n'ont presque jamais été aussi pessimistes quant au marché du travail : la part des salariés ayant une opinion positive des perspectives d'activité de leur employeur est tombée à 44 % en mai, son plus bas niveau depuis 2016, année où les données ont commencé à être

collectées. Les craintes de licenciements ont augmenté de 18 % en glissement annuel, atteignant leur plus haut niveau depuis la crise de 2020 ».

À propos d'investissements sur le marché boursier, voici un tableau qui montre, selon les pays, le taux de participation à ce marché des investisseurs, non seulement les investisseurs directs mais les investisseurs par l'intermédiaire de véhicules financiers tels que l'assurance-vie et les fonds de pension :



Le 16 juin, BNPParibas publie les tableaux suivants, qui dressent un panorama de la situation actuelle et des prévisions pour 2025 et 2026 :

Croissance du PIB et Inflation

	Croissance du PIB				Inflation			
%	2023	2024	2025 e	2026 e	2023	2024	2025 e	2026 e
Etats-Unis	2.9	2.8	1.7	1.5	4.1	2.9	2.9	3.2
Japon	1.5	0.1	0.7	0.4	3.3	2.7	3.3	2.1
Royaume-Uni	0.4	1.1	1.2	1.0	7.3	2.5	3.3	2.6
Zone euro	0.5	0.8	1.2	1.3	5.4	2.4	2.1	1.9
Allemagne	-0.1	-0.2	0.5	1.0	6.0	2.5	2.3	2.0
France	1.1	1.1	0.6	1.1	5.7	2.3	0.9	1.2
Italie	0.8	0.5	0.8	1.3	5.9	1.1	1.7	1.7
Espagne	2.7	3.2	2.5	2.2	3.4	2.9	2.2	2.0
Chine	5.2	5.0	4.8	4.5	0.2	0.2	0.0	1.0
Inde*	7.0	8.2	6.5	6.3	6.7	5.4	4.6	4.1
Brésil	2.9	3.4	2.4	1.3	4.6	4.4	5.5	4.8

Source : BNP Paribas (e: Estimations, prévisions)
Mise à jour le 10 juin 2025
* année budgétaire du 1er avril de l'année t-1 au 31 mars de l'année t

Taux d'intérêt et taux de change

Taux d'intérêt, %

Fin de période		T2 2025	T3 2025	T4 2025	T4 2026
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	4.50	4.50	4.50	3.50
	Treas. 10a	-	4.40	4.25	4.10
Zone euro	Taux de dépôt	2.00	1.75	1.75	2.25
	Bund 10a	-	2.50	2.90	3.30
	OAT 10a	-	3.27	3.62	4.02
	BTP 10 ans	-	3.45	3.80	4.20
	BONO 10 ans	-	3.08	3.45	3.85
Royaume-Uni	Taux BoE	4.25	4.00	3.75	3.50
	Gilt 10a	-	4.50	4.40	4.00
Japon	Taux BoJ	0.50	0.50	0.75	1.25
	JGB 10a	-	1.55	1.60	1.85

Taux de change

Fin de période		Spot 13/06/2025	T3 2025	T4 2025	T4 2026
USD	EUR / USD	1.16	1.16	1.18	1.22
	USD / JPY	144	142	140	135
	GBP / USD	1.36	1.35	1.36	1.39
EUR	EUR / GBP	0.85	0.86	0.87	0.88
	EUR / JPY	167	165	165	165

Pétrole

Moyenne trimestrielle		T2 2025	T3 2025	T4 2025	T4 2026
Pétrole	USD/baril	67	67	62	64

Sources: BNP Paribas (Market Economics, Interest Rate Strategy, FX Strateg, Commodities Desk Strategy)
Mise à jour le 13/06/2025

Le mercredi 18 juin, selon « Global Markets Investor », « 'activité économique américaine se détériore : L'indice de surprise économique américain a atteint son plus bas niveau en 9 mois. Cela signifie que la plupart des données économiques sont inférieures aux attentes moyennes du consensus.
Plus récemment, mardi, les chiffres des ventes au détail et de la production industrielle aux États-Unis ont déçu.

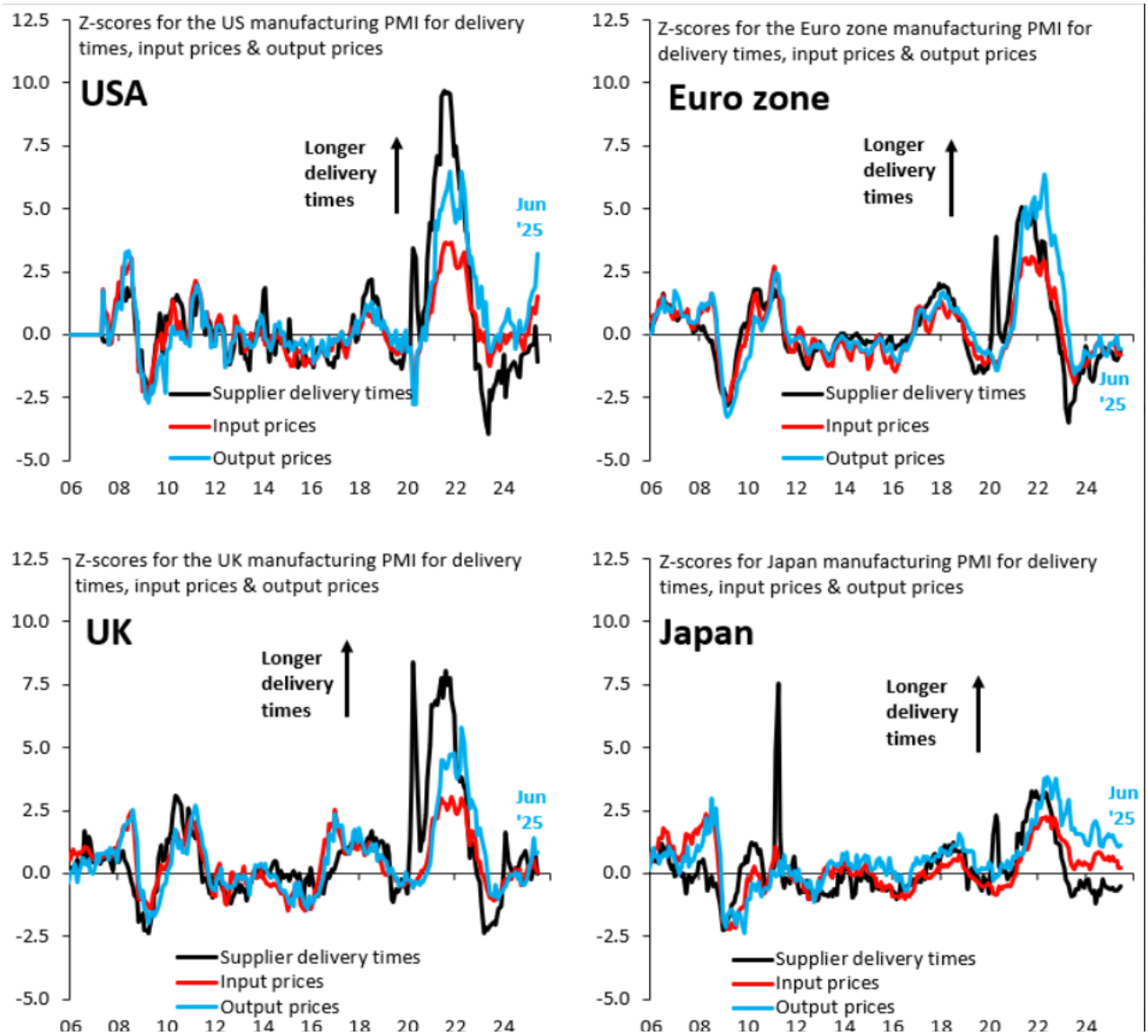
Le 18 juin, la Fed maintient le statu quo pour ses taux directeurs, pour la 4ème fois consécutive.

Robin Brooks en profite pour écrire : « Deux facteurs expliquent la faiblesse du dollar ces derniers mois : (i) le chaos politique autour des annonces de tarifs douaniers ; (ii) la crainte d'une dégradation de

l'indépendance de la Fed. La réunion de la Fed d'aujourd'hui rappelle que l'intégrité institutionnelle des États-Unis est plus forte qu'on ne le pense. Le dollar est survendu ».
Réaction du Président Trump : « "Trop tard" : Jerome Powell coûte à notre pays des centaines de milliards de dollars. C'est vraiment l'un des hommes les plus stupides et les plus destructeurs du gouvernement, et la Fed est complice. L'Europe a connu dix baisses de taux, nous n'en avons eu aucune. Nous devrions baisser de 2,5 points et économiser des milliards de dollars sur toute la dette à court terme de Biden. L'inflation est faible ! Trop tard, c'est une honte pour l'Amérique ! ».
Réaction de Lance Roberts (stratège financier) : « alors que la Fed reste passive face au ralentissement des données économiques et à l'absence d'inflation tarifaire, d'autres banques centrales réduisent rapidement leurs taux, la Suisse ayant relancé son taux directeur national. La Fed aura probablement encore trop de mal à ajuster sa politique monétaire, ce qui est son historique ».

Il est vrai que sur le Vieux Continent il y a eu en peu de temps plusieurs baisses de taux directeurs : non seulement de la part de la BCE – qui n'en a pas sans doute fini - mais aussi de la Banque nationale suisse (taux à 0% !) et des banques centrales de Norvège et de Suède.

Mon propre commentaire : le choc inflationniste des différentes mesures prises par l'administration Trump arrive en cette fin juin (voir la conclusion provisoire), si bien que la position prudente et attentiste de la Fed peut paraître justifiée.
D'ailleurs, le 24 juin, pour Robin Brooks « les droits de douane sont inflationnistes aux États-Unis, mais déflationnistes partout ailleurs. On peut le constater dans les indices PMI flash d'hier pour juin. Les prix à la production (en bleu) sont en forte hausse aux États-Unis (en haut à gauche), mais restent inchangés dans la zone euro (en haut à droite), au Royaume-Uni (en bas à gauche) et au Japon (en bas à droite) ! ».



(Le z-score est une mesure statistique qui décrit la position d'une variable donnée par rapport à la moyenne d'un groupe de valeurs, position mesurée en fonction de l'écart-typ

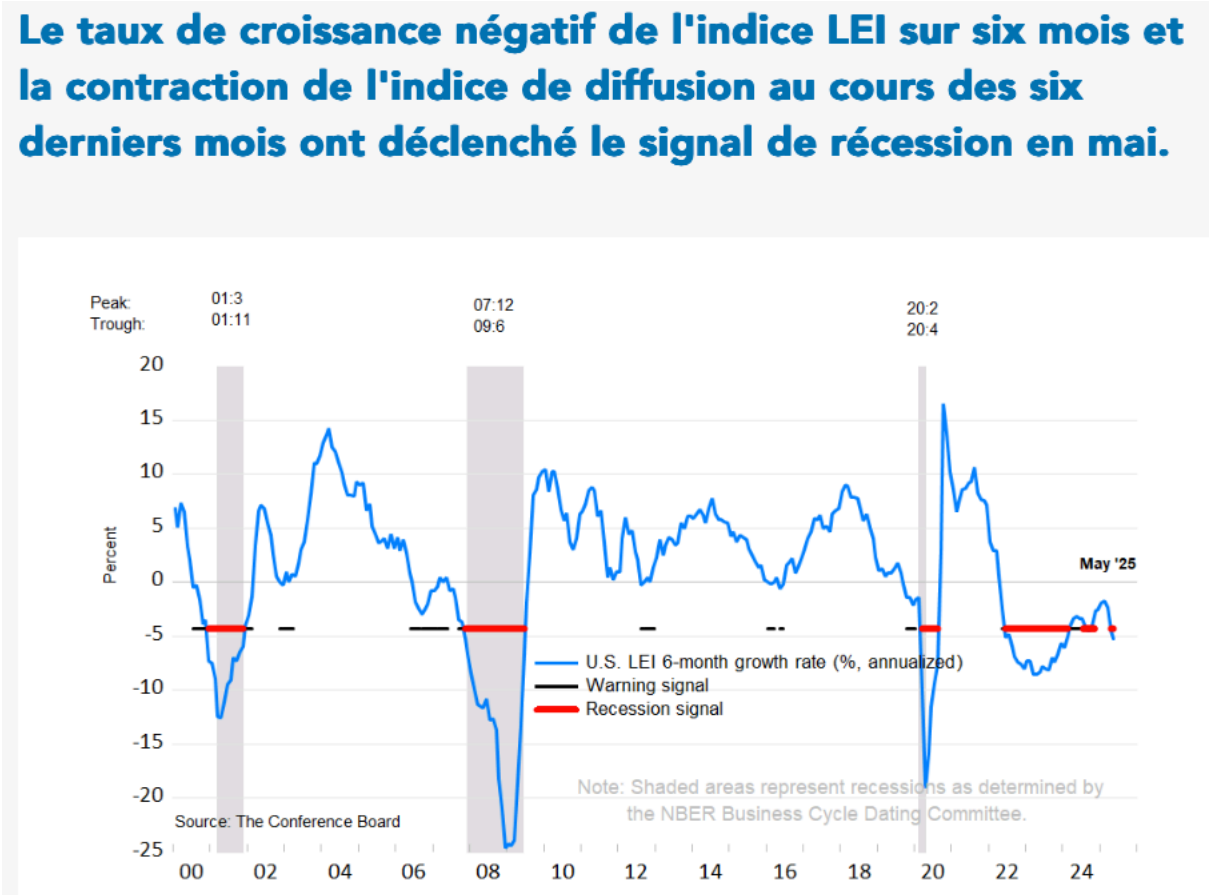
e)

Note : sur les effets inflationnistes des droits de douane, voir le papier de recherche d'Albert Cavallo, (Université d'Harvard), de Paola Llamas et de Franco Vazquez (tous deux de l'université de San Andrès), « Tracking the Short-Run Price Impact of U.S. Tariffs », publié le 16 juin, dont voici le résumé :

« Cet article examine l'impact à court terme des droits de douane américains de 2025 sur les prix à la consommation, en utilisant une intégration unique de données de prix de détail à haute fréquence, d'informations sur le pays d'origine des produits et de classifications tarifaires détaillées. En reliant les prix quotidiens des principaux détaillants américains aux codes du Système harmonisé (SH) et aux origines des importations, nous construisons des indices de prix personnalisés qui isolent les effets directs des modifications tarifaires sur les catégories de produits et les partenaires commerciaux. Notre analyse révèle des réactions rapides en matière de prix, bien que leur ampleur reste modeste par rapport aux taux tarifaires annoncés et varie selon le pays d'origine. Les biens importés et nationaux sont tous deux touchés, ce qui suggère des répercussions plus larges sur les prix et la chaîne d'approvisionnement. Ces résultats fournissent des données probantes opportunes pour les décideurs politiques, les entreprises et les consommateurs confrontés aux conséquences immédiates des changements de politique commerciale ».

Seulement, comme le note « The Kobeissi Letter » le 24 juin : « Les principaux indicateurs économiques américains continuent de signaler une récession :

L’indice économique avancé (ILE) du Conference Board a reculé de 0,1 % en glissement mensuel en mai, enregistrant sa sixième baisse mensuelle consécutive. Cet indice a reculé 37 fois sur les 39 derniers mois, l’une des pires séries jamais enregistrées. L’ILE a chuté d’environ 5 % en rythme annualisé au cours des 6 derniers mois, sous le seuil annonciateur d’une récession imminente. De plus, il est désormais en baisse d’environ 16 % par rapport à son pic et a atteint son plus bas niveau en 9 ans.
De telles baisses prolongées de l’ILE ont précédé chaque récession américaine depuis 1960.
L’économie américaine est-elle en train de sombrer dans la récession ? » :

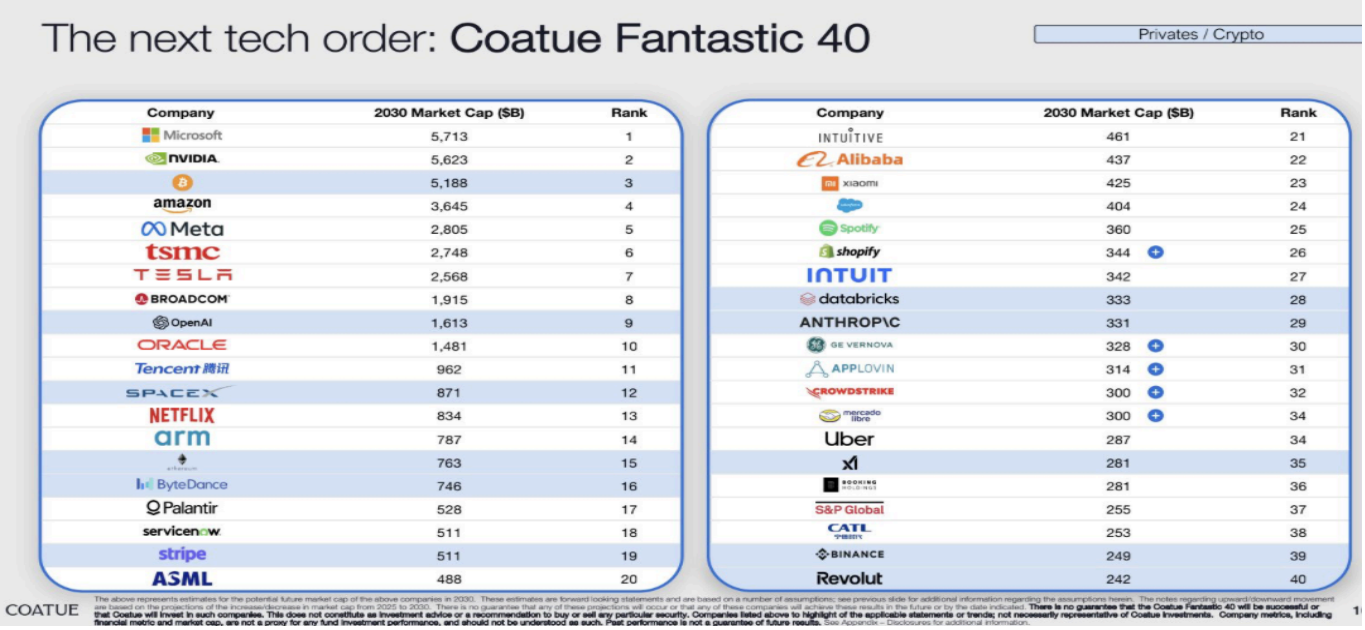


REMARQUE : le graphique illustre ce que l'on appelle les 3D - durée, profondeur et diffusion – pour interpréter un mouvement à la baisse du LEI, qui est « l’indice économique avancé » du Conference Board. La durée fait référence à la durée de la baisse. La profondeur indique l'ampleur de la baisse. La durée et la profondeur sont mesurées par le taux de variation de l'indice sur les six derniers mois à un taux annualisé. La diffusion est une mesure de l'étendue de la baisse parmi les indicateurs composant le LEI - sur une échelle de 0 à 100, un indice de diffusion inférieur à 50 indique que la plupart des composants sont en train de s'affaiblir.
La règle des 3D signale une récession imminente lorsque : 1) l'indice de diffusion semestriel est inférieur ou égal à 50, comme le montrent les lignes noires du graphique ; et 2) le taux de croissance semestriel (annualisé) du LEI est inférieur au seuil de -4,1 %.
Les lignes rouges de signal de récession indiquent les mois où les deux critères sont remplis simultanément, et donc qu'une récession est probablement imminente ou en cours.
On peut au total se demander si l’économie américaine ne va pas connaître un épisode de « stagflation », et sa dimension de récession peut expliquer la demande que fait Trump à Powell d’engager la baisse des taux. Donc, grosse difficulté pour la Fed.

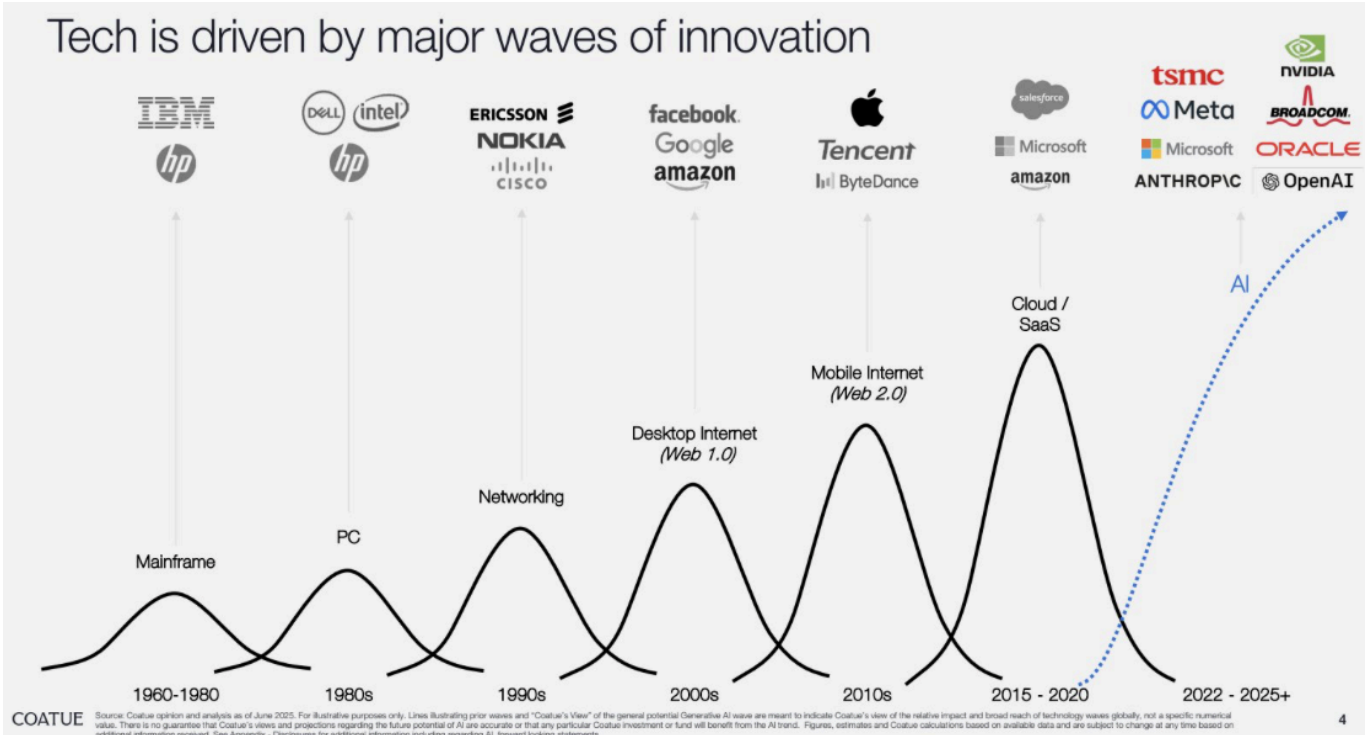
Dans son entretien sur Atlentico.fr, **le 1er juillet, l’économiste Don Diego De La Vega** - c’est un pseudonyme - prend le parti de D. Trump dans le conflit qui l’oppose à J. Powell : « Jerome Powell coûte régulièrement plusieurs centaines de milliards. Trump est souvent dans l’exagération, mais sur ce point précis, je trouve qu’il est même en dessous de la réalité.
Derrière tout cela, il y a un marché énorme : le marché immobilier. Il est paralysé quand les taux d’intérêt sont à 4,5 % à court terme, ce qui tire également les taux longs à ce niveau. Le taux hypothécaire fixe sur 30 ans - la référence aux États-Unis - est à 7 %. Ce chiffre n’inclut ni les frais de notaire, ni les assurances, ni les autres charges annexes. À ce niveau de taux, le marché est littéralement gelé. (…)
La Fed ne se contente pas de maintenir les taux élevés, elle refuse en plus d’indiquer ses intentions futures. Elle ne fournit aucune forward guidance. Cela pose un vrai problème. La politique monétaire

moderne repose sur la gestion des anticipations de marché. L'incertitude coûte très cher. Si je devais estimer le coût de cette politique, je dirais qu'il s'élève à des dizaines, voire des centaines de milliards de dollars. Cela revient à se tirer une balle dans le pied, d'autant plus que cela va à l'encontre de la politique budgétaire actuelle, qui est franchement expansionniste.
Cela constitue aussi une aberration fiscale : compenser les effets d'une politique monétaire restrictive par une politique budgétaire généreuse n'a aucun sens.
Tout cela forme une véritable bombe à retardement, une catastrophe quotidienne depuis deux ans. Et pourtant, personne ne semble s'en émouvoir. Pourquoi ? Parce que tant de gens sont anti-Trump uniquement par pur réflexe. Ils s'opposent à toute proposition qu'il émet, même si elle est sensée. Quant au reste de la population, c'est la passivité qui domine. Malheureusement, les gens ne comprennent pas les mécanismes de la politique monétaire. Et ceux qui critiquent la Fed ont peu de chances d'être entendus. Récemment, la Cour suprême a rappelé que la Fed est une entité quasiment privée. Cette institution est indépendante. (…) ».

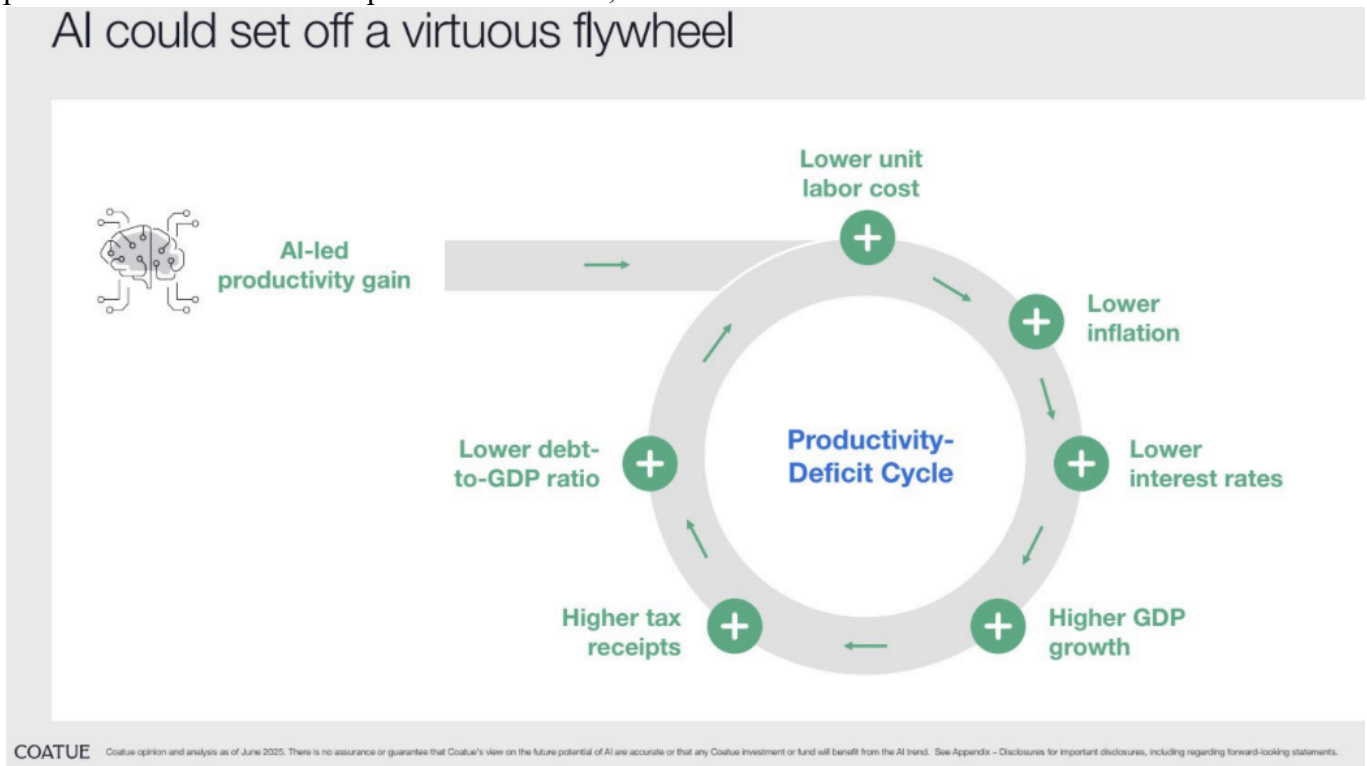
Le vendredi 20 juin, « Koyfin » reprend les principaux résultats d'une étude de l'Institut Coatue sur le paysage technologique des E.-U. en 2030 :



On notera l'absence de Google…
La prédiction de Coatue pour les 40 Fantastiques repose sur l'hypothèse sous-jacente que l'IA représente la prochaine vague d'innovation technologique. Ils la qualifient de "supercycle".
Les vagues précédentes incluent les mainframes, les PC, les réseaux, l'internet de bureau, l'internet mobile, ainsi que le cloud et le SaaS :

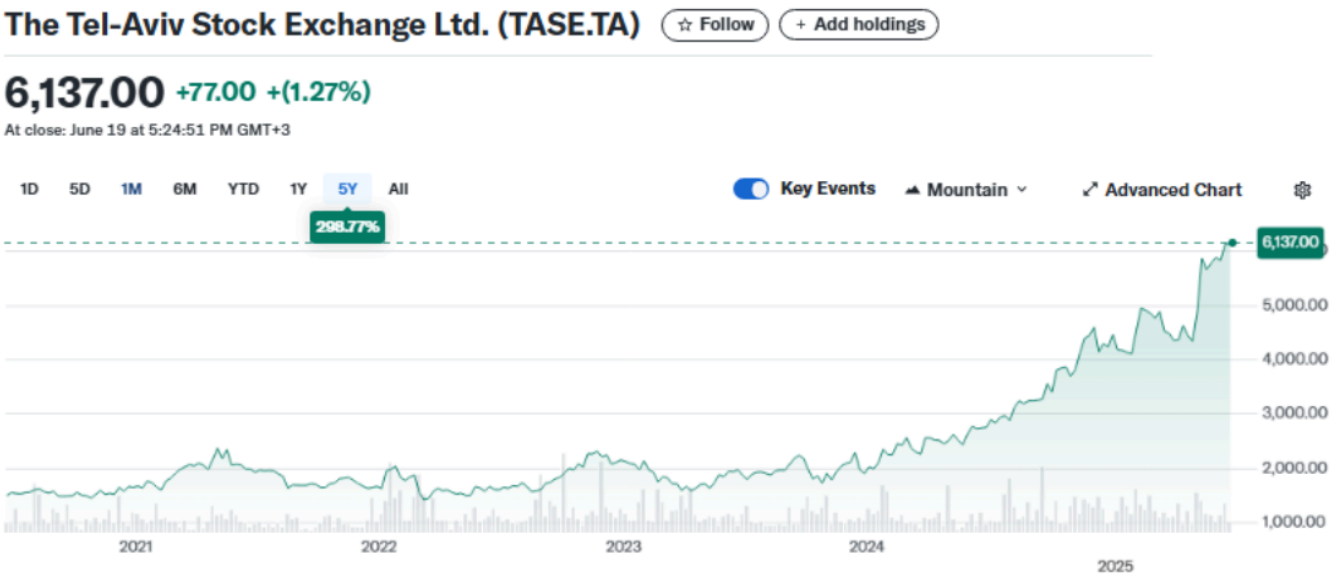


De plus, selon toujours Coatue, en seulement 10 ans, la concentration des 10 et 25 plus grandes entreprises est passée de 31 % et 47 % du marché à 47 % et 59 % du marché, respectivement.
Et l'IA pourrait mettre en place un volant d'inertie vertueux avec des gains de productivité, offrant un potentiel de réduction des coûts unitaires de main-d'œuvre, de l'inflation, des taux d'intérêt, et de promotion d'une croissance plus élevée du PIB, des recettes fiscales et de réduction du ratio dette/PIB :

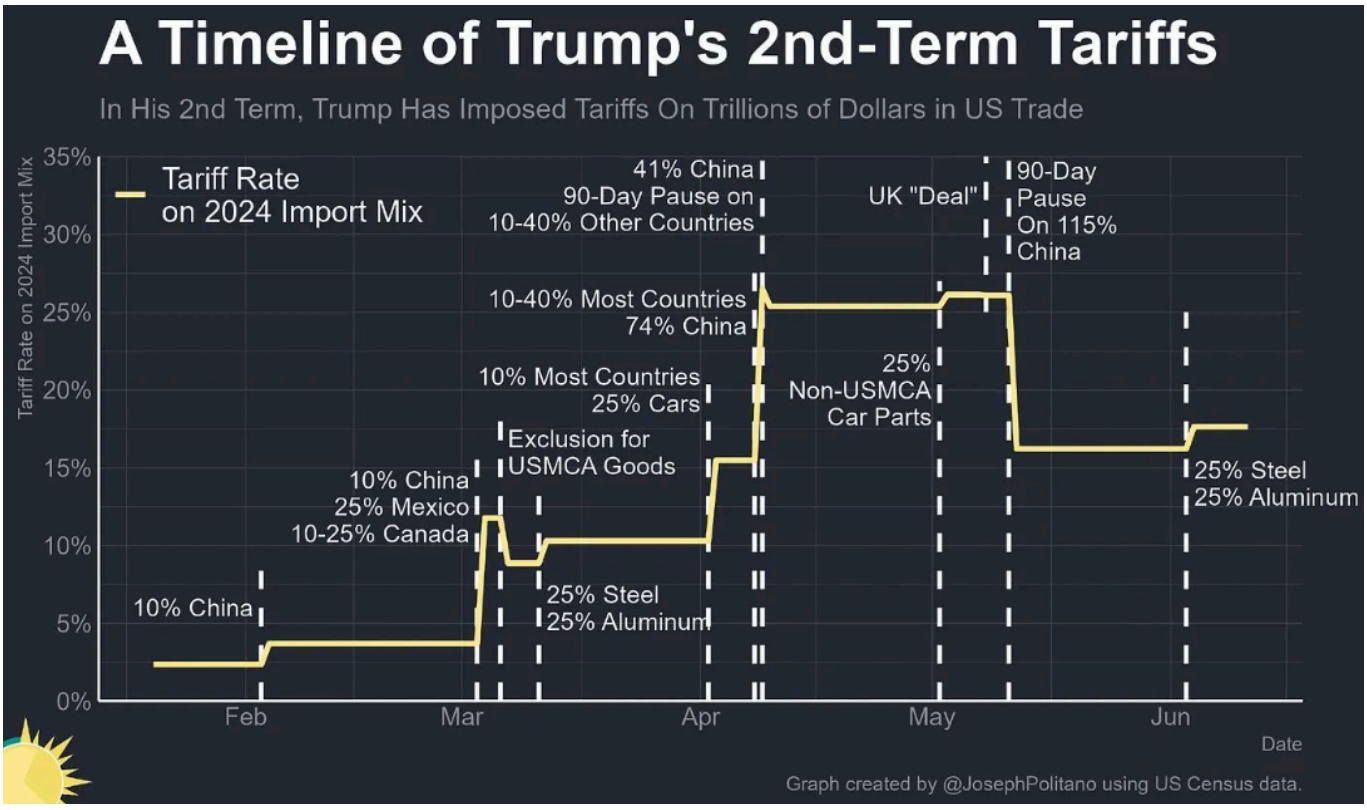


Nuit du 21au 22 juin, les États-Unis s'engagent aux côtés d'Israël contre l'Iran

En faisant intervenir leurs bombardiers furtifs B-2 avec leurs bombes anti-bunkers de 14 tonnes sur les 3 sites nucléaires les plus importants d'Iran
Le 21 juin, la bourse israélienne atteint un niveau record :



Où en sont les tarifs douaniers en cette fin juin (le 22) ?



Ce même 22 juin, « Global Markets Investor » nous communique une information sur un tout autre sujet : « La Banque du Japon détient des obligations d'État, des ETF et des REIT représentant 117 % du PIB japonais.
À titre de comparaison, la taille du bilan de la Banque centrale européenne par rapport au PIB est de 41 %, et celle de la Fed de 22 %. Une expérience économique stupéfiante".

Le 25 juin, annonce d'une aggravation importante du déficit commercial américain, mais ce n'est pas une surprise :
« Le déficit courant des États-Unis a bondi de 138,2 milliards de dollars au premier trimestre 2025, soit 44,3 %, pour atteindre le niveau record de 450,2 milliards de dollars, soit 4,1% du PIB US.

Le compte courant mesure les flux de biens, de services et d'investissements entrants et sortants du pays, c'est-à-dire le rapport entre les recettes et les dépenses du pays à l'étranger.
En pourcentage du PIB, le déficit a augmenté de 1,8 point de pourcentage pour atteindre 6 %, son niveau le plus élevé depuis le record historique de 6,3 % du troisième trimestre 2006.
En rythme annuel, le déficit courant a atteint la somme colossale de 1 800 milliards de dollars.
Ce pic survient alors que les entreprises se sont empressées d'importer en amont des nouvelles taxes douanières sur les produits étrangers.
Le déséquilibre commercial des États-Unis atteint désormais des niveaux historiques ». (The Kobeissi Letter).

Rappel de « StockMarket. News » : « Le "compte courant" est la façon dont les économistes suivent les flux financiers des États-Unis avec le reste du monde. Il comprend :
→ Les échanges de biens et de services
→ Les revenus des actifs et passifs étrangers
→ Les transferts tels que l'aide étrangère et les envois de fonds
Un déficit signifie que nous dépensons plus à l'échelle mondiale que nous ne gagnons et que nous avons besoin de capitaux étrangers pour combler ce déficit.
Pourquoi cela s'est-il produit ? Simplement :
→ Les importations américaines de biens et services ont bondi, notamment dans les biens de consommation, les fournitures industrielles et les produits pharmaceutiques.
→ Parallèlement, les exportations ont accusé un retard, notamment dans les secteurs des semi-conducteurs, de l'aérospatiale et des services comme les voyages d'affaires et le conseil.
Nous avons acheté davantage et le monde n'a pas racheté. Mais cette hausse des importations s'explique aussi par une raison cruciale : les droits de douane.
Ce déficit ne concerne pas uniquement les biens. Les États-Unis enregistrent généralement un excédent des services et des revenus d'investissement, ce qui contribue à compenser le déficit des biens.
Mais au premier trimestre, l'excédent des services s'est affaibli et les flux de revenus primaires se sont détériorés.
C'est un problème, car cela signifie que nos filets de sécurité s'effritent également.
Or, voici le danger : pour financer un déficit courant de 450 milliards de dollars, les États-Unis doivent attirer 450 milliards de dollars de capitaux étrangers chaque trimestre. Cela implique des entrées constantes vers :
→ les bons du Trésor américain
→ les actions et les obligations d'entreprises
→ les dépôts bancaires et l'immobilier
Si ces entrées ralentissent, nous serons confrontés à une hausse des coûts d'emprunt, à une baisse du dollar et à une volatilité des marchés.
En d'autres termes : chaque dollar non gagné grâce aux exportations ou aux revenus d'investissement doit être compensé par l'achat par des étrangers d'actifs américains tels que des bons du Trésor, des actions, des obligations ou des biens immobiliers.
Si cet afflux de capitaux ralentit, les États-Unis se retrouveront littéralement à court de dollars pour payer leurs importations et leurs obligations à l'étranger. Et lorsque cela se produira ? Les coûts d'emprunt grimperont en flèche. Le dollar chutera. Les marchés deviendront rapidement volatils.
C'est pourquoi un investissement étranger stable n'est pas seulement un atout, c'est le fondement du système.
Et les fissures apparaissent déjà. L'indice du dollar américain (DXY) a chuté de près de 10 % depuis le début de l'année.
Cette baisse rend les exportations américaines plus compétitives, mais augmente également le coût des importations, alimentant l'inflation au moment même où la Fed tente de la maîtriser.
C'est le cauchemar de la Fed : des chocs externes qui entrent en collision avec la politique intérieure ».

Commentaire de Hedgie : « Vous souvenez-vous de l'époque où tout le monde se précipitait pour acheter du papier toilette avant les confinements ? Eh bien, les entreprises américaines ont fait de même avec les produits étrangers, ce qui a créé un déséquilibre économique massif.
Ce que signifie le déficit courant :
Considérez-le comme le bilan commercial du pays. Lorsqu'il est négatif (comme actuellement), nous importons plus de biens, de services et d'investissements que nous n'en exportons. En résumé, nous dépensons plus d'argent à l'étranger que les pays étrangers n'en dépensent ici.
Pourquoi ce bond spectaculaire : la hausse de 138 milliards de dollars est due au fait que les entreprises se sont précipitées pour importer des marchandises avant l'entrée en vigueur des droits de douane. C'est comme si les consommateurs faisaient des réserves avant la fin des soldes, sauf que les entreprises stockaient des produits étrangers avant que leurs prix n'augmentent.

Ironie économique : les droits de douane sont censés réduire les importations et les déficits commerciaux. Mais la simple menace de droits de douane a en réalité provoqué une forte hausse des importations, aggravant considérablement le déficit à court terme. Les entreprises préfèrent payer les prix d'aujourd'hui plutôt que les prix de demain.
Ce que cela nous apprend : l'incertitude liée aux politiques commerciales engendre ses propres distorsions économiques. Les entreprises prennent leurs décisions en fonction de ce qui pourrait arriver, et non pas uniquement de la réalité. Cette concentration des importations en début de période signifie également que nous assisterons probablement à une forte baisse des importations si les droits de douane sont effectivement appliqués, ce qui pourrait nuire à la croissance économique ».

En cette fin de 1er semestre de l'année 2025, le 26 juin, Barchart constate que « le dollar américain a désormais perdu plus de 10 % de sa valeur cette année, son pire premier semestre depuis près de 40 ans ».

Autre record, bien différent, atteint en cette fin-juin, souligné par « Global Markets Investor » : « la capitalisation boursière des 10 % des plus grandes actions américaines a atteint environ 76 %, soit la plus forte part jamais enregistrée. Depuis la Grande Crise financière, cette part a augmenté de plus de 15 points de pourcentage. Même les années 1930 n'avaient jamais connu une concentration aussi importante ».
Notons que les 10% des plus grandes entreprises américaines, comprennent les « Magnificent 7 » que sont Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet, Meta, Nvidia et Tesla. Les facteurs sous-jacents qui expliquent cette concentration sont la résilience de l'économie américaine, soutenue par une forte consommation, de belles créations d'emplois et une augmentation de la richesse des ménages, par l'innovation technologique, que soutient l'essor de l'IA, et par l'attente d'une détente de la politique monétaire.

Le 24 juin, « economic-research.bnpparibas.com » publie deux articles intéressants sur les effets de la guerre commerciale, signés de Christine Peltier.

• L'un sur « Choc tarifaire : quels effets sur le commerce mondial, quelles conséquences pour les pays émergents ? » (https://economic-research.bnpparibas.com/pdf/fr-FR/Editorial-Choc-tarifaire-effets-commerce-mondial-consequences-pays-emergents-24/06/2025,51656)

• L'autre sur « Les premiers effets de la guerre commerciale sur la Chine » (https://economic-research.bnpparibas.com/pdf/fr-FR/Chine-Premiers-effets-guerre-commerciale-24/06/2025,51657).

Le 30 juin, BNPParibas fournit d'utiles informations macroéconomiques :

Croissance du PIB et Inflation

	Croissance du PIB				Inflation			
%	2023	2024	2025 e	2026 e	2023	2024	2025 e	2026 e
États-Unis	2.9	2.8	1.7	1.5	4.1	2.9	2.9	3.2
Japon	1.5	0.1	0.7	0.4	3.3	2.7	3.3	2.2
Royaume-Uni	0.4	1.1	1.2	1.0	7.3	2.5	3.2	2.5
Zone euro	0.5	0.8	1.2	1.3	5.4	2.4	2.1	1.9
Allemagne	-0.1	-0.2	0.5	1.0	6.0	2.5	2.3	2.0
France	1.1	1.1	0.6	1.1	5.7	2.3	0.9	1.2
Italie	0.8	0.5	0.8	1.3	5.9	1.1	1.7	1.7
Espagne	2.7	3.2	2.5	2.2	3.4	2.9	2.2	2.0
Chine	5.2	5.0	4.8	4.5	0.2	0.2	0.0	1.0
Inde*	7.0	8.2	6.5	6.3	6.7	5.4	4.6	4.1
Brésil	2.9	3.4	2.4	1.3	4.6	4.4	5.2	4.8

Source : BNP Paribas (e: Estimations, prévisions)
Mise à jour le 30 juin 2025
* année budgétaire du 1er avril de l'année t-1 au 31 mars de l'année t

Taux d'intérêt et taux de change

Taux d'intérêt, %

Fin de période		T2 2025	T3 2025	T4 2025	T4 2026
E-Unis	Fed Funds (borne supérieure)	4.50	4.50	4.50	3.50
	Treas. 10a	-	4.40	4.25	4.10
Zone euro	Taux de dépôt	2.00	1.75	1.75	2.25
	Bund 10a	-	2.50	2.90	3.30
	OAT 10a	-	3.27	3.62	4.02
	BTP 10 ans	-	3.45	3.80	4.20
	BONO 10 ans	-	3.08	3.45	3.85
Royaume-Uni	Taux BoE	4.25	4.00	3.75	3.50
	Gilt 10a	-	4.50	4.40	4.00
Japon	Taux BoJ	0.50	0.50	0.75	1.25
	JGB 10a	-	1.55	1.60	1.85

Taux de change

Fin de période		Spot 27/06/2025	T3 2025	T4 2025	T4 2026
USD	EUR / USD	1.17	1.16	1.18	1.22
	USD / JPY	145	142	140	135
	GBP / USD	1.37	1.35	1.36	1.39
EUR	EUR / GBP	0.85	0.86	0.87	0.88
	EUR / JPY	170	165	165	165

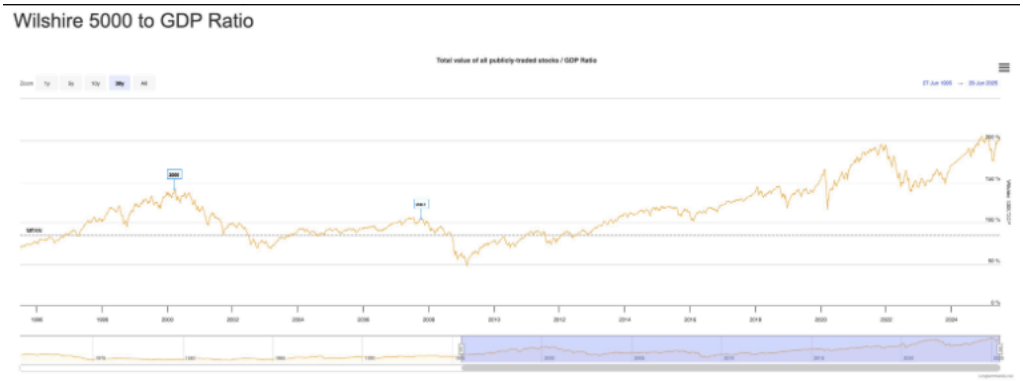
Pétrole

Moyenne trimestrielle		T2 2025	T3 2025	T4 2025	T4 2026
Pétrole	USD/baril	67	67	62	64

Sources: BNP Paribas (Market Economics, Interest Rate Strategy,FX Strateg, Commodities Desk Strategy)
Mise à jour le 13/06/2025

Tout début juillet, 10 jours avant l'échéance tarifaire du 9 juillet, une délégation européenne va se rendre à Washington pour trouver un accord. Car, à partir de cette date, le Président Trump pourrait imposer des droits de douane de 50% sur les produits de l'UE, contre 10% actuellement. Plusieurs économistes français et allemands étudient des mesures de rétorsion pour avoir une stratégie de riposte ferme.

Également le 1er juillet, Barchart donne cette information très inquiétante : « l'indicateur Warren Buffett grimpe à 205 %, le niveau le plus cher de l'histoire, surpassant même la bulle Internet et la crise financière mondiale » :



Note : l'index « Warren Buffett », qui compare la capitalisation boursière des actions au PIB, est considéré comme un bon indicateur du danger potentiel de crise quand il dépasse les niveaux observés en particulier lors de la bulle Internet et lors de la grande crise financière de 2007-2008. C'est pour calculer ce ratio que l'on utilise le Wilshire 5000, qui est un indice pondéré par capitalisation boursière, qui suit toutes les sociétés américaines cotées en Bourse.

Toujours le 1er juillet, c'est « The Kobeissi Letter » qui donne lui aussi une information a prirori inquiétante : « Cette année a été l'une des pires de l'histoire du dollar américain : l'indice du dollar américain a chuté de 10,8 % au premier semestre 2025, soit sa pire performance depuis la fin du système de Bretton Woods, adossé à l'or, en 1973. Il s'agit également de la plus faible performance sur un semestre depuis 2009.
Par ailleurs, l'indice Bloomberg Dollar Spot a enregistré sa sixième baisse mensuelle consécutive, égalant ainsi sa plus longue série de pertes en 8 ans.
Le dollar américain a perdu 14,4 % face au franc suisse, 13,4 % face à l'euro, 10,5 % face au yen japonais et 9,6 % face à la livre sterling.
Ces baisses surviennent alors que les investisseurs réagissent aux droits de douane, à la crise du déficit budgétaire américain et aux pressions exercées sur la Fed pour qu'elle baisse ses taux.
Le dollar américain s'approche d'un marché baissier ».

Mais Hedgie fait l'excellent commentaire suivant, où on trouve des arguments que nous avons développés au début de l'analyse :
« Je souhaite expliquer ce krach du dollar au grand public, car il y a en réalité un aspect stratégique que la plupart des gens oublient.
La théorie du "défaut de paiement furtif" :
Un dollar plus faible aide effectivement les États-Unis à rembourser leur dette dans une monnaie moins chère. Si vous devez 33 000 milliards de dollars et que votre monnaie perd 10 % de sa valeur, vous avez effectivement réduit votre endettement de 3 300 milliards de dollars. C'est comme gonfler votre prêt immobilier, mais à l'échelle nationale.

Pourquoi cela pourrait être intentionnel :
Trump se plaint depuis longtemps que le dollar était "trop fort" et nuisait aux exportations américaines. Un dollar plus faible rend les produits américains moins chers à l'étranger, tout en renchérissant les produits étrangers ici. C'est exactement ce que les droits de douane sont censés faire, mais simplement par le biais du marché des changes.
L'arme à double tranchant :
Oui, cela aide les exportateurs et réduit notre endettement en termes réels. Mais cela signifie aussi une hausse des prix pour tout ce que vous importez, de l'essence à l'électronique en passant par les ingrédients alimentaires. De plus, si la situation tourne à la débâcle, nous pourrions perdre le statut de monnaie de réserve du dollar, ce qui serait catastrophique à long terme.
La vraie question :
S'agit-il d'une démolition contrôlée ou d'un effondrement incontrôlé ? Il y a une grande différence entre gérer la baisse du dollar et le voir s'effondrer à cause du chaos politique.
En résumé :
Une baisse stratégique du dollar pourrait soutenir l'économie américaine, mais seulement si elle est progressive et maîtrisée. Lorsqu'on enregistre la pire performance depuis 1973, cela ne semble plus stratégique, mais plutôt de la panique ».

Les 6 et 7 juillet se tiendra le sommet des BRICS, c'est-à-dire des pays non alignés sur l'Occident, dits aussi pays du « Sud global », qui sont partisans d'un nouvel ordre géopolitique, économique et monétaire qui ne soit pas centré sur les États-Unis et sur le dollar. Sur ce plan monétaire, on sait que le Président Trump compte utiliser les « stablecoins » pour préserver l'hégémonie du dollar. En réponse, la Russie dispose maintenant d'un stablecoin lié au rouble, le A7A5.

Le 03 juillet, la loi BBB (Big Beautiful Bill) est adoptée.
Voici le communiqué du Secrétaire d'État au Trésor Scott Bessent :
« L'adoption du projet de loi "One, Big, Beautiful" ouvre la voie à un nouvel âge d'or, alors que nous nous apprêtons à célébrer le 250e anniversaire de notre grande nation.
Grâce au leadership visionnaire du président Trump, le président de la Chambre des représentants, M. Johnson, et les républicains de la Chambre, en collaboration avec le chef de file Thune et les sénateurs républicains, ont adopté la loi la plus forte de l'histoire pour les travailleurs et les familles américains, et ont empêché la plus forte hausse d'impôts de l'histoire.
Le président Trump a tenu ses promesses envers les citoyens tout en renforçant des programmes essentiels, la sécurité nationale et le secteur manufacturier américain.
Le projet de loi "One, Big, Beautiful" libérera tout le potentiel de l'économie américaine. Il garantit des réductions d'impôts permanentes et favorables à la croissance pour les familles, les travailleurs et les créateurs d'emplois.
Le projet de loi prévoit également l'exonération de la taxe sur les pourboires et les heures supplémentaires, ainsi que de nouvelles réductions d'impôts pour les personnes âgées. L'OBBB renforcera des programmes importants pour ceux qui en ont le plus besoin et permettra d'économiser l'argent des contribuables en réduisant le gaspillage, la fraude et les abus.
Cette législation conséquente renforce l'essor des ouvriers et améliore la vie des Américains à tous les niveaux de l'échelle économique.
Comme nous l'avons constaté après l'adoption des réductions d'impôts de Trump en 2017, les entreprises américaines vont embaucher, investir et augmenter les salaires maintenant que cette administration et le Congrès républicain ont apporté stabilité et sécurité à l'économie ».

Également le 3 juillet, dans Les Echos, Guillaume de Calignon publie un article intéressant sur l'efficacité de la politique tarifaire de D. Trump sur la résorption du déficit budgétaire (l'aspect fiscal des droits douaniers) : « Les droits de douane commencent à rapporter à Washington. Selon les estimations de l'université américaine Penn Wharton, les recettes fiscales tirées des tarifs douaniers ont plus que doublé depuis le début de l'année. Au cours des six premiers mois de 2025, les droits de douane ont rapporté 96,9 milliards de dollars à l'Etat américain. (…) Donald Trump entend faire de ces taxes une ressource financière pérenne pour l'Etat fédéral. Le Congress Budget Office (CBO), une institution transpartisane liée au Congrès, estime que les droits de douane pourraient rapporter 2.500 milliards de dollars au cours des dix prochaines années, bien loin de 6.000 milliards brandis en avril dernier par l'administration Trump. Et il n'est pas certain que ces rentrées fiscales soient si importantes finalement. (…) ».

• Le 7 juillet, BNPParibas publie un article d'Isabelle Mateos y Lago, sur « À quoi pensent les banquiers centraux en ce début d'été » suit au « forum de la BCE » à Sintra.

À QUOI PENSENT LES BANQUIERS CENTRAUX EN CE DÉBUT D'ÉTÉ ?

Chaque année, l'été macroéconomique débute et s'achève par deux conférences incontournables de banques centrales : fin juin le forum de la BCE dans la ville ventée de Sintra, sur la côte portugaise, et, fin août, le symposium dans la vallée pittoresque de Jackson Hole, dans le Wyoming aux États-Unis. Elles réunissent des banquiers centraux, des universitaires et quelques économistes du secteur financier pour débattre de nouveaux travaux de recherche pertinents pour la politique monétaire et comparer leurs perspectives macroéconomiques. Cette année, les vents à Sintra étaient forts et incessants, mais les discussions toujours aussi calmes, concentrées et riches qu'habituellement, une métaphore appropriée de la situation des banquiers centraux ces jours-ci. Voici quelques points clés à retenir.

PAS DE TRIOMPHALISME MALGRÉ DES ATTERRISSAGES EN DOUCEUR À PORTÉE DE MAIN

Les principales banques centrales atteignent ou se rapprochent de leurs objectifs en matière d'inflation[1], avec des marchés du travail en excellente santé. Toutes se considèrent « bien positionnées », mais aucune n'est prête à déclarer « mission accomplie », car elles s'inquiètent des dangers qui les guettent sur la piste d'atterrissage.

Pour la Réserve fédérale américaine (Fed), le principal danger est le risque d'une flambée des prix domestiques en raison des droits de douane imposés par la Maison Blanche à tous les partenaires commerciaux des États-Unis. À Sintra, son président, J. Powell, a reconnu que le FOMC aurait probablement déjà réduit les taux d'intérêt si ce risque n'existait pas. Jusqu'à présent, il n'y a pas eu de répercussion des droits de douane sur les prix, mais les entreprises avaient des stocks non soumis aux nouveaux tarifs à écouler et ont pu se permettre d'attendre de connaître le niveau final des droits de douane. Cette situation devrait changer au cours des prochains mois. L'ampleur de la répercussion et et à quel point celle-ci entraînera une hausse généralisée des prix et des salaires sont les questions clés, dont les réponses dépendent en grande partie de la croissance du PIB. C'est pourquoi à Sintra J. Powell ne s'est pas engagé sur les prochains pas du FOMC, estimant qu'il y avait « *plusieurs voies possibles à partir de maintenant* ». Pour notre part, nous ne prévoyons pas de baisse de taux avant l'automne, voire d'ici la fin de l'année.

Comme la Fed, la Banque d'Angleterre (BoE) doit encore ramener l'inflation à 2%. Elle maintient donc une politique monétaire restrictive après seulement quelques baisses de taux très graduelles. Néanmoins, contrairement à son homologue américaine, elle est confrontée à la perspective d'une détérioration rapide des perspectives d'emploi, ce qui a poussé son gouverneur, Andrew Bailey, à déclarer avec fermeté que la trajectoire des taux était clairement à la baisse. Nous prévoyons, pour notre part, une nouvelle baisse en août.

Pour la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque du Japon (BoJ), en revanche, l'inquiétude qui domine est celle d'une inflation trop faible à l'avenir. Cela peut paraitre paradoxal : l'inflation s'établit à près de 2% depuis deux mois dans la zone euro et dépasse largement cet objectif depuis trois ans au Japon. Mais les deux pays s'inquiètent de l'issue des négociations tarifaires avec les États-Unis et de leur impact sur la croissance nationale comme mondiale. En outre, à court terme, le Japon est confronté à une incertitude politique, tandis que la BCE doit faire face à l'appréciation rapide de l'euro face au dollar (+14 % depuis le début de l'année). Tous ces facteurs créent des risques de désinflation, tout comme une reprise de la tendance à la baisse des prix de l'énergie.

C'est pourquoi la BCE juge opportun à ce stade de maintenir une position neutre, et, la BoJ une posture accommodante. Nous prévoyons une nouvelle baisse des taux directeurs de 25 points de base de la part de la BCE en septembre., Il faudra probablement plus de temps à la BoJ pour avoir assez confiance en la pérennité de l'inflation sous-jacente pour faire un nouveau pas vers la normalisation de sa politique (i.e. une nouvelle hausse de taux).

REVUE DES STRATÉGIES POUR FAIRE FACE À UN MONDE PLUS INCERTAIN

La BoE, la BCE et la Fed ont toutes les trois entrepris de passer en revue leur stratégie et leur cadre opérationnel. La revue de la BCE[2] s'est conclue la première, à la veille du forum de Sintra. Son diagnostic pourrait être repris par ses pairs : dans un monde marqué par une plus grande instabilité géopolitique, le réchauffement climatique et une plus grande fragmentation des échanges, l'inflation risque d'être plus volatile ; elle sera également moins prévisible en raison des effets complexes et concurrents de l'intelligence artificielle, du vieillissement des populations et de la transition climatique.

La principale nouveauté qui ressort de l'examen de la BCE est son intention de publier des scénarios parallèlement à ses décisions de politique monétaire afin d'expliquer sa fonction de réaction. La BoE expérimente ces scénarios depuis un certain temps déjà et en a récemment officialisé l'utilisation. Les dirigeants de la Fed et de la BoJ ont fait preuve de prudence à Sintra lorsqu'ils ont été interrogés sur la possibilité d'imiter cette pratique. Par ailleurs, la BCE a confirmé la symétrie de son objectif de 2 % (c'est-à-dire qu'elle se préoccupe autant des écarts supérieurs que des écarts inférieurs et a confirmé garder l'ensemble de sa boîte à outils. Elle s'est également engagée à être « agile » y compris, si nécessaire, en créant de nouveaux instruments. L'élément le plus proche d'un *mea culpa* a été la référence faite à la nécessité de « proportionnalité » dans l'utilisation et la conception des politiques non conventionnelles. Cette référence, ainsi que celle à l'utilisation de « mesures énergiques ou[3] persistantes appropriées en cas d'écarts importants et durables » suggèrent un léger penchant *hawkish* dans l'intention de la politique, du moins par rapport aux pratiques passées.

COMMENT STIMULER LA PRODUCTIVITÉ DE L'EUROPE ?

Conformément à l'idée selon laquelle en matière d'inflation les résultats dépendront à l'avenir essentiellement de l'offre, le programme du Forum de la BCE[4] a accordé une grande attention aux comparaisons entre l'Union européenne et les États-Unis, et notamment l'écart de productivité important entre les deux. Si les différences de dynamisme du marché du travail peuvent en expliquer une partie, l'absence d'intégration financière en Europe a été considérée comme l'obstacle majeur à la libération du potentiel de croissance de l'Europe.

1 Pour plus de détails, voir notre tableau de bord de l'inflation de juin 2025

2 Cf. Our 2025 monetary policy strategy assessment, BCE 30 Juin 2025
3 C'est l'auteur qui le souligne.
4 Cf. ECB Forum on Central Banking 2025

Alors que récemment l'accent a beaucoup été mis sur la nécessité d'une plus grande intégration des marchés de capitaux en Europe, les présentations à Sintra ont montré qu'en fait les marchés bancaires étaient encore beaucoup moins intégrés, d'où une plus grande hétérogénéité dans la tarification du crédit entre les pays (et donc dans la transmission de la politique monétaire). Une discussion sur les institutions financières non bancaires (IFNB) a également montré clairement qu'il subsistait une ambivalence significative à l'égard de ces institutions, bien qu'elles soient au cœur de toute union des marchés de capitaux.

NÉCESSITÉ DE RATTRAPER LE RETARD SUR LES STABLECOINS

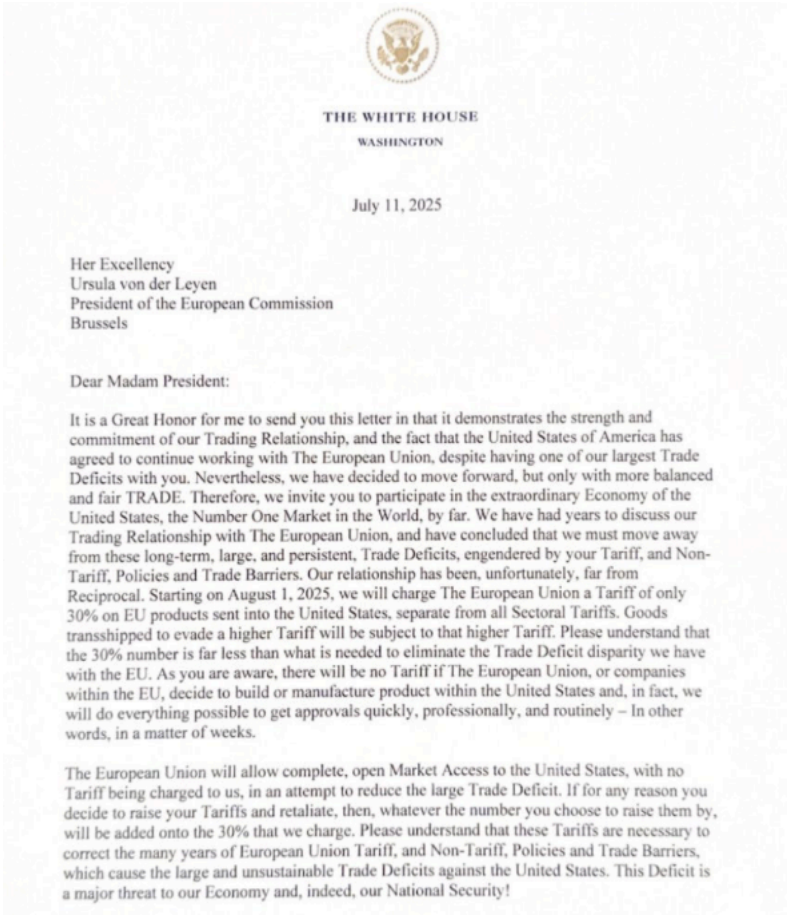
« *Si nous devons avoir des stablecoins, ils doivent être réglementés* », a déclaré le président de la Fed, M. Powell, pour résumer le sentiment général. Les *stablecoins* — des actifs numériques garantis à hauteur de 1:1 par des actifs liquides de haute qualité, tels que les bons du Trésor — ne figuraient pas à l'ordre du jour officiel du forum de la BCE. Cependant, ils ont fait l'objet de nombreuses références dans les panels comme dans les conversations informelles, après avoir été au cœur de la réunion annuelle de la Banque des règlements internationaux (BRI)[5] quelques jours auparavant, et avoir fait la une de l'actualité en Corée du Sud. Ils ont connu une croissance très rapide et devraient encore gagner en importance après l'adoption par le Sénat américain du *Guiding and Establishing National Innovation for US Stablecoins Act* (ou « *GENIUS Act* »), qui devrait bientôt entrer en vigueur.

Pour le gouvernement américain, l'intérêt de créer une nouvelle source de demande captive pour les bons du Trésor américain est évident. Pour tous les autres, cela crée une pression pour encourager le développement d'un équivalent en monnaie locale, ou pour permettre l'utilisation généralisée des monnaies stables émises par les États-Unis en dollars américains. Les craintes portent sur les risques des stablecoins pour la stabilité financière mais aussi, si leur utilisation s'étend en dehors des États-Unis, sur la capacité des autorités nationales à mettre en œuvre des contrôles de capitaux, voire à mener une politique monétaire efficace. Sans oublier la perspective de voir la domination mondiale du dollar américain s'accentuer.

À l'heure où l'Europe s'efforce de mettre en orbite son Union de l'épargne et de l'investissement, il s'agit là d'un nouveau défi qui requiert une attention urgente. Qui sait, ce défi pourrait se révéler être un catalyseur utile.

Publication en juillet d'un article important d'Eric C. Engstrom, de la Fed, sur « Soft Landing or Stagflation ? A Framework for Estimating the Probabilities of Macro Scenarios ».
On lit dans l'introduction : « Les récents changements de politique commerciale et les évolutions économiques mondiales actuelles ont introduit de nouvelles sources d'incertitude dans les perspectives macroéconomiques américaines. Ces évolutions, allant des modifications des tarifs douaniers aux conflits géopolitiques, pourraient affecter la dynamique de l'inflation et la trajectoire de l'activité économique réelle. Dans ce contexte, les prévisionnistes et les décideurs politiques pourraient juger utile d'évaluer les probabilités de différents scénarios macroéconomiques. Deux scénarios marquants au moment de la rédaction de ce document sont un atterrissage en douceur, dans lequel l'inflation baisse à des niveaux cibles d'environ 2 % tandis que la croissance reste positive, et un épisode stagflationniste, caractérisé par une inflation élevée et une croissance de la production modérée, voire négative.
Cet article utilise un cadre quasi-structurel pour quantifier la probabilité relative de ces deux scénarios sur un horizon de quatre trimestres. (…)
À la mi-2025, [la tendance précédente] s'est inversée : la probabilité d'une stagflation, au moins modérée, a fortement augmenté et celle d'un atterrissage en douceur a sensiblement diminué. Ce changement de tendance en 2025 peut être attribué principalement aux effets incertains des droits de douane sur les perspectives d'inflation et de croissance. En revanche, la probabilité de scénarios de stagflation sévère n'a pas augmenté significativement ».

Le 11 juillet, le Président Trump décide une augmentation des droits de douane de 30 % pour l'UE : « Les tarifs douaniers américains sur l'UE augmentent à 30 % après que l'UE a refusé de réduire les barrières douanières sur les automobiles, l'agriculture, les produits chimiques et l'agriculture américains » (Daniel Lacalle) :



THE WHITE HOUSE
WASHINGTON

July 11, 2025

Her Excellency
Ursula von der Leyen
President of the European Commission
Brussels

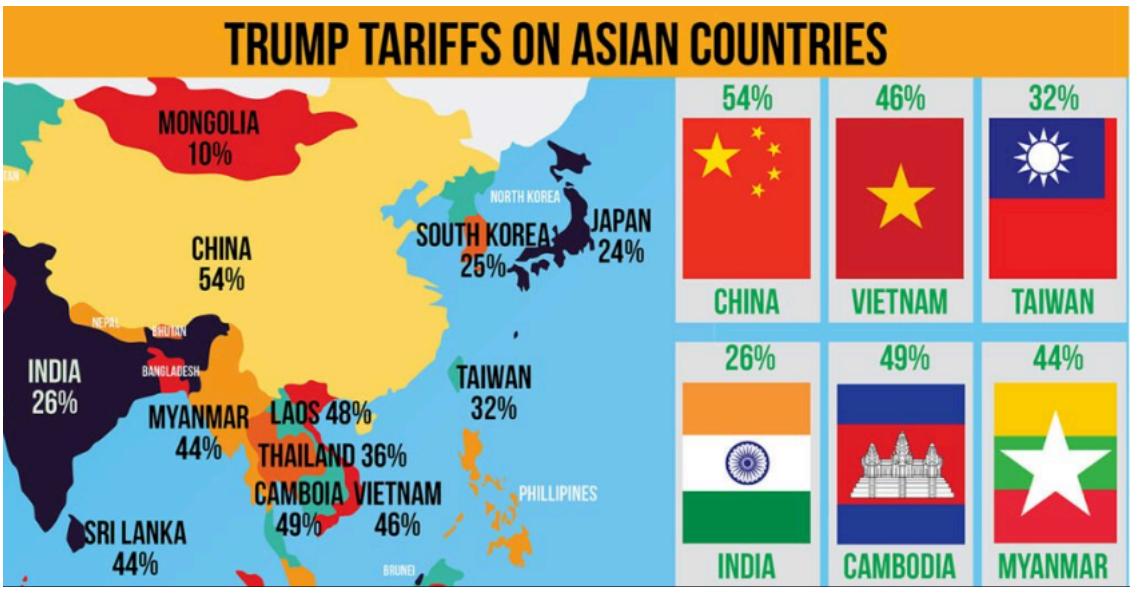
Dear Madam President:

It is a Great Honor for me to send you this letter in that it demonstrates the strength and commitment of our Trading Relationship, and the fact that the United States of America has agreed to continue working with The European Union, despite having one of our largest Trade Deficits with you. Nevertheless, we have decided to move forward, but only with more balanced and fair TRADE. Therefore, we invite you to participate in the extraordinary Economy of the United States, the Number One Market in the World, by far. We have had years to discuss our Trading Relationship with The European Union, and have concluded that we must move away from these long-term, large, and persistent, Trade Deficits, engendered by your Tariff, and Non-Tariff, Policies and Trade Barriers. Our relationship has been, unfortunately, far from Reciprocal. Starting on August 1, 2025, we will charge The European Union a Tariff of only 30% on EU products sent into the United States, separate from all Sectoral Tariffs. Goods transshipped to evade a higher Tariff will be subject to that higher Tariff. Please understand that the 30% number is far less than what is needed to eliminate the Trade Deficit disparity we have with the EU. As you are aware, there will be no Tariff if The European Union, or companies within the EU, decide to build or manufacture product within the United States and, in fact, we will do everything possible to get approvals quickly, professionally, and routinely – In other words, in a matter of weeks.

The European Union will allow complete, open Market Access to the United States, with no Tariff being charged to us, in an attempt to reduce the large Trade Deficit. If for any reason you decide to raise your Tariffs and retaliate, then, whatever the number you choose to raise them by, will be added onto the 30% that we charge. Please understand that these Tariffs are necessary to correct the many years of European Union Tariff, and Non-Tariff, Policies and Trade Barriers, which cause the large and unsustainable Trade Deficits against the United States. This Deficit is a major threat to our Economy and, indeed, our National Security!

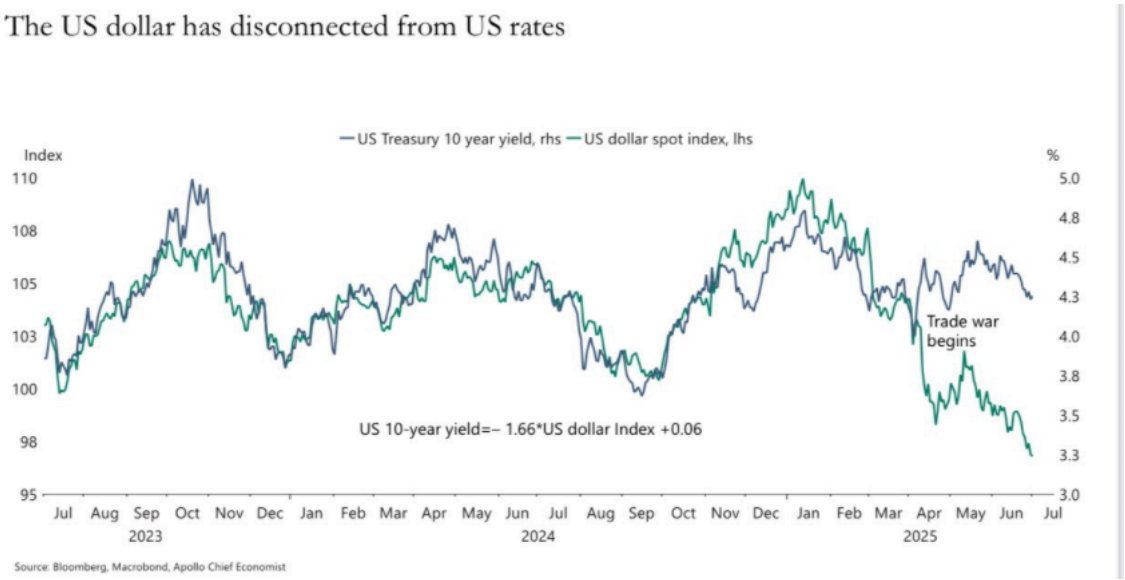
On apprend par ailleurs que la dimension fiscale des droits de douane est bien réelle : « en juin 2025, les recettes douanières aux États-Unis ont atteint un peu plus de 27 milliards de dollars, portant le total depuis le début de l'année à près de 100 milliards, un record. Le secrétaire du Trésor estime que ces revenus pourraient dépasser les 300 milliards de dollars en 2025.

Le 13 juillet, l'économiste et financier Rod D. Martin explique comment Trump est en train de combattre la Chine par les droits de douane : « Le mois dernier, Trump a conclu un nouvel accord commercial avec la Chine. Mais il ne compte pas s'arrêter là. Il cible désormais tous les pays asiatiques que la Chine utilise pour échapper aux droits de douane. Son message ? Faites des affaires avec nous, sinon vous serez plus durement touchés. La stratégie est brillante : l'accord de Trump avec le Vietnam prévoit un droit de douane de 40 % sur les marchandises chinoises transitant par Hanoï. (Autrement dit : "Fabriqué en Chine" est devenu "Fabriqué au Vietnam".) La Chine ne peut plus utiliser le Vietnam pour contourner les droits de douane américains. Prochaines cibles : Malaisie – 25 %, Indonésie – 32 %, Thaïlande et Cambodge – 36 %. À moins qu'ils ne concluent des accords commerciaux avec les États-Unis qui nuisent considérablement aux transbordements chinois, ils seront durement touchés. L'économie chinoise dépend de ses exportations. Elle échappe aux droits de douane américains en inondant ses partenaires asiatiques de marchandises qu'ils expédient chez elle. Elle soutient le PIB tout en dissimulant la faillite des consommateurs chinois. Trump ferme la porte dérobée. Xi panique. Il ne s'agit pas seulement d'une guerre commerciale. C'est une véritable lutte géopolitique. Trump ne cherche pas à convaincre la Chine. Il tente de l'encercler et de la contenir – par des droits de douane, des alliances et de nouveaux accords industriels. C'est la Guerre froide 2.0 – menée par l'économie.
La réaction de Pékin ? L'effondrement. Ils ont accusé Trump d'"intimidation unilatérale". Ils ont rappelé les ingénieurs chinois des usines Apple en Inde. Ils ont menacé de "contre-mesures résolues". Ce n'est pas de la confiance. C'est de la peur. Mais ils n'y peuvent rien.
Pendant ce temps, Trump offre un choix difficile aux pays asiatiques : se ranger du côté des États-Unis et accéder au marché américain ou s'aligner sur la Chine, qui n'importera rien, et se voir imposer des droits de douane inabordables. Et surprise : ils écoutent.



Trump ne se contente pas de confronter la Chine : il l'isole. Il érige un mur tarifaire autour du PCC et ouvre la voie à des nations qui souhaitent échapper à l'emprise de Pékin. Il les prive également de l'argent dont elles ont besoin pour financer la guerre ».

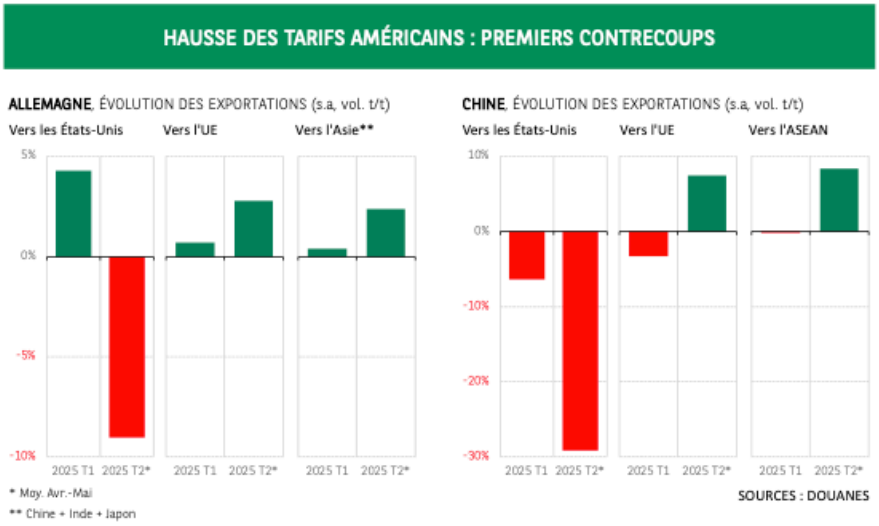
Le 14 juillet, Lisa Abramowicz, de Bloomberg, fait l'utile réflexion suivante : « ces dernières années, la valeur du dollar était influencée par les différentiels de taux, les investisseurs étrangers étant attirés par la croissance plus forte des États-Unis et leurs revenus sans risque plus élevés. Cette corrélation est rompue depuis avril. Graphique de Torsten Slok d'Apollo :



Note : ce graphique est extrait d'un document qui mérite d'être consulté dans sa totalité : https://www.apolloacademy.com/wp-content/uploads/2025/07/Outlook2025H2-071325.pdf (le graphique est p. 14).

Le 16 juillet, un article de BNPPartibas dresse le bilan à cette date de la guerre commeriale :

LES PREMIERS EFFETS DES "TRUMP TARIFFS" SONT MESURABLES, ET ILS SONT MASSIFS



Cette fois-ci, il ne s'agit plus d'estimations issues de modèles, mais de données réelles, fournies par les douanes. Disponibles partiellement jusqu'au deuxième trimestre de 2025 en Chine comme en Allemagne, elles indiquent une chute spectaculaire des exportations vers les États-Unis dans le sillage des droits de douane imposés par l'Administration Trump, ainsi qu'une capacité étonnante du commerce international à se redéployer dès lors qu'il se trouve entravé quelque part.

Réorientation express du commerce chinois. Regardons d'abord la Chine, premier pays visé par l'offensive tarifaire américaine. Dès le mois de février, une surtaxe de 10% lui est appliquée par la Maison Blanche, qui entraîne une chute immédiate de ses ventes aux États-Unis ; le mois de mars a beau s'inscrire en rebond (par anticipation du « *Liberation Day* » et d'une facture encore plus lourde), le premier trimestre (T1) porte déjà les traces du conflit commercial opposant Pékin à Washington.

La suite est pire. Au deuxième trimestre (T2), les exportations chinoises à destination des États-Unis s'effondrent littéralement, avec une chute de l'ordre de -28% trimestre sur trimestre (t/t) selon nos calculs (cf. partie droite du graphique ainsi que notre Eco-perspectives du mois de juin)[1]. La Chine parvient toutefois à se redéployer pratiquement en temps réel sur la plupart de ses autres grands marchés : au T2 2025, ses ventes à l'Union européenne (UE) ainsi qu'à l'ASEAN[2] rebondissent fortement. Au total, alors qu'elle subit l'un des pires chocs tarifaires de son histoire, Pékin réussit l'exploit d'augmenter légèrement le volume de ses exportations au deuxième trimestre[3].

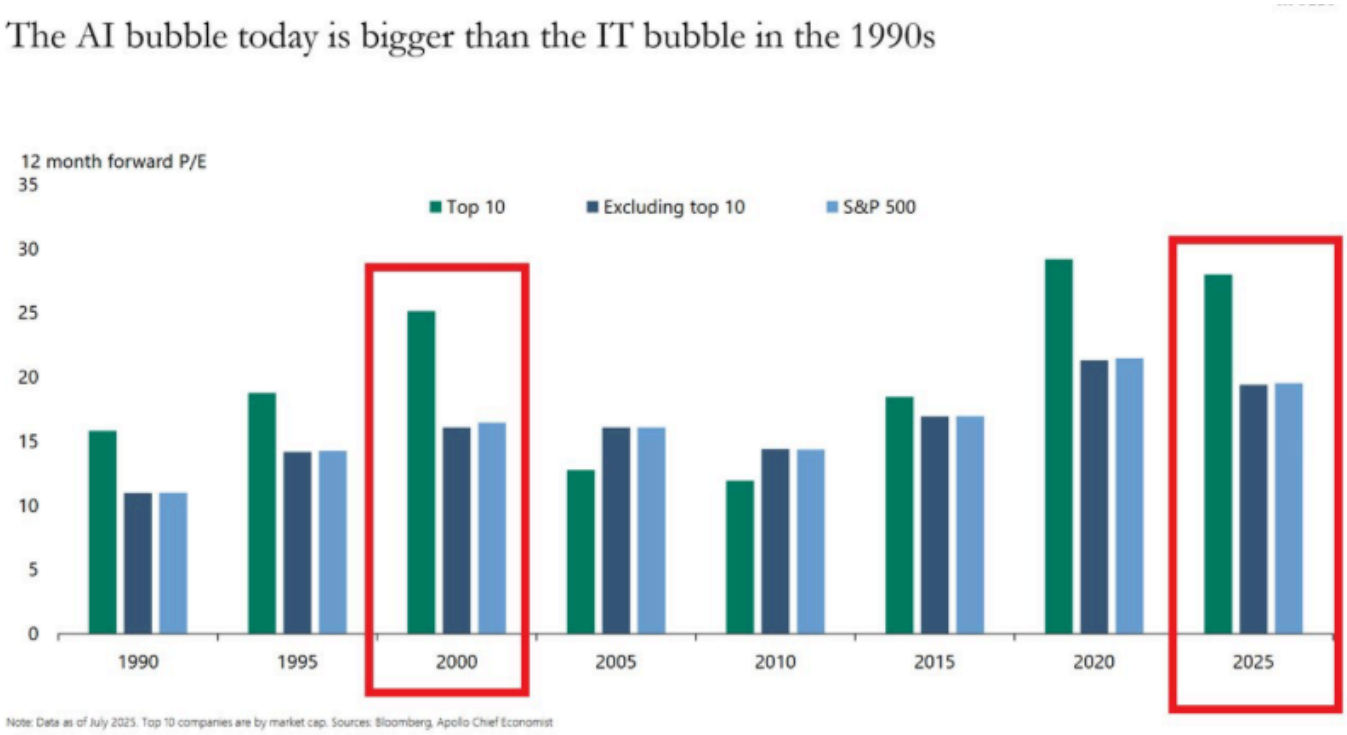
L'Allemagne retourne aux sources. L'Allemagne, à l'instar de tous les pays de l'UE, a été taxée plus tardivement et moins fortement que la Chine. Elle a donc eu l'opportunité de livrer les États-Unis par anticipation (hausse des exportations au T1) avant de subir à son tour les effets de la politique américaine (rechute des exportations au T2). À la fin du printemps, les ventes de l'Allemagne aux États-Unis seraient près de 10% inférieures à leur niveau de fin 2024 ; elles se sont néanmoins redéployées, largement au bénéfice de l'UE (cf. partie gauche du graphique).

La sensibilité des flux commerciaux aux chocs de prix induits par la politique américaine apparaît finalement forte, proche de l'unité concernant la Chine : la surtaxe effective (tenant compte des exemptions) de près de 25% qui lui est appliquée entraîne *de facto* une baisse du même ordre de ses ventes aux États-Unis. Avec moins de volumes échangés et toujours de possibles pénuries d'offre sur son marché domestique, Washington aura bien du mal à réaliser ses objectifs en matière de recettes douanières ; le risque inflationniste, s'il ne s'est pas encore matérialisé, reste quant à lui bien présent.

1 Peltier C. (2025), Chine : premiers effets de la guerre commerciale, BNP Paribas EcoPerspectives, Juin.
2 Association des nations de l'Asie du Sud-Est : Philippines, Indonésie, Malaisie, Singapour, Thaïlande, Brunei, Viêt Nam, Laos, Myanmar, Cambodge.
3 De +1,6% t/t en volume et en données corrigées des variations saisonnières, estimation réalisée sur la base des informations (indices des prix à l'exportation) disponibles jusqu'en mai (Allemagne : +0,0%). Au premier semestre de 2025 (moyenne de janvier à mai) les exportations chinoises auraient crû de l'ordre de +2,8% en volume par rapport au semestre précédent (Allemagne : +1%).

Jean-Luc Proutat
jean-luc.proutat@bnpparibas.com

Et le même 16 juillet, « Global Markets Investor » fait un important constat :
« La bulle de l'IA est désormais plus importante que la bulle Internet des années 1990 : les 10 premières entreprises du S&P 500 se négocient désormais à un PER prévisionnel d'environ 28 fois. À titre de comparaison, le PER des 10 premières entreprises était d'environ 25 fois en 2000. Est-il justifié de payer une telle prime pour une innovation qui sera banalisée ?



Le 23 juillet, « StockMarket. News » note : “Les États-Unis viennent d'organiser leur adjudication d'obligations à 20 ans, et ce fut une véritable explosion. Les investisseurs se sont rués. Les rendements ont chuté. La demande a bondi.
Mais sous la surface ? Une tempête de dettes se prépare.

For Immediate Release
July 23, 2025

CONTACT: Treasury Auctions
202-504-3550

TREASURY AUCTION RESULTS

Posted by Investing

Term and Type of Security	19-Year 10-Month Bond
CUSIP Number	912810UL0
Series	Bonds of May 2045
Interest Rate	5%
High Yield [1]	4.935%
Allotted at High	85.30%
Price	100.800466
Accrued Interest per $1,000	$10.46196
Median Yield [2]	4.886%
Low Yield [3]	3.880%
Issue Date	July 31, 2025
Maturity Date	May 15, 2045
Original Issue Date	June 02, 2025
Dated Date	May 15, 2025

	Tendered	Accepted
Competitive	$36,102,677,000	$12,877,685,000
Noncompetitive	$122,325,900	$122,325,900
FIMA (Noncompetitive)	$0	$0
Subtotal [4]	**$36,225,002,900**	**$13,000,010,900[5]**
SOMA	$885,247,700	$885,247,700
Total	**$37,110,250,600**	**$13,885,258,600**

	Tendered	Accepted
Primary Dealer [6]	$18,877,000,000	$1,379,975,000
Direct Bidder [6]	$5,018,000,000	$2,814,500,000
Indirect Bidder [6]	$12,207,677,000	$8,683,210,000
Total Competitive	**$36,102,677,000**	**$12,877,685,000**

Tout d'abord, qu'est-ce qu'une adjudication de bons du Trésor ? C'est la façon dont le gouvernement américain lève des fonds en vendant des obligations aux investisseurs. Vous prêtez de l'argent aux États-Unis, ils vous versent des intérêts. Cette semaine, ils ont proposé des obligations à 20 ans, ce qui signifie que les acheteurs recevront des paiements fixes pour les deux prochaines décennies. Le gouvernement a vendu pour 13 milliards de dollars de ces obligations. Le rendement le plus élevé accepté (appelé “haut rendement“) était de 4,935 %. C'est le rendement annuel garanti aux investisseurs pendant 20 ans.

Mais ce qui compte vraiment, c'est la comparaison de ce chiffre avec le marché... Juste avant l'adjudication, le marché estime un rendement, appelé rendement à l'émission (WI), qui correspond essentiellement au taux attendu avant la publication des résultats. Si le rendement réel de l'adjudication est inférieur au WI, on parle de “stop-through“, un signe haussier indiquant que les acheteurs étaient prêts à accepter un rendement inférieur simplement pour sécuriser les obligations. Cette adjudication ? Un stop-through de 1,6 point de base. Traduction : Les investisseurs étaient si impatients qu’ils ont payé une légère prime par rapport aux attentes du marché, acceptant des rendements inférieurs pour bloquer la dette publique à long terme. Il s’agit d’une demande réelle, et non de désespoir.

Parlons maintenant du ratio enchère/couverture, qui mesure la demande par rapport à l'offre. Cette enchère avait un ratio enchère/couverture de 2,79. Cela signifie que 2,79 $ d'enchères ont été enregistrées

pour chaque dollar offert. C'est énorme. Pour rappel : la moyenne des 10 dernières enchères est d'environ 2,57. 2,79 est donc bien au-dessus de la moyenne, le plus élevé depuis mars. Les investisseurs se sont rués pour prêter de l'argent à l'Oncle Sam à environ 4,94 % sur 20 ans.
Les statistiques de la demande ne révèlent qu'une partie de la réalité ; l'identité des acheteurs est tout aussi importante. Le Trésor divise les acheteurs en trois groupes :
– Négociants principaux (grandes banques qui doivent soumissionner)
– Enchérisseurs directs (institutions américaines achetant pour leur propre compte)
– Enchérisseurs indirects (acheteurs étrangers ou institutionnels soumissionnant par l'intermédiaire de courtiers).
Voici comment cela se répartit :
– Indirects : 66,8 %
– Directs : 21,6 %
– Négociants principaux : seulement 10,6 %
C’est un exemple typique de demande réelle, gérée en fonction des risques et à long terme.
Une part indirecte importante indique que les banques centrales, les fonds souverains et les grands gestionnaires d'actifs sont à l'origine de ces offres. Il ne s'agissait pas d'une couverture de positions à découvert ni d'une agitation spéculative, mais d'un acte délibéré. Et cette faible part des courtiers principaux est révélatrice. Seuls 10,6 % des actions ont été attribuées aux courtiers, qui sont tenus de faire des offres. Cela signifie que les courtiers n'ont pas eu besoin de soutenir cette vente : les acheteurs se sont présentés en nombre et ont raflé la majeure partie de l'offre eux-mêmes. En fait, c'est ce qui a rendu l'enchère particulièrement propre : ce n'était pas seulement une question de volume, mais aussi de personnes présentes et de raisons pour lesquelles elles étaient présentes. Les institutions officielles étrangères, les fonds de pension et les assureurs ne courent pas après le risque s'ils ne croient pas aux perspectives macroéconomiques à long terme. Alors, sur quoi misent-ils ? Une trajectoire désinflationniste. On n'investit pas dans des obligations à 20 ans à moins de penser :
– L'inflation ralentit
– La Fed a terminé ses hausses de taux
– La croissance ralentit
– Les baisses de taux sont à venir.
En termes simples : cette vente aux enchères était un signal.
Les capitaux institutionnels se positionnent en fonction d’un ralentissement économique, d’une inflation ancrée et d’une stabilité des rendements à long terme. Et cela nous renseigne sur le sentiment : la crainte d’une inflation persistante pourrait s’estomper. Et malgré les gros titres incessants sur les déficits et les dépenses, les capitaux mondiaux restent confiants dans la détention de la dette américaine. Pourquoi ? Parce que les bons du Trésor restent la garantie mondiale. Les acheteurs étrangers recherchent toujours une exposition à la duration. En d'autres termes : cette enchère n'était pas seulement une question de garantie de rendement, c'était une question de confiance. Confiance dans la Fed. Confiance dans le dollar. Confiance que même avec 37 000 000 dollars de dette, les États-Unis ne sont pas sur le point de sombrer.
N'oublions pas le contexte…
Le nouveau plan fiscal et de dépenses du président Trump alourdit la dette de 3 400 milliards de dollars. Cela représente environ 500 milliards de dollars ou plus de nouveaux emprunts chaque trimestre à venir.
Cela représente une offre importante sur le marché. Et voici le risque : si la demande future ne suit pas, le gouvernement devra offrir des rendements plus élevés pour attirer les acheteurs. C'est ainsi que l'on obtient une prime de terme en hausse. Prime de terme = la rémunération supplémentaire exigée par les investisseurs pour détenir des obligations à long terme. Pour l'instant, elle est encore contenue. Mais si la demande étrangère fléchit ou si les craintes inflationnistes reviennent, cette prime pourrait grimper en flèche et, avec elle, les rendements.
Bien que ces enchères aient été solides, ce n'est qu'un aperçu. Wall Street surveillera attentivement les prochains mois. Tout signe de “queue“ (rendement supérieur aux attentes) serait perçu comme un signal d'alarme. Néanmoins, cette vente aux enchères a eu un impact immédiat sur le marché. Les rendements des bons du Trésor ont légèrement baissé après les résultats. Les prix des obligations ont augmenté. Les investisseurs ont interprété cette forte demande comme un signal : les bons du Trésor restent rois, pour l'instant. Et lorsque les prix des obligations augmentent, les rendements baissent (ils évoluent en sens

inverse). C'est exactement ce qui s'est produit. L'adjudication a contribué à apaiser les tensions dans un environnement macroéconomique agité.
Donc oui, il s'agissait d'une vente aux enchères sans accroc. Mais le marché obligataire reste un baromètre de confiance. Et maintenir ce type de demande chaque trimestre constituera un véritable test pour la crédibilité des États-Unis, leur politique budgétaire et la confiance mondiale.
L'adjudication d'obligations à 20 ans de juillet 2025 n'était pas seulement une vente d'obligations. Il s'agissait d'un test de l'inflation, des prévisions de croissance et de la capacité des États-Unis à financer leurs ambitions. Et le résultat ? Toujours prudent, mais la pression monte ».

Le 28 juillet, BNPParibas commente de la manère suivante les résultats de la négociation entre Donald Trump et Ursula von der Leyen (au nom de l'UE), dont la fixation des droits de douane à 15% :
« Les présidents Trump et von der Leyen ont annoncé hier depuis l'Écosse qu'un accord commercial avait été conclu. Est-ce un bon accord ? La plupart des commentateurs politiques et de nombreux éditorialistes répondaient ce matin par la négative. Mais les marchés boursiers applaudissent. Notre avis : on ne pouvait raisonnablement espérer meilleur accord. En particulier, il élimine le risque d'une escalade de la guerre commerciale entre les deux plus grandes puissances commerciales mondiales et crée un environnement plus prévisible pour les entreprises des deux côtés de l'Atlantique. (…) Certes, l'accord constitue un choc négatif par rapport au niveau des droits de douane en vigueur au début de l'année (le taux effectif des droits de douane ayant été multiplié par 10 environ), mais les exportations vers les États-Unis représentant moins de 3 % du PIB de l'UE, ce choc sera gérable. À noter également que le plafond de 15 % sur les droits de douane sectoriels protège de dégâts considérables les quelques économies très exposées aux secteurs soumis à des droits de douane spécifiques « section 232 » dont le niveau ultime pour les autres exportateurs pourrait être beaucoup plus élevé. Enfin, cette issue va stimuler encore davantage les efforts de l'UE pour négocier des accords commerciaux avec de nouveaux partenaires, ce qui profitera à l'économie de l'UE à moyen et long terme ».

Note sur le nouveaux tarfis à compter du 1er août :

Country	April 2 Tariff Rate	August 1* Tariff Rate
Brazil	10%	50%
Myanmar	44%	40%
Laos	48%	40%
Thailand	36%	36%
Cambodia	49%	36%
Canada	25%	35%
Serbia	37%	35%
Mexico	25%	30%
Bosnia and Herzegovina	35%	30%
Algeria	30%	30%
Iraq	39%	30%
Libya	31%	30%
Sri Lanka	44%	30%
South Africa	30%	30%
Moldova	31%	25%
Brunei	24%	25%
Tunisia	28%	25%
Kazakhstan	27%	25%
Malaysia	24%	25%
South Korea	25%	25%
Vietnam	46%	20%
Philippines	17%	19%
Indonesia	32%	19%
European Union	20%	15%
Japan	24%	15%

Source: Charles Schwab, Bloomberg. *August 1 rates announced, not yet implemented. Tariff rates don't cover all goods in some cases.

Les accords commerciaux de l'administration Trump

Pays	Droits de douane prévus dans le cadre d'un accord	Date de l'accord	Droits de douane «réciproques» annoncés le 2 avril.	Nouveau taux annoncé en juillet
Japon	15%	24-juil	24%	25%
Royaume-Uni	10%	08-mai	10%	N/A
Vietnam	20%	02-juil	46%	N/A
Indonésie	19%	22-juil	32%	32%
Philippines	19%	22-juil	17%	20%
Chine	30%	26-juin	145%	N/A
Union européenne	15%	27-juil	20%	30%

Tableau: Le Grand Continent

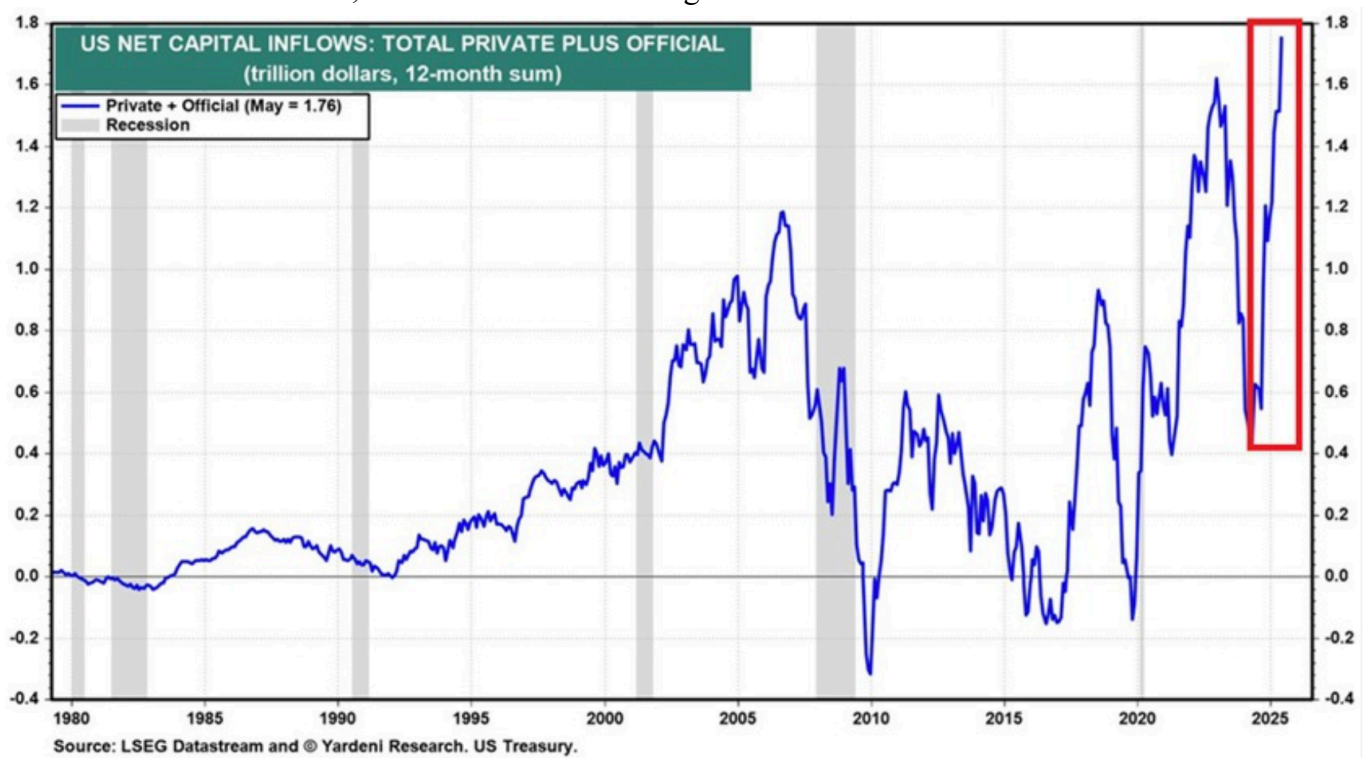
Le même jour, Michael Arouet remarque à juste titre : « il faut savoir que les droits de douane ne se limitent pas à 15 % : l'euro s'est apprécié d'environ 13 % cette année, et l'impact combiné sur les exportations européennes vers les États-Unis est proche de 30 %. De nombreux fabricants européens ne seront pas en mesure d'absorber l'impact, ni de le répercuter sur leurs clients américains ».

Et selon Arnaud Bertrand, « C'est au-delà de la parodie : VDL [von der Leyen] affirme que le gaz GNL américain est « plus abordable et meilleur » que le gaz russe afin de justifier le traité inégal qu'elle vient de signer avec l'Europe, dans lequel, entre autres concessions, elle s'engage à acheter 750 milliards de dollars de GNL américain au cours des trois prochaines années. Toute personne dotée d'un minimum de bon sens comprendra que le gaz provenant directement de son voisin par gazoduc est par définition bien moins cher que le gaz qui doit être liquéfié, transporté sur des milliers de kilomètres à travers l'Atlantique dans des pétroliers spécialisés, puis regazéifié en Europe. Ceci illustre parfaitement la relation transatlantique : les élites européennes mentent à leur propre population pour justifier leur vassalisation envers les États-Unis, tout cela en faisant de la russophobie le fondement de toute politique européenne. Ce dernier point est d'ailleurs une conséquence directe de la décision des États-Unis de poursuivre l'expansion de l'OTAN en Europe.
Du point de vue des États-Unis, c'est parfaitement logique : c'est le bon vieux « diviser pour mieux régner » et en récolter les fruits. Du point de vue de l'UE, ils doivent mentir pour faire croire que c'est une décision rationnelle, alors qu'en réalité, ils se sont fait avoir ».

La veille, le 27 juillet, Gilles Raveaux avait déjà, écrit : « David a tout écrit sur le sujet avant tout le monde. L'UE, c'est la mIsE en ConcurrEnce des États entre eux (décidée par les États créateurs de l'UE). Il est impossible de parler de "puissance commerciale" à propos de l'UE. Car cela n'a pas de sens d'additionner les forces de pays qui se battent entre eux. L'UE n'est pas une "team". Elle est plutôt un

championnat, où les équipes nationales se battent les unes contre les autres. Ce championnat ne peut donc rien contre la Chine, les États-Unis, ou les îles Kiribati, car il ne constitue pas une force. L'UE est un pur espace de concurrence. Elle est l'exact opposé d'une puissance politique. Elle a été créée par les États exactement pour cela. Lisez les premiers articles du Traité de Rome, tout y est.
David Cayla, le 27 juil :
Il faudra m'expliquer comment l'UE, avec toute la force de son grand marché, parvient à négocier un accord commercial moins favorable que celui obtenu par le Royaume-Uni. Le discours "ensemble on est plus forts" vient de se prendre le mur de la réalité ».

On retrouve cette idée dans l'article paru le 29 juillet sur « Atlantico.fr » de Brice Couturier, Philippe Crevel et Christian Saint-Étienne, « accord douanier, l'Union (européenne) fait la force… de qui ? ».
Christian Saint-Étienne note en particulier : « Sur le plan stratégique, cet accord est le symbole d'une défaite encore plus monumentale pour l'Union européenne. En tant que deuxième puissance mondiale en PIB nominal, avec 450 millions d'habitants, l'UE obtient un accord moins avantageux que celui obtenu par le Royaume-Uni. Et Ursula von der Leyen, dans une posture naïve, présente l'accord comme une grande victoire. En réalité, elle cherche à sauver son poste et surtout à servir les intérêts allemands, lesquels étaient tétanisés à l'idée d'une guerre commerciale. L'Allemagne voulait impérativement protéger ses exportations de voitures, qui représentent environ 40 milliards d'euros. Le taux de 15 % est donc une bonne nouvelle pour eux, car jusqu'ici les voitures allemandes étaient taxées à 25 %. L'accord sert prioritairement les intérêts de l'Allemagne ».
Le 31 juillet, sous la plume de « The Kobeissi Letter », on lit : « les investissements étrangers aux États-Unis explosent : les entrées nettes de capitaux américains ont atteint un record de +1 760 milliards de dollars sur la période de 12 mois se terminant en mai. Cet indicateur montre le volume de capitaux étrangers entrant sur les marchés financiers américains pour acquérir des actifs. Les entrées nettes de capitaux ont doublé ces derniers mois, dépassant le pic précédent, atteint il y a quelques années. Après un début d'année mouvementé, les investissements étrangers refluent sur le marché américain » :

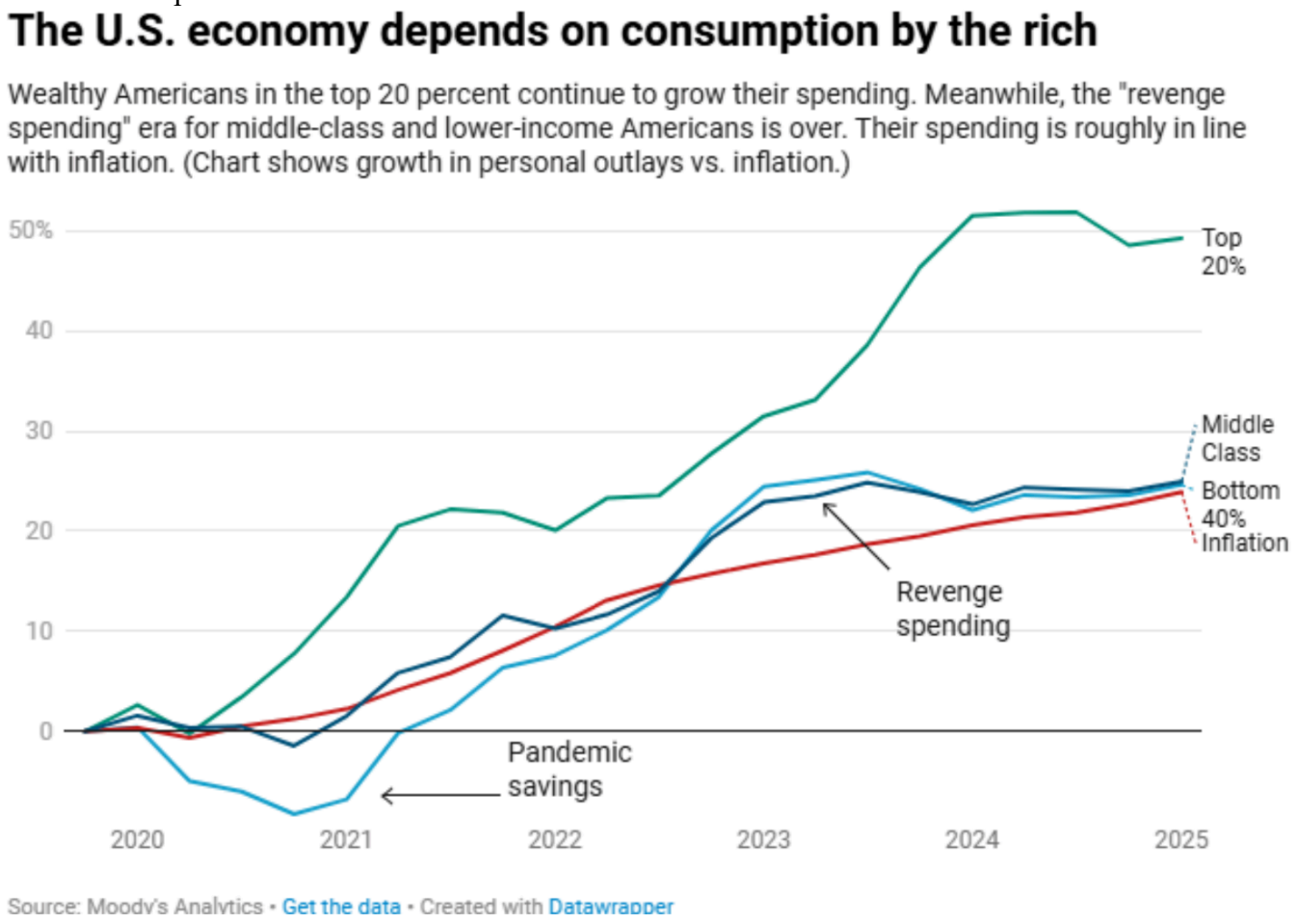


Le 1er août, Pascal Lamy, dans « Le Grand Continent » en arrive à dire : « Disons clairement les choses : pour nous, Européens, Trump pourrait représenter une menace d'une gravité comparable à celle de la guerre déclenchée par Poutine en 2022.

Cela peut sembler impensable, mais avec Trump, ce sont la démocratie et les libertés politiques en Amérique et dans le monde qui sont menacées. Pour l'Europe, la première ligne de front se trouve évidemment là, comme en Ukraine — et c'est là sa véritable raison d'être.
La principale menace pour le monde — et donc pour nous — est de nature politique.
Si Trump et ses alliés parvenaient à corrompre la démocratie américaine, combien de véritables démocraties subsisteraient encore dans le monde ? Que resterait-il des principes de liberté et d'égalité hérités des Lumières si l'illibéralisme venait à prévaloir en Europe avec le soutien américain ? Nous n'en sommes certes pas encore là, mais la vigilance est de mise ».

Quelques jours plus tard, le 5 août, dans la même publication, « Le Grand Continent », donc une dizaine de jours après l'annonce du compromis entre D. Trump et U. von der Leyen, le président américain déclare lors d'un entretien accordé à la chaîne CNBC à propos de ce compromis : « « Les détails sont les suivants : 600 milliards de dollars à investir dans tout ce que je veux. Tout. Je peux en faire ce que je veux. »
Il y a de quoi alimenter à nouveau le climat d'incertitude sur les relations entre les EU et l'UE !

Le 6 août, pour Hearther Long, « le graphique suivant est l'un des plus importants pour comprendre l'économie de 2025…
Les riches continuent de dépenser (même si on observe une certaine modération). Pendant ce temps, les 80 % les plus pauvres sont au bout du rouleau. Leurs dépenses sont globalement conformes à l'inflation.
L'entrée en récession dépendra presque entièrement de la capacité des 10 à 20 % des plus riches à continuer de dépenser » :



Le 12 août, le bulletin 110 de la Banque des réglements internationaux publie un article d'Emanuel Kohlscheen, Phurichai Rungcharoenkitkul, Dora Xia et Fabrizio Zampolli sur les effets macroéconomiques des tarifs douaniers et de l'incertitude : https://www.bis.org/publ/bisbull110.pdf

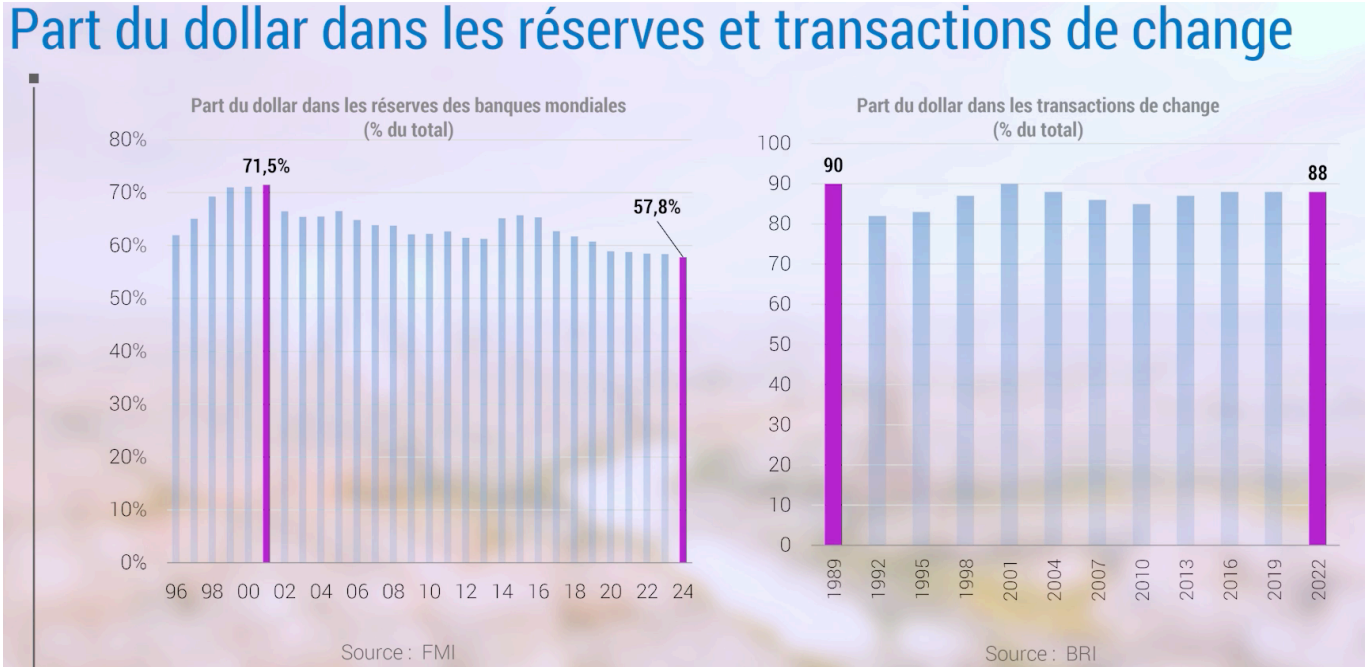
En voici les éléments-clés :
« • Les droits de douane affectent les économies plus directement, par le biais du volume des échanges et des prix. Ils freinent la croissance de la production partout dans le monde, bien que leur ampleur varie selon les pays et les scénarios. Ils ont également tendance à accroître l'inflation, notamment dans les pays qui les imposent.
• Les droits de douane ont des effets indirects, notamment des variations des taux de change, des perturbations des chaînes d'approvisionnement, des détournements de trafic et une incertitude accrue. Ceux-ci pourraient aggraver les effets sur la croissance et l'inflation, ainsi que les arbitrages politiques auxquels sont confrontées les banques centrales.
• Si elle persiste, l'incertitude liée aux politiques commerciales pourrait peser sur la demande intérieure et mettre en péril la croissance mondiale ».

B) Démondialisation et dédollarisation, autocratisation et passage à un « national capitalisme autoritaire » ?

-1 Démondialisation et dédollarisation.

• Comme le dit Yanis Varoufakis, « Donald Trump a rendu impossible à toute personne sensée de s'illusionner sur la poursuite du commerce mondial. Nous devrions tous nous en réjouir, même si nous sommes furieux du comportement, des décisions et des discours choquants de Trump.
L'économie mondiale sera soit rééquilibrée, soit s'effondrera d'une manière qui pourrait faire passer la crise de 2008 pour une simple promenade de santé ».
Et comme le dit un autre commentateur, « la fin de la mondialisation, c'est aussi l'effondrement du mythe d'un monde plat, sans frontières, où les cultures sont interchangeables et où seul le marché compte ».
De plus, « Le commerce mondial n'est pas la seule forme de mondialisation remise en cause. La circulation du capital est aussi concernée. En particulier son vecteur le plus visible et le plus pénétrant : l'investissement direct à l'étranger, quand les grandes entreprises construisent des sites de production, financent des projets internationaux ou achètent d'autres firmes dans des pays qui ne sont pas les leurs. Les chiffres publiés par la Cnuced, un organisme des Nations unies, donnent une idée du recul. Alors que les flux étaient sur la même tendance de croissance molle que le PIB et les échanges mondiaux depuis le début des années 2010, ils sont passés de 1.800 milliards de dollars en 2022 à 1.500 milliards en 2024. Les premières indications sur le début 2025 indiquent un décrochage encore plus net. (…) » (Extrait de l'édito de Jean-Marc Vittori dans Les Echos du 19 juin).

• La professeur Catherine Lubochinsky, spécialiste de la chose monétaire et financière, 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 ». Parce qu'il est, encore plus que les autres devises, liquide, profond et fiable. Mais il est vrai que les sanctions et ce que l'on appelle la « militarisation » du dollar érode la confiance qu'il inspire.

D'ailleurs, certains pays réduisent délibérément leur dépendance au dollar américain : la Chine et l'Arabie saoudite auraient réglé leurs transactions pétrolières en yuans, ce qui constitue un changement historique sur un marché longtemps dominé par le dollar américain.

Pour l'instant, il ne s'agit pas d'un effondrement, mais d'une diversification. Le monde n'abandonne pas le dollar.

• « Global Markets Investor » constate (le 8 juin) de son côté que « La tendance à la dédollarisation s'accélère : la part du dollar américain dans les réserves internationales a chuté de 10 points de pourcentage au cours des cinq dernières années, atteignant son plus bas niveau depuis plus de trente ans.
Dans le même temps, la part de l'or a doublé pour atteindre environ 23 %, son plus haut niveau depuis trente ans. C'est révélateur que le dollar perd sa 1ère place de valeur refuge.
• Le 20 juin, l'économiste Daniel Lacalle se demande si, dans les circonstances actuelles, au lieu d'un risque de dédollarisation, il n'y a pas plutôt un grave risque de « défiduciarisation » puisque toutes les monnaies fiduciaires perdent du pouvoir d'achat par rapport à l'or.
• On constate en cette fin-juin que de plus en plus nombreux sont les partenaires commerciaux mondiaux, les gestionnaires de réserves et d'institutions bancaires et financières, y compris les banques centrales, qui anticipent une faiblesse généralisée du dollar au cours des prochains mois, sous l'effet conjugué du rétrécissement des différentiels de taux, du ralentissement de la croissance américaine par rapport au reste du monde, et qui donc diversifient de plus en plus leur portefeuille et commencent à intégrer dans leur stratégie le thème de la dédollarisation structurelle.
Des signes progressifs de dédollarisation apparaissent, notamment en Asie et parmi les membres du bloc élargi des BRICS. L'Association des nations de l'Asie du Sud-Est (ASEAN) s'est activement engagée à accroître l'utilisation des monnaies locales dans les échanges intrarégionaux, afin de réduire l'exposition à la volatilité du dollar et l'influence géopolitique. Des pays comme la Chine, l'Inde et la Corée du Sud ont multiplié les accords de swap de devises, encouragé les règlements commerciaux bilatéraux dans leurs propres monnaies et rapatrié une partie de leurs actifs détenus à l'étranger.
La Chine étend son système de paiement en yuans à l'Afrique et à l'Asie, remettant ainsi en cause la domination du dollar.

-2 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 ».

Remarques et compléments importants :

Remarque/Complément 1 : 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.

Remarque/Complément 2 : le « système de Peter Thiel »

Selon « Capitolhunters » (X, le 30 mai), « maintenant que DOGE a récupéré toutes vos données personnelles auprès des agences gouvernementales, elles sont transmises à Palantir, le système de Peter Thiel. Peter Thiel [qui est en particulier le créateur et dirigeant de PayPal], qui rêvait de dictature depuis des décennies, a patiemment élaboré son "projet politique" pour prendre le pouvoir ».

Remarque/Complément 3 : se souvenir de la théorie des choix publics

Comme le dit Craig Duddy, économiste à l'Université de Glasgow : « Avant l'émergence de cette théorie, les philosophes politiques avaient une vision optimiste et bienveillante de l'État. Ils le considéraient non seulement comme une institution à part entière, mais aussi comme la meilleure et la plus morale des institutions. Les mêmes règles ne s'appliquaient pas à l'État. On considérait plutôt comme acquis que l'État n'agissait que pour le bien commun.
La théorie des choix publics peut être considérée comme une contre-révolution à cette théorie idéaliste de l'État comme "surmontant l'esprit des hommes", soulignant plutôt que l'État n'était pas une institution. Indépendamment des motivations de ceux qui le constituaient, l'État était plutôt un outil exploité par les citoyens pour servir leurs propres intérêts. Le meilleur moyen d'obtenir les plus grandes récompenses était de garantir des avantages aux membres les mieux organisés et informés de la société. Et de répartir les coûts sur les moins organisés et les moins bien informés. Il n'y a pas de macro sans micro dans la théorie des choix publics ; elle remet en question les hypothèses fondamentales posées jusqu'alors par les philosophes politiques, à savoir que les règles et les organisations étatiques étaient "données". Un autre élément clé de la théorie du marché est le concept de "défaillance gouvernementale". Si les économistes ne remettent généralement pas en cause la défaillance du marché, ils omettent de reconnaître qu'elle a été remplacée par une défaillance gouvernementale. Les législateurs manquent non seulement de connaissances, mais aussi d'incitations institutionnelles adéquates.
William Niskanen a appliqué cette approche aux bureaucraties. La théorie précédemment adoptée était celle de la bureaucratie wébérienne idéale, mais Niskanen a démontré que les bureaucraties tentent d'extorquer le plus d'argent possible à leur commanditaire en raison de leur statut de monopole.
Voici quelques références :

- Le calcul du consentement (1962)
- Les limites de la liberté (1975)
- Une théorie économique de la démocratie (1957)
- La logique de l'action collective (1965)
- Gouverner les biens communs (1990)
- Le guide Elgar des choix publics (2014)
- Coût et choix (1969)
- Promouvoir le bien-être général (1988)
- Anarchie, État et choix public (2005) ».

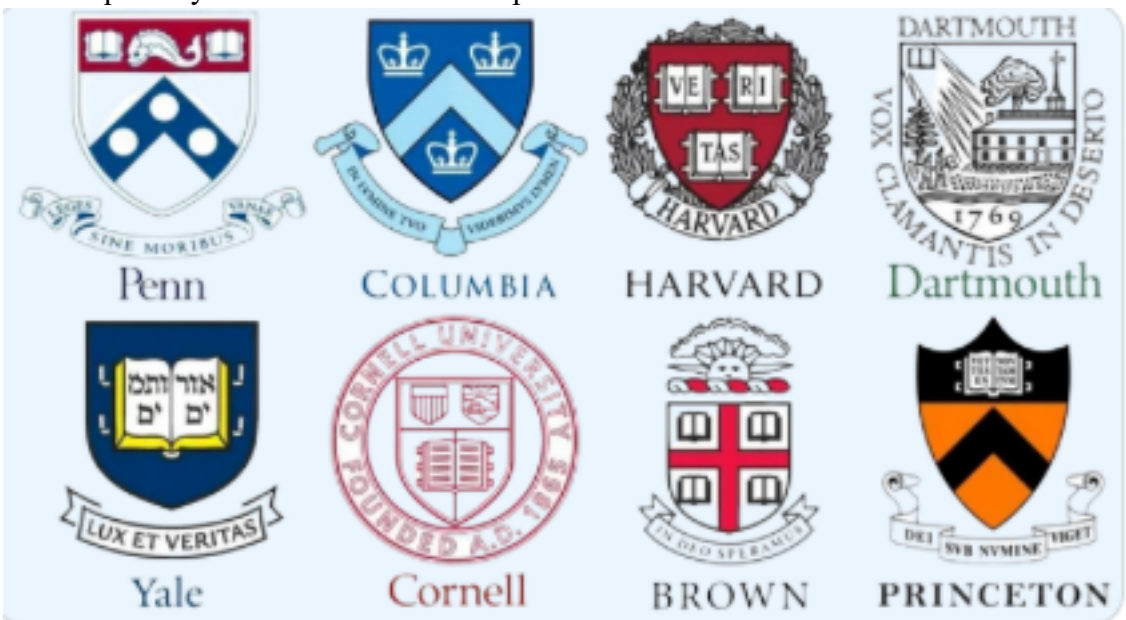
Notons que Craig Duddy a fait paraître en mars 2025 un papier de recherche original sur l'économie européenne et plus spécialement sur celle de la zone euro : « The European Hostage ».

Remarque/Complément 4 : De nombreux scientifiques américains, paraît-il, veulent s'expatrier

D'ailleurs, certaines universités françaises, comme celle de Marseille, se sont proposées de les accueillir. Johannes Maria nous apprend d'un autre côté que « le mathématicien Joshua Zahl, expert reconnu dans le domaine des mathématiques, quitte le Canada pour l'Université Nankai, en Chine. Il y occupera un poste de professeur titulaire à temps plein. Cette nomination intervient quelques mois seulement après avoir résolu un problème mathématique décrit comme vieux de plusieurs siècles et magique ».

Remarque/Complément 5 : « Trump vient de remporter une victoire majeure pour les valeurs occidentales.

C'est Rod D. Martin qui, le 26 juillet, informe que le président Trump « contraint Columbia à payer 220 millions de dollars. C'est une victoire populiste majeure. Et c'est un modèle pour toutes les autres universités éveillées, à commencer par Harvard. Voici comment Trump a résolu le problème de l'antisémitisme dans l'Ivy League.
L'accord comprend : 200 millions de dollars au gouvernement fédéral, 20 millions de dollars pour régler les plaintes pour discrimination à l'emploi, expulsions et suspensions pour les étudiants qui ont occupé la bibliothèque et de nouvelles politiques pour protéger les étudiants juifs et faire respecter leurs droits civiques. Voici la nouvelle norme. La gauche est furieuse. Elle parle d'"extorsion" et d'"atteinte à la liberté académique". Mais ce qu'elle craint vraiment, c'est de perdre son pouvoir et son financement public. Car Trump ne se contente pas de menacer de couper les vivres. Il passe à l'acte.
Columbia n'est que le premier domino. Larry Summers, ancien président de Harvard et secrétaire au Trésor de Clinton, affirme que cet accord est un modèle. Harvard sera le prochain. Yale. Princeton. Berkeley. Le message est clair : si vous tolérez l'antisémitisme, vous perdez des fonds fédéraux. Voici ce qu'ils craignent le plus : Trump ne s'en prend pas aux petites universités ; il s'attaque aux plus grandes élites : Columbia, Harvard, le reste de l'Ivy League. Ceux qui ont les poches pleines méprisent profondément l'Amérique moyenne et n'ont aucune responsabilité.



Il s'agit de réaffirmer les valeurs occidentales au sein d'institutions qui ont perdu leur chemin : liberté religieuse, débat public, égalité de protection, la vérité avant l'idéologie. Trump vient de prouver que c'est possible ».

Remarque/Complément 6 : une classification des États autoritaires :

selon Jostein Hauge (27 juillet), qui distingue :

États autoritaires prédateurs : régimes dans lesquels l'État extrait des ressources de la société au profit des élites, sans se soucier du développement à long terme ni du bien-être public.

- Caractéristiques :

• Corruption et recherche de rente : les dirigeants et les bureaucrates privilégient souvent l'enrichissement personnel.
• Institutions faibles : absence de bureaucraties stables et professionnelles ; les règles sont appliquées arbitrairement.
• Absence de vision du développement : la politique économique est à court terme et sert souvent les intérêts des élites.
• Faible autonomie vis-à-vis des élites : l'État est souvent captif de groupes d'intérêts restreints (par exemple, les proches, les familles, les militaires).
• Exemples souvent cités : le Zaïre de Mobutu, l'Haïti de Duvalier.

- Conséquences :

• Stagnation ou effondrement économique, érosion des capacités de l'État et appauvrissement de la population.

États autoritaires développementistes : régimes qui, malgré l'absence d'institutions démocratiques, s'engagent en faveur du développement national à long terme et font souvent preuve d'une forte capacité à orienter la croissance économique.

- Caractéristiques :

• Bureaucratie forte et professionnelle : recrutement basé sur le mérite, gouvernance technocratique.
• Autonomie intégrée : l'État est indépendant des élites économiques, tout en entretenant des relations productives avec elles.
• Planification à long terme : politiques industrielles stratégiques, investissements dans les infrastructures, éducation, etc.
• Discipline et responsabilité : les dirigeants imposent une discipline aux secteurs public et privé.
• Exemples souvent cités : la Corée du Sud sous Park Chung-hee, Taïwan sous le Kuomintang, Singapour sous Lee Kuan Yew.

- Résultats :

• Industrialisation rapide, croissance tirée par les exportations et modernisation, souvent au détriment des libertés politiques ».

Remarque/Complément 7 : Les performances économiques selon les régimes politiques

En août, publication d'un article de Christopher Blattman, Scott Gehlbach et Zeyang Yu : "The Personalist Penalty: Varieties of Autocracy and Economic Growth", dont voici l'introduction :

« Comment les institutions politiques façonnent-elles les choix politiques et les performances économiques ? Depuis des décennies, la littérature se concentre sur la comparaison de la croissance des revenus dans les démocraties et les autocraties.

•1 La difficulté de ces comparaisons réside dans le fait que les institutions non démocratiques sont bien plus diversifiées que les institutions démocratiques. Il existe de grandes différences, par exemple, entre la nature des régimes autoritaires dans des autocraties institutionnalisées comme le Mexique sous le Parti révolutionnaire institutionnel (PRI) ou Singapour sous le Parti d'action populaire (PAP), et les dictatures personnalistes de Mobutu Sese Seko (Zaïre) ou de Saddam Hussein (Irak). À quelques exceptions près, évoquées ci-dessous, les études sur la croissance économique ont ignoré cette hétérogénéité.

Cet article se concentre sur les conséquences sur la croissance des régimes personnalistes, où le pouvoir est concentré entre les mains d'un dirigeant individuel ou d'une petite élite. La question ne se limite pas à un intérêt académique. Selon les critères, quelques dizaines de régimes autocratiques sont actuellement des dictatures personnalistes. Ces dernières années, deux des autocrates les plus puissants du monde – Vladimir Poutine en Russie et Xi Jinping en Chine – ont systématiquement supprimé les contre-pouvoirs institutionnels pour gouverner par influence personnelle et par décrets.

•2 Les effets économiques d'une telle consolidation du pouvoir sont une préoccupation majeure pour la stabilité et le développement mondiaux.

De nombreuses raisons portent à croire que les autocraties personnalistes seront moins performantes que les régimes institutionnalisés. La fourniture de biens publics peut être moins bonne et les incitations à l'investissement

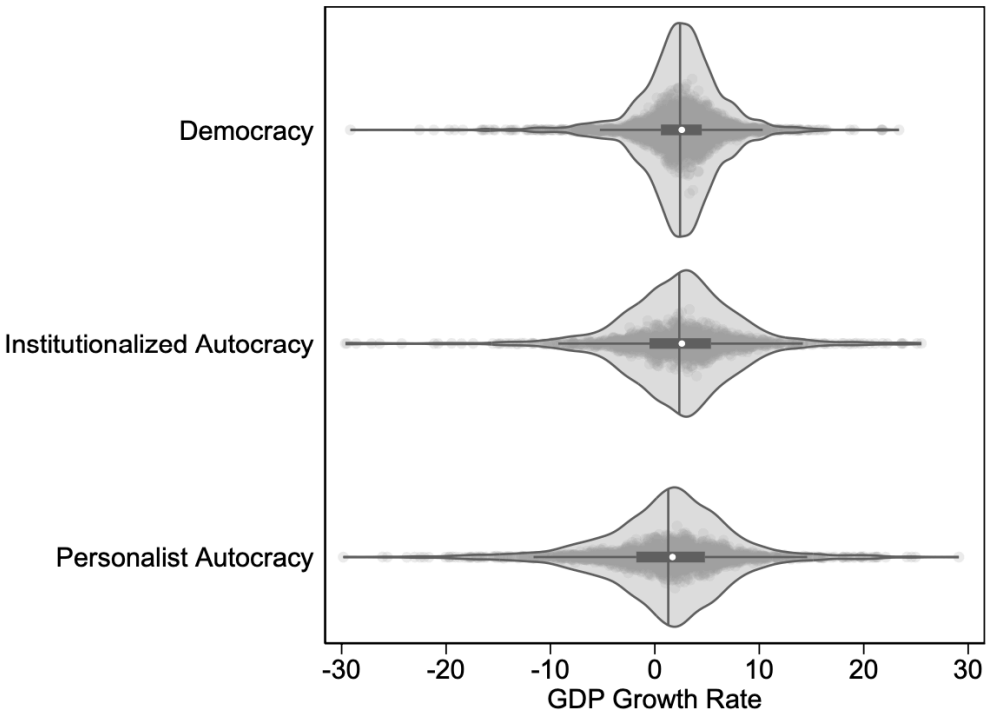
privé plus faibles lorsque le pouvoir est concentré entre les mains d'une élite restreinte ou d'un seul individu. Les conflits peuvent également être plus probables sous un régime personnaliste. Les dictateurs personnalistes peuvent prendre des décisions avec des informations limitées et être entourés de subordonnés incompétents. Pour toutes ces raisons, les variations institutionnelles au sein des régimes non démocratiques pourraient avoir autant, voire plus, d'importance pour la croissance économique que la distinction autocratie-démocratie. À titre d'illustration, la figure 1 présente les taux de croissance annuels de 1961 à 2010 dans 176 pays, par type de régime, à l'aide d'un indicateur démocratie/autocratie de Cheibub, Gandhi et Vreeland (2010) et d'une mesure de la concentration du pouvoir au sein des autocraties de Gandhi et Sumner (2020).

•3 Les deux types d'autocratie présentent une variance nettement plus élevée que les démocraties, mais les autocraties personnalistes se distinguent par une croissance moyenne plus faible : 2,4 % pour les démocraties, 2,31 % pour les autocraties institutionnalisées et 1,37 % pour les autocraties personnalistes. Bien que cette différence puisse paraître subtile face à l'énorme dispersion des taux de croissance, elle est substantielle : sur cinquante ans, une augmentation d'un point de pourcentage du taux de croissance correspond à une augmentation de 64 % des revenus. La question centrale est de savoir si cette « pénalité personnaliste » est valable dans un modèle bien spécifié et, si oui, si elle reflète une relation de cause à effet. Lorsqu'il s'agit d'estimer l'effet des arrangements institutionnels sur le développement d'un pays, il n'existe pas de stratégie parfaite, mais des travaux récents offrent une voie à suivre. Pour un panel de pays de 1960 à 2010, nous régressons le logarithme du revenu par habitant sur des indicateurs d'autocratie et d'autocratie personnaliste, ainsi que sur des effets fixes par pays et par année. Comme dans Acemoglu et al. (2019), nous incluons également les décalages de la variable dépendante suffisamment riche pour tenir compte de la tendance des transitions politiques à accompagner les ralentissements économiques.

Les coefficients de ce modèle dynamique à effets fixes bidirectionnels (TWFE) ont une interprétation simple : la différence moyenne conditionnelle des taux de croissance entre les types de régime, ajustée pour la dynamique des revenus avant la transition. Sous l'hypothèse supplémentaire d'exogénéité séquentielle – l'hypothèse standard des modèles de panel dynamiques, dont la plausibilité dépend de la justesse de la structure de décalage – ces estimations peuvent être interprétées comme l'effet causal d'une transition d'un type de régime à un autre.

À l'aide de cette stratégie empirique, nous examinons de nombreux indicateurs du type de régime et divers changements de spécification et d'échantillon. Les résultats reflètent globalement la tendance de la figure 1.

Figure 1: Mean and distribution of growth rates by regime type



Notes: The vertical line represents the median and the white dot the mean. The horizontal bar spans the 25th to 75th percentiles, and the horizontal line the 5th to 95th percentiles. This figure uses annual GDP growth rates from the April 2012 vintage of the World Development Indicators (WDI). We classify regime types using the measures of autocracy and power consolidation by Cheibub, Gandhi and Vreeland (2010) and Gandhi and Sumner (2020), respectively.

Pour la plupart des mesures, les régimes autoritaires affichent une croissance moyenne du PIB inférieure à celle des régimes démocratiques ; lorsque de telles différences apparaissent, elles se limitent généralement aux régimes personnalistes. Il n'existe pas de différence marquée dans les taux de croissance entre les démocraties et les autocraties institutionnalisées. En résumé, si l'on croit à la pénalité de croissance autocratique, il faut également croire qu'elle est concentrée dans les régimes où le pouvoir est détenu par un seul individu ou une petite élite.
Pour comprendre les sources de toute pénalité de croissance personnaliste, nous explorons une série de résultats politiques et économiques intermédiaires. Conformément au cadre conceptuel que nous présentons ci-dessous, nous constatons que les régimes personnalistes se caractérisent par une productivité totale des facteurs plus faible et une combinaison de faibles investissements privés, de mauvaise fourniture de biens publics et de conflits, au sens large. En revanche, nous n'observons aucune différence marquée dans l'incidence des crises inflationnistes, l'ouverture économique ou les réformes économiques.
Nous ne sommes pas les premiers à constater que certaines autocraties sont très performantes (Easterly, 2011 ; Luo et Przeworski, 2019). En effet, certains des épisodes de développement les plus célèbres de l'histoire se sont produits sous des régimes non démocratiques, de la révolution industrielle britannique aux décennies « miraculeuses » de croissance en Chine, à Singapour et en Thaïlande (Besley et Kudamatsu, 2007). Ces exemples ont en commun une certaine institutionnalisation du pouvoir, que ce soit par le biais d'un parti de régime, d'une structure militaire corporatiste ou de contrôles législatifs sur le régime monarchique.
Notre analyse s'appuie également sur des efforts de longue date visant à décortiquer les caractéristiques des régimes dans les pays non démocratiques (par exemple, Geddes, 1999 ; Hadenius et Teorell, 2007 ; Gandhi, 2008 ; Goemans, Gleditsch et Chiozza, 2009 ; Cheibub, Gandhi et Vreeland, 2010 ; Svolik, 2012 ; Geddes, Wright et Frantz, 2018). Français Une grande partie des travaux empiriques de cette littérature s'est concentrée sur les effets du personnalisme sur la répression politique, les conflits et l'effondrement (par exemple, Choi, 2010 ; Weeks, 2012 ; Chin, Song et Wright, 2023 ; Frantz et al., 2020). Gandhi (2008) et Wright (2008) examinent les taux de croissance différentiels dans les autocraties avec plus ou moins d'institutionnalisation, tandis que Wright (2008) et Gehlbach et Keefer (2012) font de même pour l'investissement intérieur, mais depuis ces premiers travaux, il y a eu étonnamment peu de recherches sur la façon dont la concentration du pouvoir dans les autocraties façonne la croissance et le développement. C'est la question que nous abordons dans cette note de recherche ».

Remarque/Complément 8 : Le capitalisme ne peut pas se marier avec la démocratie.

En tous les cas, c'est la thèse que défend Krishnan Nayar dans son livre publié en février 2023, dont voici la fiche de lecture qu'en fait Branco Milanovic (https://branko2f7.substack.com/p/capitalism-unchained) :
« Krishnan Nayar soulève trois points clés dans son ouvrage récemment publié, "Liberal Capitalist Democracy : The God that Failed".
Premièrement, il soutient que les révolutions bourgeoises ont souvent échoué à conduire à la démocratie, une vision profondément ancrée dans l'histoire whig anglo-américaine et dans le marxisme simplifié. Elles ont plutôt provoqué une réaction aristocratique et des développements économiques autoritaires qui, à bien des égards, ont été plus fructueux que ceux de la démocratie bourgeoise. Autrement dit, la démocratie n'est pas innée avec le capitalisme et, comme nous le verrons, le capitalisme la détruit souvent. Les modernisateurs autoritaires (Nayar en étudie quatre : l'Allemagne d'après 1848, la France de Louis-Napoléon, l'Allemagne de Bismarck et la Russie de Stolypine) bénéficiaient d'un large soutien au sein de la bourgeoisie qui, craignant pour ses biens, préférait se ranger du côté de l'aristocratie réformatrice plutôt que de se ranger du côté du prolétariat. Ce fut d'ailleurs l'une des déceptions qui surprirent Marx et Engels en 1848-1851, lorsqu'ils constatèrent que les classes possédantes se rangeaient du côté de Louis Bonaparte plutôt que des ouvriers parisiens.
Deuxièmement, Nayar soutient que le capitalisme darwinien débridé conduit toujours à l'instabilité et à l'anomie sociales, et que cette instabilité renforce les partis de droite. Il soutient ainsi que l'accession au pouvoir d'Hitler fut rendue possible, voire provoquée, par la Grande Dépression de 1928-1932, et non, comme le pensent certains historiens, par la peur du communisme ou par les mauvaises tactiques du Parti communiste qui, au lieu de s'allier aux sociaux-démocrates, les combattit.
Troisièmement, et c'est peut-être le plus intéressant à l'heure actuelle, Nayar soutient que le succès du capitalisme occidental entre 1945 et 1980 ne peut s'expliquer sans prendre en compte la pression exercée sur le capitalisme par l'existence de l'Union soviétique comme modèle de société alternatif et par la présence de puissants partis de gauche liés aux syndicats dans les principaux pays européens. En ce sens, la période des Trente Glorieuses, aujourd'hui considérée comme la plus réussie du capitalisme, s'est

déroulée à contre-courant des tendances capitalistes habituelles. C'était une anomalie. Elle n'aurait pas eu lieu sans la pression socialiste et la crainte des émeutes, des nationalisations et, bien sûr, des défenestrations. Mais avec l'essor de l'économie néolibérale après 1980, le capitalisme est volontiers revenu à ses versions originelles du XIXe et du début du XXe siècle, sources régulières d'instabilité et de conflits sociaux.

La leçon à tirer de Nayar est, à certains égards, simple. Le capitalisme, s'il n'est pas ancré dans la société et n'accepte pas de limites à ce qui peut être marchandisé, doit traverser des périodes de récession et de prospérité récurrentes. Mais ces deux aspects ne peuvent être considérés comme un avantage et un inconvénient qui s'annulent mutuellement. Leurs effets politiques sont très différents. C'est là que Nayar critique de nombreux économistes qui voyaient dans la Grande Dépression des années 1920 une période d'épuration du capitalisme, vouée à un boom. Le fait est qu'il s'agit ici de personnes réelles et non de simples chiffres : beaucoup ne sont pas disposés à attendre l'arrivée du boom ; ils ne sont peut-être même pas là pour l'observer. C'est pourquoi ils votent pour des solutions radicales ou manifestent dans la rue. C'est un aspect souvent oublié par les économistes qui traitent les revenus des individus à long terme comme une somme mathématique, sans se rendre compte que les effets politiques des moins sont très différents de ceux des plus.

Si l'on examine les trois principales thèses de l'ouvrage de Nayar, aucune d'entre elles n'est nouvelle. Mais elles le sont lorsqu'elles sont liées et replacées dans leur contexte historique. Les modernisations autoritaires ont bien sûr fait l'objet de nombreux ouvrages, dont certains, comme le classique de Barrington Moore, sont cités ici. La montée du fascisme était, et est toujours, de plus en plus liée aux politiques d'austérité, comme l'ont récemment démontré Mark Blyth dans son ouvrage « Austerity : History of a Dangerous Idea » et Clara Mattei dans son ouvrage « The Capital Order : How Economists Invented Austerity and Paved the Way to Fascism ». Nayar exagère peut-être en affirmant que de nombreux historiens, comme Ian Kershaw et Joachim Fest, ont tendance à ignorer les causes économiques de la montée du nazisme, considérant l'économie capitaliste comme acquise. Cela pourrait être vrai pour certains observateurs contemporains comme Churchill et Keynes, qui semblent avoir ignoré les effets politiques de la crise jusqu'à une époque relativement tardive, mais des historiens plus sérieux reconnaissent l'impact considérable de la dépression. Il est en effet difficile de ne pas le faire alors que le PIB allemand a diminué d'un cinquième et que plus d'un quart de sa population active était au chômage.

Nayar propose cependant un argument plus subtil concernant la position des partis communiste et social-démocrate en Allemagne. Contrairement à de nombreux historiens qui imputent à Staline la décision de diriger l'animosité du KPD non pas contre les fascistes, mais contre ceux que Staline qualifiait de « social-fascistes », c'est-à-dire le SPD, Nayar estime que la collaboration entre les deux partis était impossible compte tenu de leurs circonscriptions et de leurs positions différentes au sein du système de Weimar ».

Remarque/Complément 9 : « The Rise and Fall of Neoliberal Rentier Capitalism: The Political Economy of the 20th and 21st Centuries »

titre du livre de Luiz Carlos Bresser-Pereira, paru en mars, et dont le résumé est le suivant :

« Cet ouvrage aborde l'économie politique du capitalisme des XXe et XXIe siècles. Il s'appuie sur la Seconde Révolution industrielle, qui a permis l'essor de la classe dirigeante et l'adoption par les pays riches du suffrage universel vers 1900, définissant ainsi l'ère de la démocratie. L'ouvrage s'appuie sur l'économie politique plutôt que sur les sciences économiques d'un nouveau cadre théorique que l'auteur et un groupe d'universitaires développent depuis les années 2000, appelé “nouveau développementalisme“. Il suggère l'existence de deux formes de coordination économique du capitalisme : le libéralisme économique, qui laisse l'allocation des ressources au marché, et le développementalisme, qui implique une intervention modérée de l'État dans l'économie et une perspective nationale. L'auteur utilise le terme “développementalisme“ car il n'existe pas de terme établi pour désigner l'alternative au libéralisme économique. L'ouvrage décrit quatre phases du développement capitaliste : la phase mercantiliste, la phase libérale-industrielle, la phase capitaliste-managériale et la phase néolibérale rentière-financière. Alors que la phase capitaliste-managériale était progressiste, développementaliste et sociale-démocrate, la coalition rentiers-financiers était étroite – une phase régressive dominée par l’idéologie néolibérale

radicale. Pour l'auteur, la montée du populisme national de droite ne traduit pas une crise de la démocratie, menacée mais solide ; elle reflète plutôt l'effondrement récent du néolibéralisme et la montée d'un développementalisme conservateur. La phase qui s'ouvre n'est pas une phase capitaliste-managériale, mais une phase managériale-capitaliste, car le principal partenaire de la coalition cesse d'être le capitaliste pour devenir la classe managériale ».

Remarque/Complément 10 : L'opposition entre D. Trump et J. Powell relance le débat entre la théorie de l'exécutif unitaire et la théorie légaliste.

Avec les critiques qu'il ne cesse de faire à l'encontre du Président de la Fed, Jerome Powell, mais aussi avec celles qu'il adresse à bon n ombre d'agences administratives indépendantes, le Président Trump reprend la thèse de l'exécutif unitaire. Selon cette théorie, le Président dispose d'une autorité totale et complète sur l'ensemble des émanations du pouvoir exécutif, qu'il s'agisse de ministères ou d'agences, alors que selon la théorie dite légaliste, il revient au Congrès de structurer et d'organiser les agences indépendantes ; dans ce cas, le pouvoir de nommer ou de démettre des membres d'une agence demeure une prérogative parlementaire, notamment en ce qui concerne les membres dirigeants de ces agences.
La thèse de l'exécutif unitaire remet en cause l'indépendance des agences administratives.
Ce débat ne concerne par seulement les États-Unis puisque le phénomène d'« agentification » existe pratiquement dans tous les pays occidentaux.
Notons que ce débat rejoint celui de la définition et du périmètre de l'État de droit.

-3 Pour une « économie eurokeynésienne »

En guise de conclusion sur ce point, soulignons que la guerre commerciale déclenchée par les États-Unis n'entraîne pas seulement une démondialisation et une dédollarisation ; elle a bouleversé le monde à plusieurs titres, et pas seulement économiques, dans la mesure où elle met fin tout à la fois au multilatéralisme et au néolibéralisme - elle correspond au triomphe du mercantilisme - et où elle peut conduire à des régimes nationalistes et autoritaires, qu'ils soient capitalistes ou socialistes.
Cela explique que sept économistes français (David Cayla, Dominique Charnassé, Christian Dettort, Camal Gallouj, Liem Hoang-Ngoc, Jean-Louis Levet et Philippe Moati) aient signé, pour le périodique Marianne, le 23 juin, une tribune collective dans laquelle les auteurs recherchent une solution à l'hostilité et au désespoir que cause à nos concitoyens plus spécialement la société issue du néolibéralisme anglo-saxon et de l'ordo-libéralisme allemand, pour reprendre leurs termes. Ils prônent un retour des idées de J.-M. Keynes : « Conjurant un passé où les citoyens sous-estimaient l'impact sur leur vie du modèle économique, le cycle mondial qui s'amorce fait de rivalités entre blocs autocentrés, permet de proposer au débat public l'avènement dans l'Union européenne d'une **économie eurokeynésienne** fondée principalement sur la demande effective plutôt que sur l'offre, la mise en œuvre de relances concertées par l'investissement et une approche assouplie des règles budgétaires. Ce changement de paradigme redonnerait à l'État stratège et redistributeur les moyens de décider de l'intérêt général. Il pourrait à nouveau fixer un niveau et une orientation de l'investissement adaptés aux urgences climatiques et aux impératifs de défense, tout en assurant grâce à un contrôle des mouvements de capitaux et un protectionnisme raisonné, jouant sur les normes et les tarifs douaniers, l'homogénéisation par le haut du marché unique, la réindustrialisation des secteurs traditionnels comme le développement des secteurs de pointe. Ainsi l'objectif du plein-emploi, appuyé sur une croissance durable et équilibrée, pourrait être atteint. (…) ».

PARTIE 2 : LE RESTE DU MONDE FACE À LA GUERRE COMMERCIALE

I- La situation de l'Europe

• En guise de préambule, quelques réflexions…

Michael Pettis : « Un jour, l'UE érigera à Bruxelles un monument célébrant Donald Trump, Xi Jinping et Vladimir Poutine comme les pères conjoints d'une Europe unifiée ».
C'est bien aussi la conviction de plusieurs dirigeants européens, à commencer par la Présidente de la BCE qui voit l'euro comme solution alternative au dollar. C'est aussi le point de vue du chercheur Tim Heinkelmann-Wild quand il estime que le désengagement américain, les attaques de l'administration Trump contre le multilatéralisme et l'ordre libéral issu de 1945 et faire des organisations internationales des boucs émissaires, tout cela relance le débat sur un possible leadership alternatif porté par l'UE.
Néanmoins, comme l'a dit Ilham Kadri (Présidente de la fédération européenne de la chimie) aux Rencontres économiques d'Aix début juillet, « [Certes] Trump rebat les cartes du libre-échange, mais les problèmes structurels et industriels de l'Europe existaient avant lui, que ce soit la faible compétitivité, la complexité de la réglementation, l'énergie, le manque de demande ». Et il faut avoir conscience, comme l'a dit Jacques Aschenbroich (Président du C.A. d'Orange) dans une table ronde, que « le poids de l'Europe dans la richesse mondiale, c'était 29 % en 1980 et les États-Unis 26 %. Aujourd'hui, les États-Unis sont toujours à 26 %, mais l'Europe a perdu plus de 10 points et est tombée à 18 %. »
Et Jamie Dimon, le directeur général de JPMorgan, dit à Dublin aux Européens : « L'Europe est passée de 90 % du PIB américain à 65 % en 10 ans. Ce n'est pas bon signe. Vous êtes en train de perdre. »

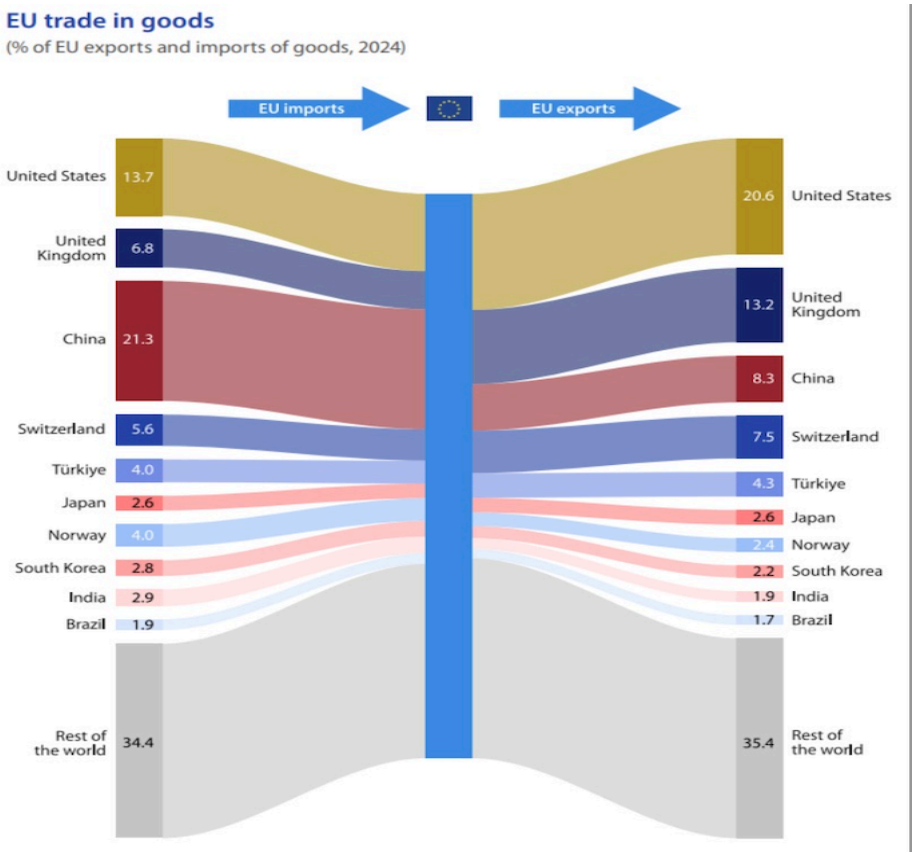
• Les relations commerciales entre l'Europe et le reste du monde

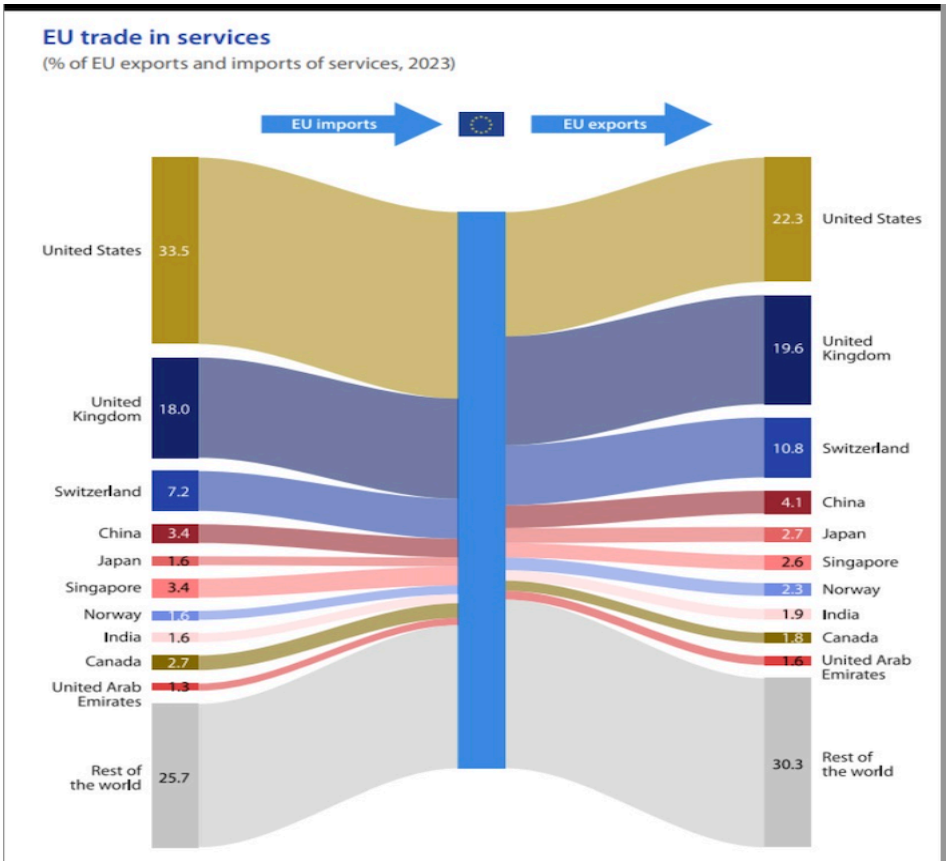
1) L'Europe, prise dans un « triangle impossible »

François Godement, de l'Institut Montaigne avait déjà écrit un article le 10 mars 2025 avec ce titre (https://www.institutmontaigne.org/expressions/etats-unis-ue-chine-un-triangle-impossible) mais il a écrit plus récemment encore, en juin, un article avec pour titre : « L'incroyable résilience de l'économie chinoise ». C'est la conclusion de cet article que nous reprenons ci-après parce qu'elle évoque la position de l'Europe :
« Les relations commerciales Chine-UE-États-Unis sont devenues un triangle infernal, où chacun guette des mouvements qui pourraient raffermir ou affaiblir ses propres positions. Compte tenu de l'imprévisibilité apparente qui règne à Washington, ce jeu est loin d'être transparent, car les enjeux intérieurs et de postures peuvent jouer un rôle décisif dans les décisions américaines.
La Chine détient une carte maîtresse, qui est en même temps une faiblesse. Elle a traversé relativement indemne, sur le plan des échanges extérieurs, l'épreuve de force – ou de bluff, diront certains – du *"Libe-ration Day"*. Qui exporte beaucoup a aussi tout autant à perdre, notamment si les importateurs venaient à se liguer contre une position chinoise trop dominante. Mais, tel un miroir inversé de la politique douanière américaine, la Chine vient éliminer l'ensemble des barrières douanières restantes pour les pays africains, y compris pour les biens agricoles.
Avec une économie ralentie mais loin d'être à l'arrêt, la Chine de Xi Jinping prend les mesures, y compris sociales, pour amortir un nouveau choc éventuel. De ce choc dépendra l'ampleur de la relance fiscale et du crédit décrétée par étapes depuis décembre 2024, mais dont de nombreux montants restent incertains en pratique. Elle ne semble pas saisie par l'urgence du changement de politique écono- mique que tant d'analystes évoquent comme une nécessité.
Il est possible que la Chine anticipe un armistice commercial avec les États-Unis similaire à celui de janvier 2020, et qu'elle soit confiante dans ses capacités de dissuasion économique. Le pari reste tout de même risqué, car la dépendance aux exportations, après avoir grimpé massi- vement depuis 2019, ne diminue pas pour autant. Mais l'analyse politique, celle fondée sur la sécurité économique et financière,

prévaut toujours sur une analyse à long terme des facteurs de croissance autres que l'innovation et la production à grande échelle. La Chine s'adapte mais ne change pas de cap.
En apparence, l'Union européenne est le partenaire le plus faible de ce triangle. Elle n'a pas, sauf exception, l'initiative qu'ont les États-Unis sur les technologies de rupture ni les ressources énergétiques et minières. Elle n'a pas non plus les positions dominantes des industries traditionnelles que la Chine étend aussi bien, vers le haut avec les semi-conducteurs et autres biens informatiques, que vers le bas avec les terres rares exploitées et transformées dont elle détient un quasi-monopole. Et si le pouvoir américain hésite, il tranche ensuite de manière radicale : c'est le grand enseignement du nouveau mandat de Donald Trump. Quant à la Chine, son unité d'action (et de réaction) politico-étatique reste un atout en période d'affrontement international, et les mécontentements diffus ne s'agrègent que marginalement.
Mais l'Union européenne a aussi des atouts, en réalité à partir de ses faiblesses même. Ses gouvernements européens, parfois dos au mur face au populisme, au défi géopolitique russe et à l'éloignement des États-Unis, n'en voient qu'avec plus de clarté la nécessité vitale d'atteindre des compromis internes et de présenter un front uni. La difficile question de l'autonomie stratégique – impossible en pratique à court terme et mêlée à de trop nombreuses priorités – n'est plus une question sans résolution à partir du moment où l'Europe est effectivement seule.
Il se peut même qu'en cas de compromis commercial tactique entre Donald Trump et les dirigeants chinois, l'Europe se retrouve en première ligne sur les deux fronts. Le tournant initié à Bruxelles il y a des années, d'une bascule de croyance des vertus pacificatrices du grand marché vers la nécessité d'un réarmement industriel et des instruments de lutte commerciale, s'avèrera alors bien utile. Les États membres, qui ont souvent redouté la perte de compétences nationales, devront, au contraire, s'investir plus étroitement dans la Commission et le Conseil européen – quelle que soit leur couleur politique ».

2) Les relations commerciales de l'Europe en deux schémas

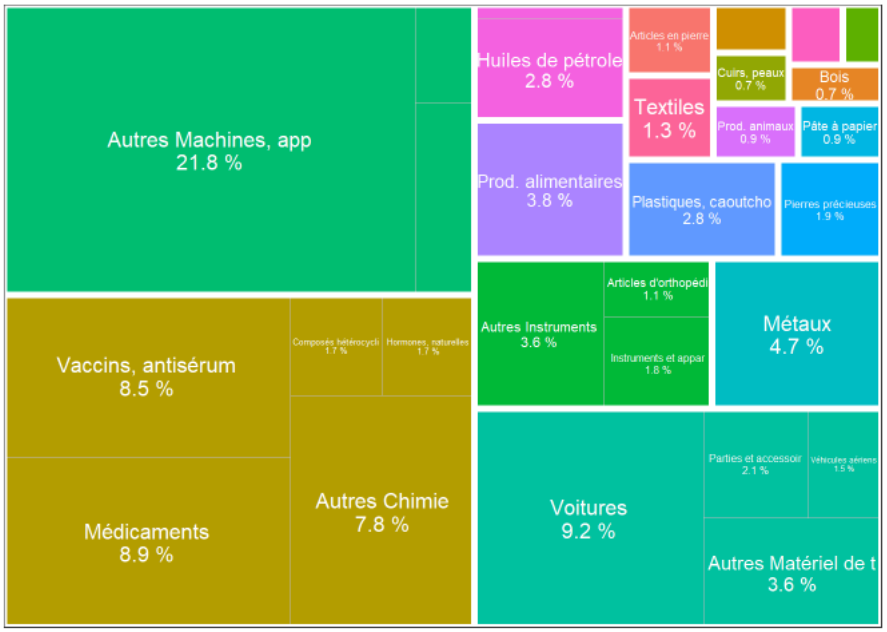




3) Les relations commerciales de l'UE avec les EU en 4 figures :

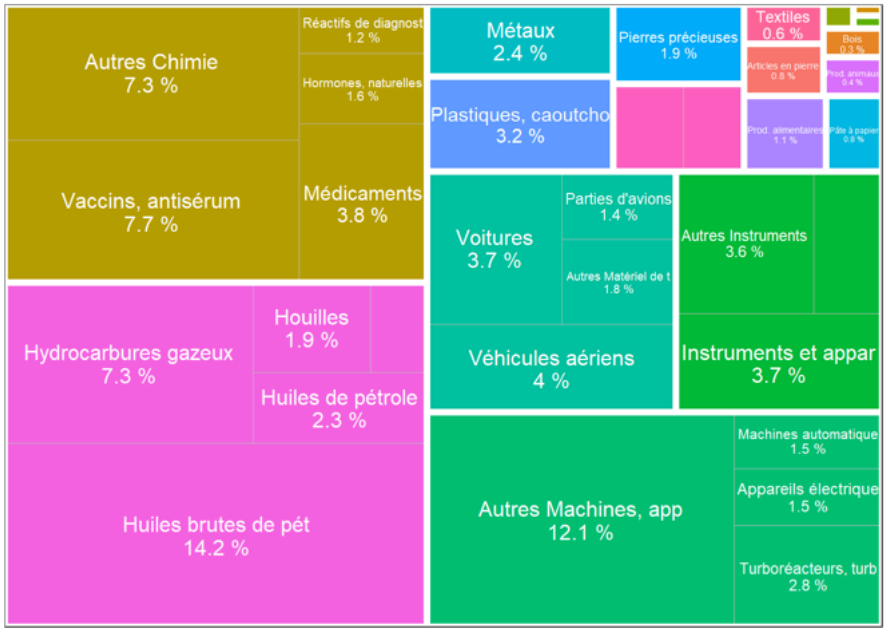
Source : CEPII

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



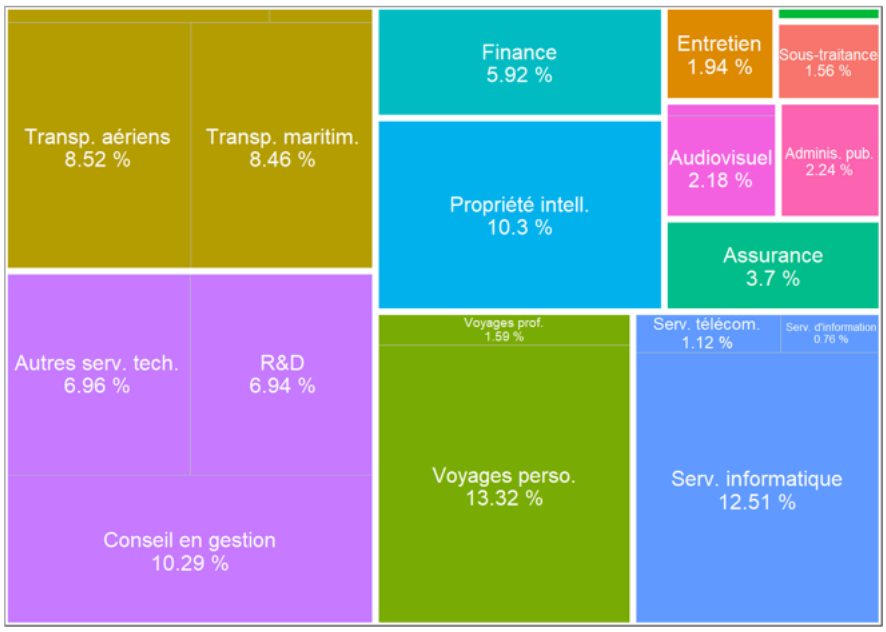
Source : BACI (CEPII)

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



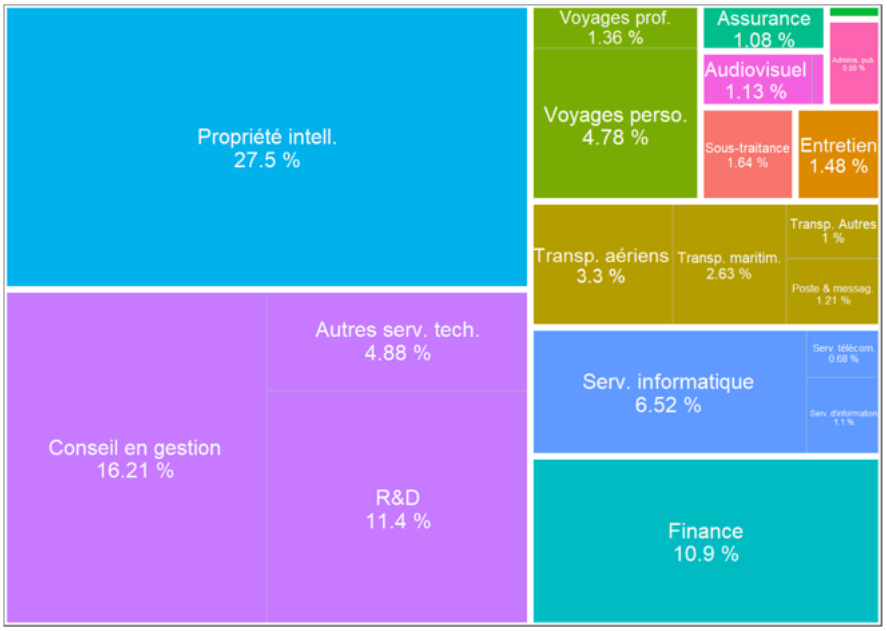
Note de lecture: la Figure 1 et la Figure 2 représentent la composition sectorielle des exportations (importations) de l'UE vers les États-Unis en 2023. Chaque couleur correspond à un secteur (une « section » de la nomenclature des produits Système Harmonisé). Lorsqu'un produit (défini comme une catégorie 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)

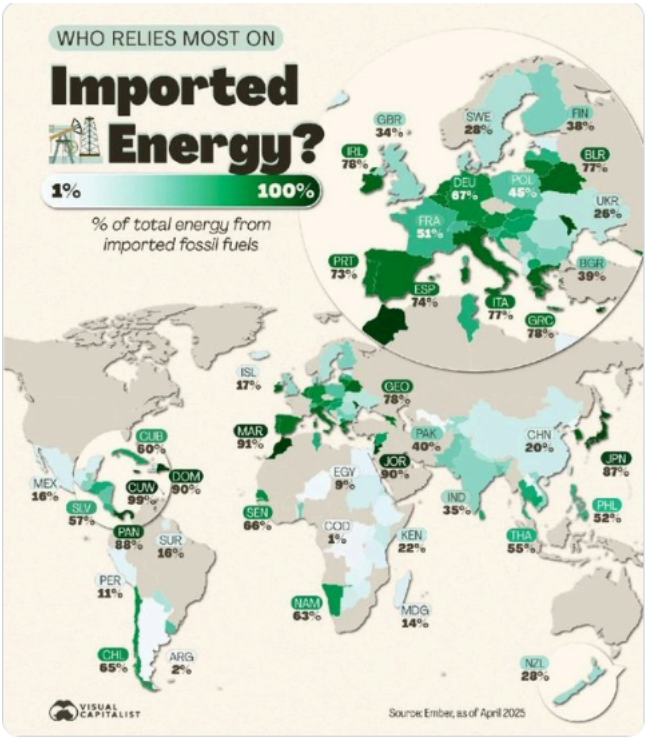
• L'envolée de l'euro met les entreprises européennes sous pression

« Pour les trésoriers d'entreprises européennes, la guerre commerciale est aussi déroutante que la crise du Covid. Elle crée quasiment autant d'incertitude, sur l'activité, le carnet de commandes, les profits et implantations de leurs groupes. Ce flou total sur le marché américain rend leurs opérations de couverture de change habituelles particulièrement délicates. (…)
Et l'euro fort bride leur compétitivité dans une période déjà assez compliquée à gérer ». (Les Echos du 16 juin).

• L'article du Centenary Policy Institute du 6/2/2025 sur « The transatlantic Gap ».

« Malgré les valeurs communes et l'alliance de longue date entre les États-Unis et l'Union européenne, leurs relations sont de plus en plus tendues. Le problème n'est pas une rupture, mais un décalage croissant en termes de rythme, de priorités et d'exécution stratégique.
Le style politique rapide et axé sur les résultats de Washington contraste fortement avec l'approche consensuelle et procédurale de Bruxelles. Ce décalage est source de frictions, notamment dans des domaines comme la réglementation technologique, les sanctions et la sécurité. Aux yeux des États-Unis, l'Europe peut paraître excessivement bureaucratique ; pour l'Europe, les États-Unis apparaissent impatients et peu soucieux des procédures.
La confiance entre les deux parties s'érode discrètement. Les décideurs américains doutent du sérieux opérationnel de l'Europe, tandis que les dirigeants européens craignent de futurs revirements de la politique américaine, notamment compte tenu de l'instabilité observée sous l'administration Trump, dont

l'influence continue de façonner les débats clés. La clarté et l'assurance de l'ère Trump, bien que controversées, ont donné l'avantage aux États-Unis, laissant l'Europe souvent dans une posture réactive.
En réponse, l'Europe réduit prudemment mais délibérément sa dépendance vis-à-vis des États-Unis. L'autonomie stratégique n'est plus un slogan, mais une orientation politique. Les investissements dans la défense, la souveraineté numérique et la stratégie industrielle reflètent un continent qui se prépare à une plus grande autonomie.
Pendant ce temps, la Chine et la Russie profitent de la désunion occidentale pour progresser avec acharnement dans des domaines comme l'intelligence artificielle. Tandis que les États-Unis et l'UE débattent d'éthique et de coordination, leurs concurrents géopolitiques imposent le rythme et les normes.
Les négociations commerciales mettent encore davantage en évidence ce décalage. Les discussions transatlantiques restent centrées sur des secteurs obsolètes, tandis que l'économie réelle se tourne vers les industries numériques, vertes et de haute technologie. Ce décalage entre discours et réalité affaiblit le potentiel de coopération économique.
Des problèmes plus profonds résident également dans les barrières non tarifaires, qui reflètent non seulement des différences techniques, mais aussi des cultures politiques divergentes. Les surmonter ne se limite pas à des ajustements réglementaires : il faut une volonté politique.
Pour les États-Unis, un autre défi consiste à accepter des compromis économiques. Certains secteurs ne peuvent plus être compétitifs à grande échelle sur le plan national. La résilience stratégique implique de mieux financer certains domaines tout en investissant dans l'innovation et la production à forte valeur ajoutée.
Par-dessus tout, les deux parties ont besoin de moins de symbolisme et de plus de coordination. La véritable force transatlantique ne viendra pas des sommets et des déclarations, mais de la collaboration quotidienne – entre agences, industries et institutions.
Cela dit, l'Europe a prouvé sa capacité à réagir rapidement en cas de crise. De la reprise post-COVID-19 à la diversification énergétique après l'invasion russe de l'Ukraine, l'UE a fait preuve de résilience et d'adaptabilité. La question est de savoir si elle peut institutionnaliser cette agilité dans une stratégie plus pérenne.
Le lien transatlantique perdure, mais il doit évoluer. Le réalisme, et non la nostalgie, doit guider la prochaine phase de coopération. Sans cela, l'alliance risque de devenir une illusion confortable plutôt qu'une force dynamique dans un monde en mutation ». (Paulius Kuncinas)
Remarque : la souveraineté énergétique - et la sécurité énergétique – sont malgré tout loin d'être acquises :



12:47 PM · 9 juil. 2025 · **17,1 k** vues

• L’éditorial de Gita Bhatt dans « Finances et Développement » (FMI) de juin 2025

« Peu d'endroits égalent l'Union européenne en termes de qualité de vie. Ses travailleurs bénéficient de plus de congés que dans de nombreuses autres régions, et pourtant leur niveau de vie est parmi les plus élevés. Ses valeurs fondamentales de solidarité s'incarnent dans des contrats sociaux qui garantissent que l'État prendra soin de ceux qui en ont besoin.

Pourtant, l'UE a récemment perdu confiance dans son modèle économique. Plus riche que la Chine et plus peuplée que les États-Unis, elle accuse un retard de croissance et a reculé en matière d'innovation technologique depuis la crise financière mondiale. L'écart de croissance se creuse avec la contraction de la main-d'œuvre du continent, la stagnation de la productivité et l'intensification des tensions commerciales. Et aujourd'hui, les gouvernements s'efforcent d'augmenter leurs dépenses de défense afin de moins dépendre des États-Unis pour leur sécurité.

L'UE peut-elle se mobiliser pour relever les défis d'une nouvelle ère marquée par des mutations géopolitiques rapides et une incertitude politique ? Dans ce numéro de Finance & Développement, nous examinons cette question en profondeur. Alfred Kammer, directeur du département Europe du FMI, soutient dans notre article principal que les arguments en faveur d'une union économique plus étroite sont plus convaincants que jamais. Un marché unique plus fort pourrait contribuer à la fois à une croissance plus rapide et à une plus grande sécurité, écrit-il.

Ce qui doit être fait n'est un secret pour personne. L'Europe dispose d'une feuille de route, établie dans les rapports des anciens Premiers ministres italiens Mario Draghi et Enrico Letta. Tous deux se concentrent sur la manière de rendre l'UE plus compétitive et productive. Les principales priorités comprennent la stimulation de l'innovation, le soutien aux entreprises et le renforcement de la sécurité économique en consolidant des marchés fragmentés, notamment dans les domaines de la défense, de l'énergie, des télécommunications et de la finance. Et pourtant, se demande Simon Nixon, les États membres parviendront-ils à surmonter leur méfiance les uns envers les autres et envers les institutions européennes ?

L'absence d'un marché financier unifié est l'un des obstacles, selon Ravi Balakrishnan et Mahmood Pradhan. Un marché unique des capitaux n'entraînera une augmentation de l'épargne que si l'Europe parachève également son union bancaire, et l'investissement n'augmentera que si les entreprises anticipent des rendements plus élevés. Cela nécessite à son tour une fragmentation beaucoup moins importante, moins de bureaucratie et une réglementation plus uniforme dans toute l'Union.

La première économie européenne illustre ce malaise. L'économie allemande a à peine progressé depuis 2019, tandis que les États-Unis ont connu une croissance douze fois supérieure, et trois fois supérieure à celle de la zone euro. Pour rattraper leur retard, les dirigeants allemands ont déjà réformé le « frein à l'endettement », un plafond constitutionnel sur l'emprunt public, et doivent désormais ouvrir l'économie aux investissements d'avenir et surmonter les pénuries chroniques de main-d'œuvre, affirment Claudia Schaffranka et Ulrike Malmandier.

Malgré une stagnation générale, certaines économies affichent une plus grande vitalité. La transformation économique réussie de la Pologne peut inspirer le continent aujourd'hui, affirme son ministre des Finances, Andrzej Domański. Une restructuration radicale a fait de la Grèce, sortie d'une crise de la dette il n'y a pas si longtemps, l'une des économies européennes à la croissance la plus rapide, écrit l'ancien ministre des Finances Konstantinos Hatzidakis. Et l'Espagne a trouvé le juste milieu entre forte croissance et progrès social grâce à des finances publiques viables, selon son ministre des Finances, Carlos Cuerpo.

Un dossier spécial de ce numéro de F&D examine les implications politiques de la baisse de la fécondité et de l'allongement de la longévité. La gestion de la diminution du nombre de travailleurs par rapport aux retraités est une préoccupation dans de nombreuses régions du monde, mais particulièrement en Europe.

Les Européens savent que le moment est venu de relancer leur puissance économique. Ils savent qu'ils doivent s'unir pour façonner l'économie mondiale actuelle, plutôt que de se laisser façonner par elle. Et ils peuvent y parvenir en restant fidèles à leurs valeurs ».

• 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.

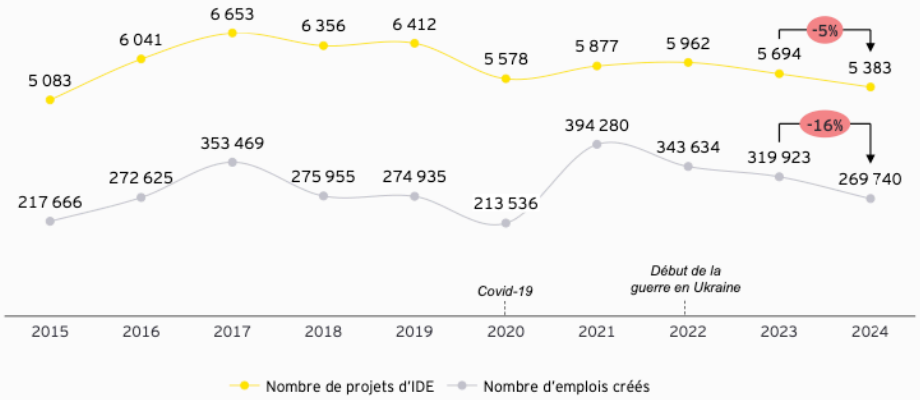
Faible croissance économique en Europe
+0,7 % en zone euro vs. +2,8 % aux Etats-Unis et +5 % en Chine

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

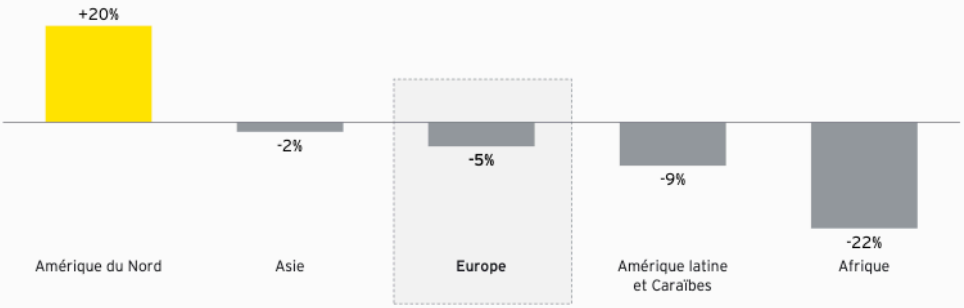
Nombre de projets d'investissements étrangers annoncés en Europe (UE27 + 18 autres pays de l'espace européen) **entre 2015 et 2024 et nombre d'emplois créés**



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

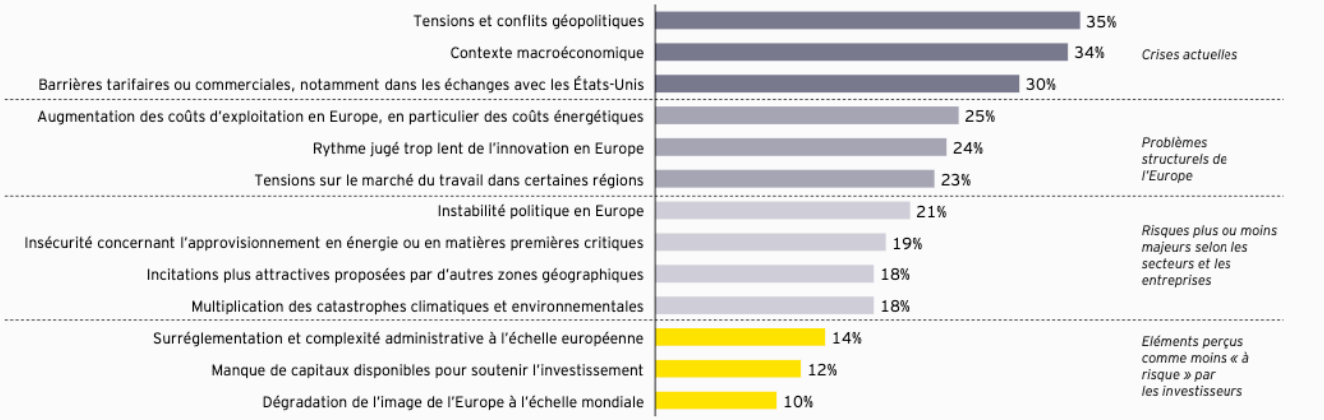


Note : des méthodologies différentes de celles du *EY European Investment Monitor* peuvent être utilisée pour le recensement des projets d'investissements internationaux. Ainsi, celle de la Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement (CNUCED) ne prend pas en compte les projets d'extensions 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 %).

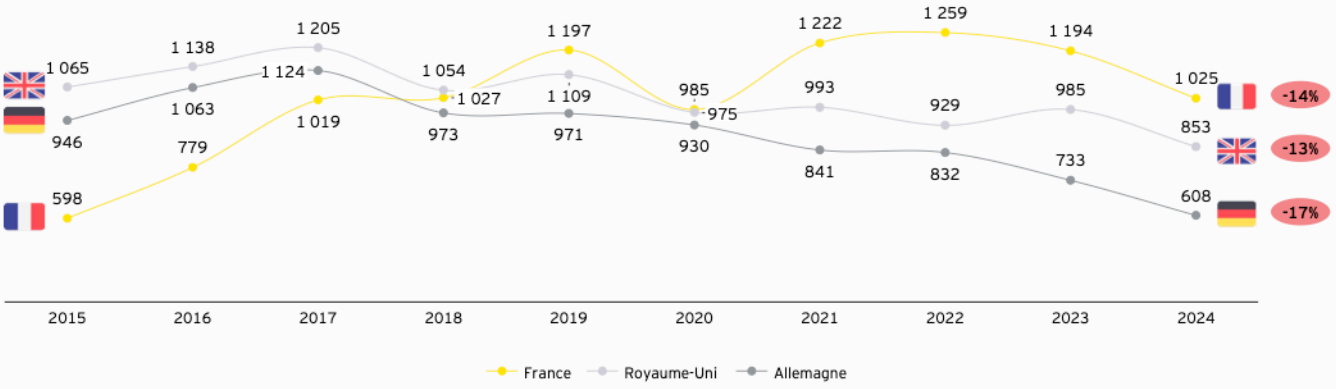
Quels sont les trois principaux risques pour l'attractivité de l'Europe au cours des trois prochaines années ?



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

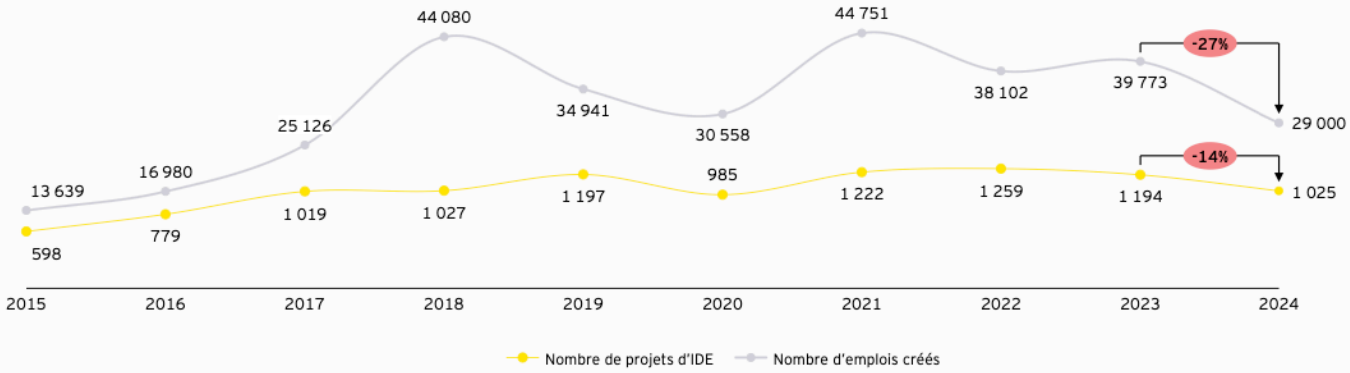
En 2024, les trois principales économies européennes concentrent encore près de 50 % des investissements étrangers en Europe. Toutefois, à l'image de l'Hexagone (-14 % vs. 2023), face à des difficultés économiques et à des contextes politiques complexes (convocation d'élections anticipées outre-Manche, 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



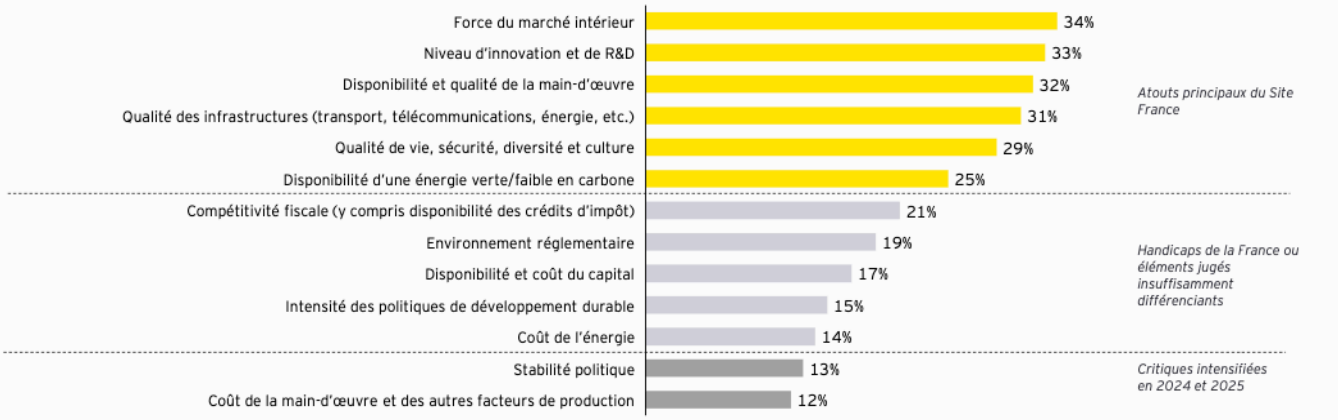
Dans une Europe à la peine, en panne de croissance et heurtée par les chocs, le nombre d'implantations et d'extensions étrangères en France recule de 14 % par rapport à 2023. L'impact sur l'emploi est encore plus significatif : en 2024, les créations de postes générées par les IDE ont chuté de 27 %. 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'HCOB Indice PMI Composite pour la zone euro du 4 juin

Points clés :

Indice PMI HCOB composite de l'activité globale dans la zone euro : 50,2 (50,4 en avril). Plus bas de 3 mois. Indice PMI HCOB de l'activité de services dans la zone euro : 49,7 (50,1 en avril). Plus bas de 6 mois.

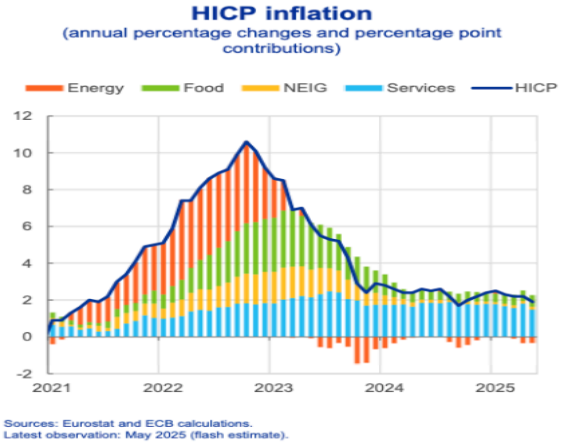
Très faible croissance de l'activité, sur fond de dégradation continue de la demande

Commentaire du Dr. Cyrus de la Rubia, Chef économiste à la Hamburg Commercial Bank ::
« L'économie de la zone euro a progressé pour un cinquième mois consécutif en mai. Cette période de croissance n'est toutefois pas aussi encourageante qu'il n'y paraît, l'indice PMI HCOB ne s'étant établi, à 50,2, que très marginalement au-dessus de la barre du 50,0 du sans changement et s'étant en outre légèrement replié par rapport au mois d'avril. Cette faiblesse de la croissance de la région s'explique par une légère contraction de l'activité dans le secteur des services tandis que le secteur manufacturier a enregistré une nouvelle expansion modérée, d'ampleur similaire à celle observée en avril. Pour le reste de l'année, de nouvelles baisses des taux directeurs de la Banque centrale européenne et des mesures de relance budgétaire, en particulier de la part de l'Allemagne, devraient, selon nous, suffire à compenser les effets négatifs de la hausse des droits de douane et du climat d'incertitude croissante.
Les données PMI sur les prix ne permettront pas de rassurer totalement la BCE. En effet, dans le secteur des services, où l'évolution des prix est suivie de près par l'institution, l'inflation des prix facturés a de nouveau marqué le pas tandis que celle des prix payés, déjà élevée, s'est accélérée en mai. Cela n'empêchera probablement pas la Banque centrale d'abaisser de nouveau ses taux directeurs lors de sa réunion du 5 juin, encouragée notamment par un léger recul des prix dans le secteur manufacturier, plus marqué en outre que celui déjà observé le mois dernier.
Les performances des pays du sud de la région permettent actuellement au secteur des services de la zone euro d'éviter une contraction économique. La forte croissance du secteur des services italien et le maintien de l'expansion de l'activité des prestataires de services espagnols (ce malgré un ralentissement) permettent de compenser la faible baisse de l'activité enregistrée en France ainsi qu'une contraction relativement élevée en Allemagne. Les prestataires de services allemands devraient toutefois bientôt profiter des retombées positives des politiques budgétaires expansionnistes de leur gouvernement, et si l'Espagne et l'Italie parviennent à maintenir leur rythme de croissance actuel, une reprise du secteur est tout à fait envisageable en 2025. La confiance des entreprises quant à une croissance de leur activité dans l'année à venir s'est d'ailleurs quelque peu renforcée en mai, le degré d'optimisme demeurant toutefois faible au regard de sa moyenne historique. »

• L'HCOB Indice PMI Composite pour la zone euro du 23 juin

Points clés :
L'indice PMI Flash composite HCOB de l'activité globale dans la zone euro s'inscrit à 50,2 (50,2 en mai). Taux de croissance inchangé.
L'indice PMI Flash HCOB de l'activité de services dans la zone euro se redresse à 50,0 (49,7 en mai). Plus haut de 2 mois.
L'indice PMI Flash HCOB de la production manufacturière dans la zone euro se replie à 51,0 (51,5 en mai). Plus bas de trois mois.
L'indice PMI Flash HCOB de l'industrie manufacturière dans la zone euro s'inscrit à 49,4 (49,4 en mai). Taux de contraction inchangé.
Données recueillies du 12 au 19 juin
Commentaire du Dr. Cyrus de la Rubia, Chef économiste à Hamburg Commercial Bank :
« L'économie de la zone euro reste marquée par un manque de dynamisme, la croissance n'affichant, depuis six mois, qu'un rythme marginal. L'activité stagne dans le secteur des services tandis que la production n'augmente que très légèrement dans le secteur manufacturier. Si la situation semble s'améliorer en Allemagne, la France peine, en revanche, à retrouver un certain élan. On ne peut guère espérer la poursuite, au deuxième semestre, du regain d'expansion mis en évidence au premier trimestre par les données officielles relatives au PIB (+ 0,6 %), lequel reflétait par ailleurs des circonstances exceptionnelles, telles qu'un rebond inattendu de la croissance irlandaise. Des avancées positives sont toutefois à signaler, les perspectives d'activité à douze mois s'étant en effet améliorées tandis que l'emploi a continué de progresser au cours du mois.
Les délais de livraison des fournisseurs se sont allongés en juin. Compte tenu de la faiblesse actuelle des nouvelles commandes et du rythme seulement modéré de la croissance de la production, cette tendance pourrait être liée, entre autres, aux nouvelles crises géopolitiques et aux aléas de la politique des États-Unis en matière de droits de douane, deux facteurs rendant la gestion des chaînes d'approvisionnement

plus difficile. Dans l'ensemble toutefois, l'indice des délais de livraison n'indique que des perturbations limitées, suggérant que la plupart des entreprises s'adaptent relativement bien au climat d'incertitude.
L'évolution des prix dans le secteur des services devrait rester quelque peu préoccupante pour la BCE, les entreprises demeurant en effet confrontées, dans ce secteur, à une importante hausse de leurs coûts et ayant augmenté leurs tarifs à un rythme légèrement plus marqué qu'en mai. Cette accélération de l'inflation est cependant en partie compensée par un environnement déflationniste dans le secteur manufacturier, lequel reflète toutefois le poids important du niveau actuel des prix de l'énergie. Si ces derniers ont en effet récemment suivi une tendance baissière, ils sont toutefois nettement repartis à la hausse depuis le début du conflit Israël-Iran, un évènement qui n'a été que partiellement couvert par la dernière période d'enquête. Dans l'ensemble cependant, la BCE devrait rester relativement sereine, l'appréciation de l'euro et l'effet déflationniste des droits de douane américains limitant le risque d'une hausse de l'inflation à court terme. »
Remarques :
• À propos de l'inflation, le schéma ci-après en montre l'évolution et on constate qu'elle est tombée sous le seuil des 2% :



• Comme le note Olivier Klein dans Les Echos du 7 juillet, « Les perspectives de croissance de la zone euro demeurent modestes : entre 1 % et 1,4 % selon les estimations, avec quelques pays affichant une performance légèrement supérieure aux attentes. Ainsi, les taux d'intérêt actuels de la BCE, après de nombreuses baisses, ne paraissent au total pas restrictifs. Ils s'inscrivent actuellement dans une zone neutre, voire légèrement accommodante. [De plus], les incertitudes qui pèsent sur l'économie européenne restent nombreuses. Entre autres, l'évolution des prix des matières premières, comme des terres rares, reste très sensible aux évolutions géopolitiques peu anticipables. L'effet sur les prix de la relance allemande est peu prévisible. Il dépend de l'intensité de son déploiement et de son impact sur l'offre. Le futur niveau des droits de douane est pour le moins incertain et ils peuvent ralentir la croissance en perturbant les chaînes de valeur mondiales, mais aussi contribuer à la hausse des prix via un renchérissement des importations. Les modèles économiques peinent à produire des résultats convergents. Dans un tel environnement, la BCE a raison de suivre une approche dite « data driven », strictement fondée sur les données au fur et à mesure de leur disponibilité, sans orientation directionnelle ».

• 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.

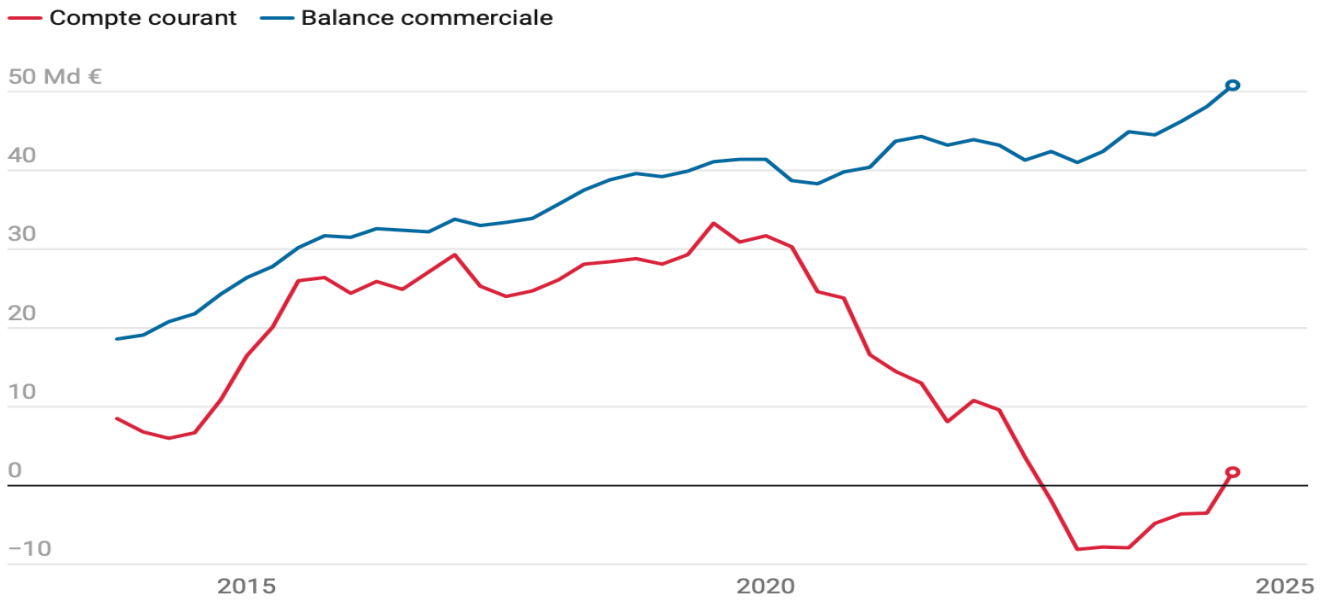
Cette approche coercitive des États-Unis a une limite fondamentale : les stratégies alternatives des Européens — par exemple le développement de leur propre souveraineté en matière de défense — pourraient devenir économiquement attrayantes si le coût de la relation transatlantique devenait trop élevé. 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.

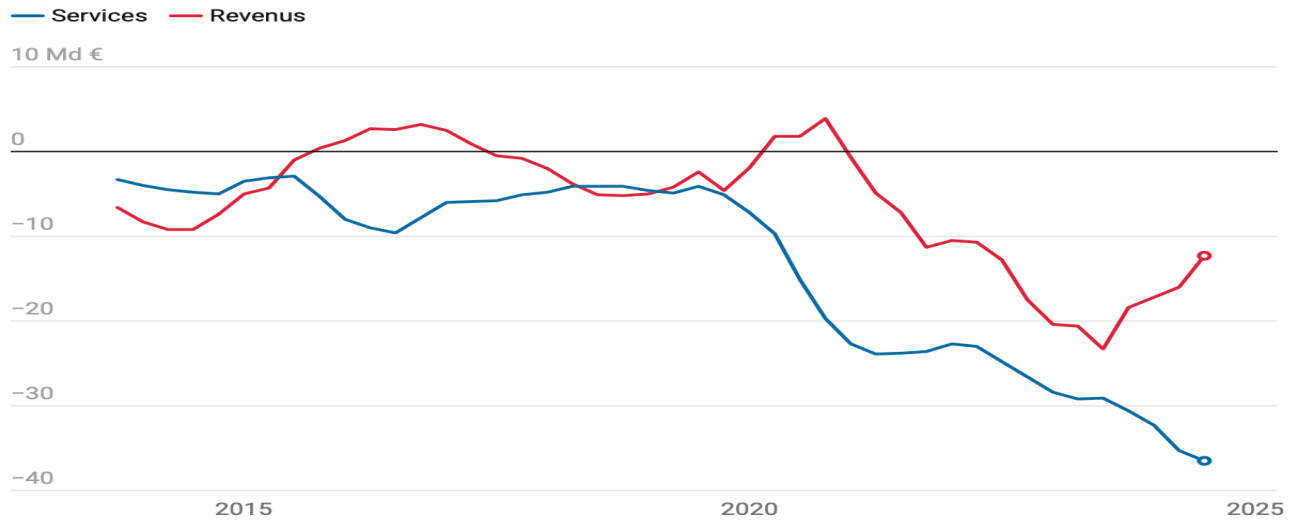
Toutefois, cet important déficit commercial américain — environ 200 milliards d'euros cumulés au cours des quatre trimestres allant jusqu'au troisième trimestre 2024, le dernier point de données disponible si l'on utilise les données européennes et non américaines — ne s'accompagne pas d'un déficit équivalent 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.

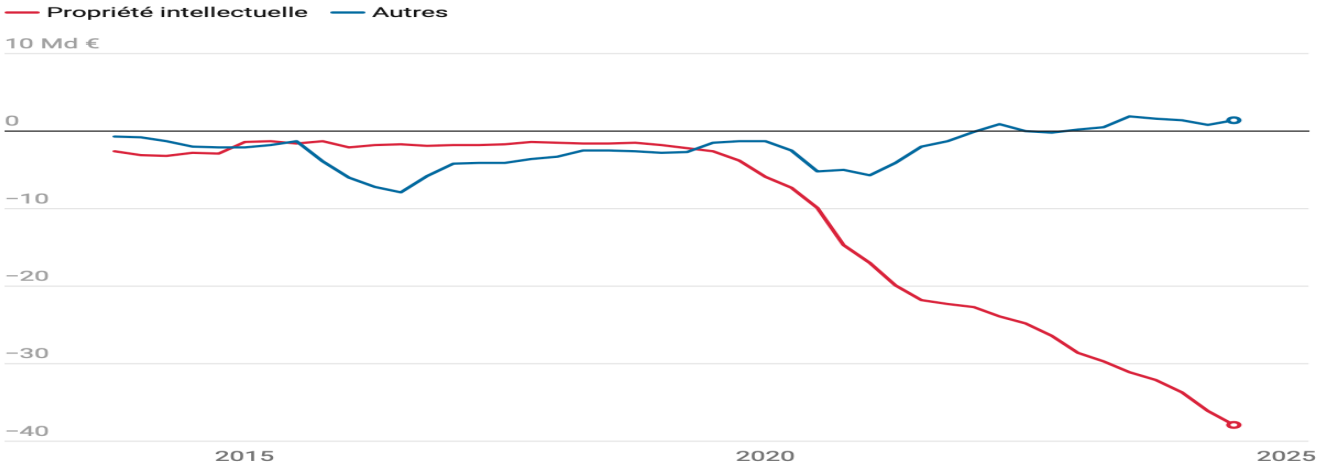
Graphique: Le Grand Continent • Source: Banque centrale europ€enne, AXA IM Research

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

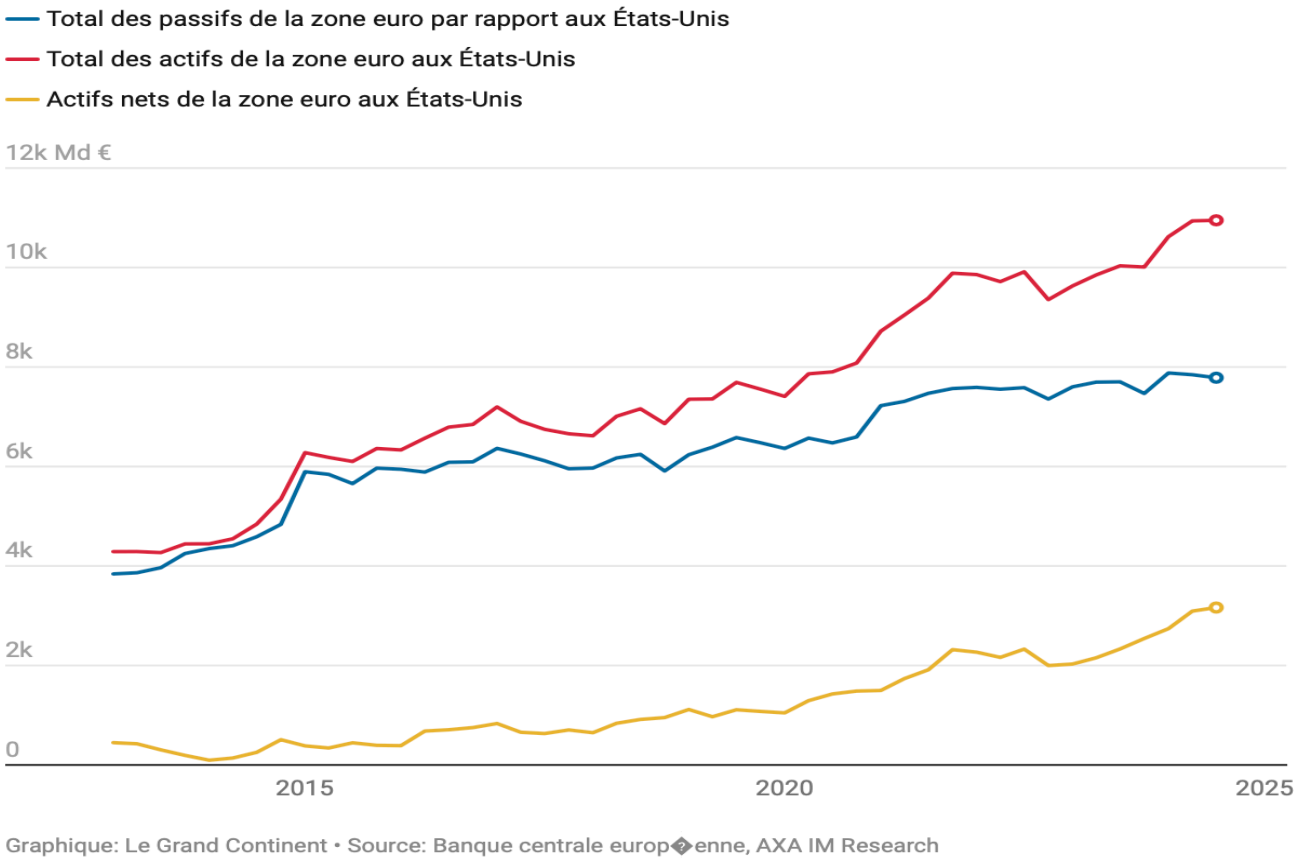
En résumé, l'Europe vend des "biens physiques" de la vieille école aux États-Unis et achète en échange des "biens dématérialisés" aux États-Unis, d'une manière essentiellement équilibrée. Pour être plus concret et bien sûr caricatural : pendant la journée, les Européens fabriquent des voitures pour le 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.

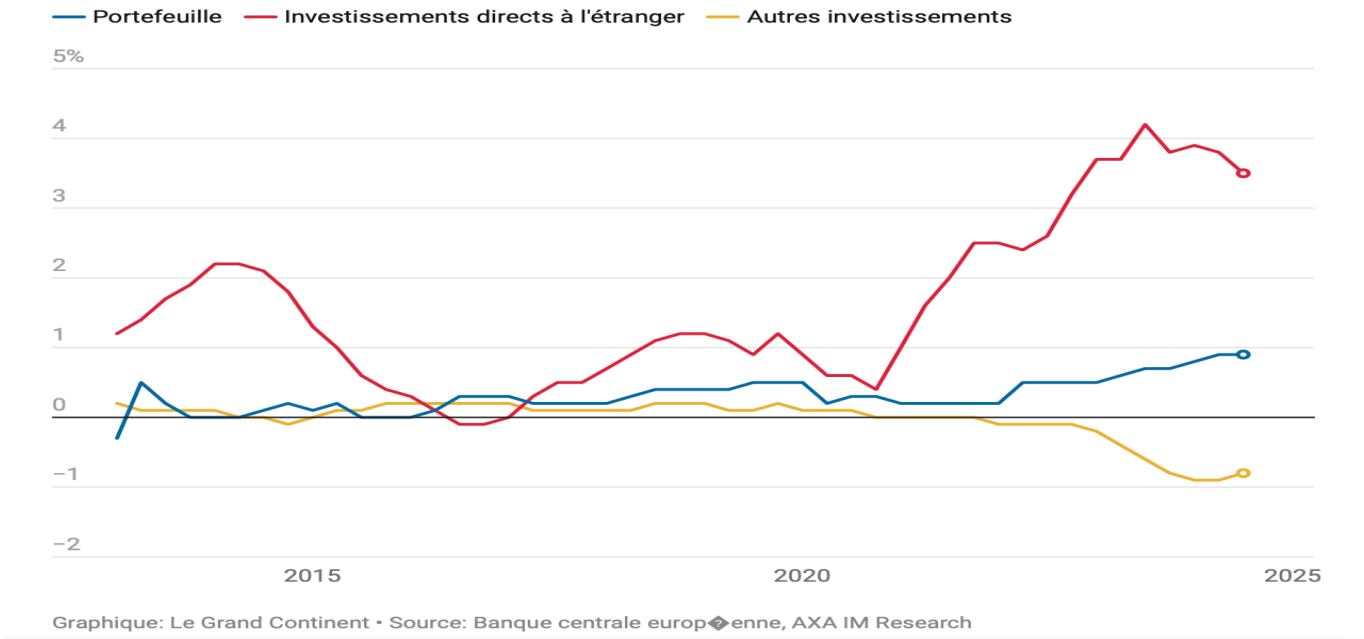
Passons maintenant aux *échanges de revenus*. Paradoxalement, compte tenu de leur déficit dans la balance bilatérale des revenus, les Européens tirent moins de profits de leurs immenses investissements financiers dans les actifs américains qu'ils ne paient aux investisseurs américains sur un stock d'investissement 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 europenne, 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.

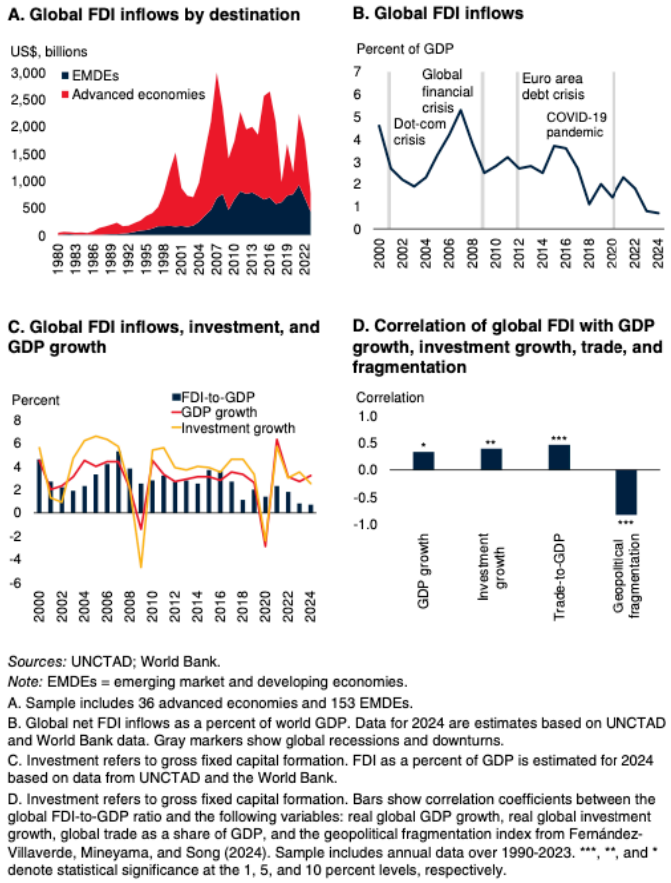


Graphique: Le Grand Continent • Source: Banque centrale europ◆enne, AXA IM Research

Note : Un rapport de la Banque mondiale paru début juin montre que « les flux d'investissement direct étranger (IDE) vers les marchés émergents et les économies en développement (EMDE) ont régulièrement diminué, pour atteindre environ 2 % du PIB au cours des dernières années, soit moins de la moitié de la part du pic de 2008. Cette tendance compromet le développement économique. Les flux d'IDE sont une source de financement essentielle pour catalyser la croissance économique, faciliter la mobilisation des capitaux privés nationaux et créer des emplois. Les flux d'IDE sont particulièrement cruciaux pour les pays à faible revenu (PFR), où les ressources en capital nationales sont rares et les déficits d'infrastructures importants. Dans un EMDE moyen, une augmentation de 10 % des flux nets d'IDE est associée à une augmentation du PIB de 0,3 % après trois ans. Les effets s'élèvent à 0,8 % dans les pays affichant une plus grande ouverture commerciale, des institutions plus solides, un meilleur développement du capital humain et une plus faible informalité. Les flux d'IDE vers les EMDE, composés principalement d'investissements greenfield, sont fortement corrélés à la croissance économique et au commerce international. En raison des tensions commerciales accrues, de l'incertitude politique et des risques macroéconomiques et géopolitiques accrus, les perspectives d'investissement direct étranger (IDE) restent faibles. Les décideurs politiques des pays émergents et en développement doivent accélérer les réformes nationales qui contribueront à attirer les IDE et à amplifier leurs bénéfices. Tous les pays doivent œuvrer à la promotion de la coopération mondiale afin de maintenir un système fondé sur des règles qui favorise les investissements et les flux commerciaux transfrontaliers ».

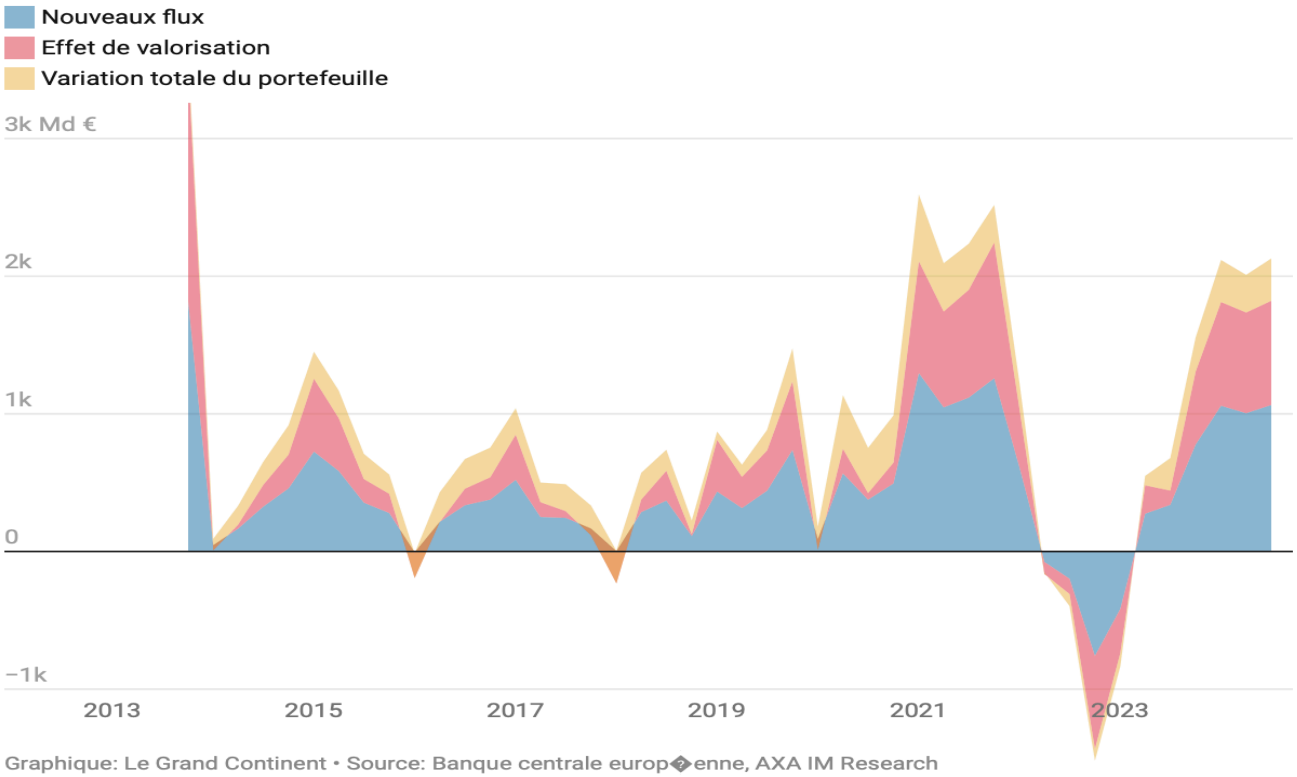
FIGURE 3.1 Global trends in FDI

FDI inflows relative to global GDP have steadily declined, from over 5 percent in 2007 to below 1 percent in 2023 and 2024. Following a rapid rise during 2000-08, FDI inflows to EMDEs relative to GDP have trended down. Historically, global FDI flows have been positively correlated with the growth rates of global output and gross fixed capital formation and, more strongly, with international trade.



Sources: UNCTAD; World Bank.
Note: EMDEs = emerging market and developing economies.
A. Sample includes 36 advanced economies and 153 EMDEs.
B. Global net FDI inflows as a percent of world GDP. Data for 2024 are estimates based on UNCTAD and World Bank data. Gray markers show global recessions and downturns.
C. Investment refers to gross fixed capital formation. FDI as a percent of GDP is estimated for 2024 based on data from UNCTAD and the World Bank.
D. Investment refers to gross fixed capital formation. Bars show correlation coefficients between the global FDI-to-GDP ratio and the following variables: real global GDP growth, real global investment growth, global trade as a share of GDP, and the geopolitical fragmentation index from Fernández-Villaverde, Mineyama, and Song (2024). Sample includes annual data over 1990-2023. ***, **, and * denote statistical significance at the 1, 5, and 10 percent levels, respectively.

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.

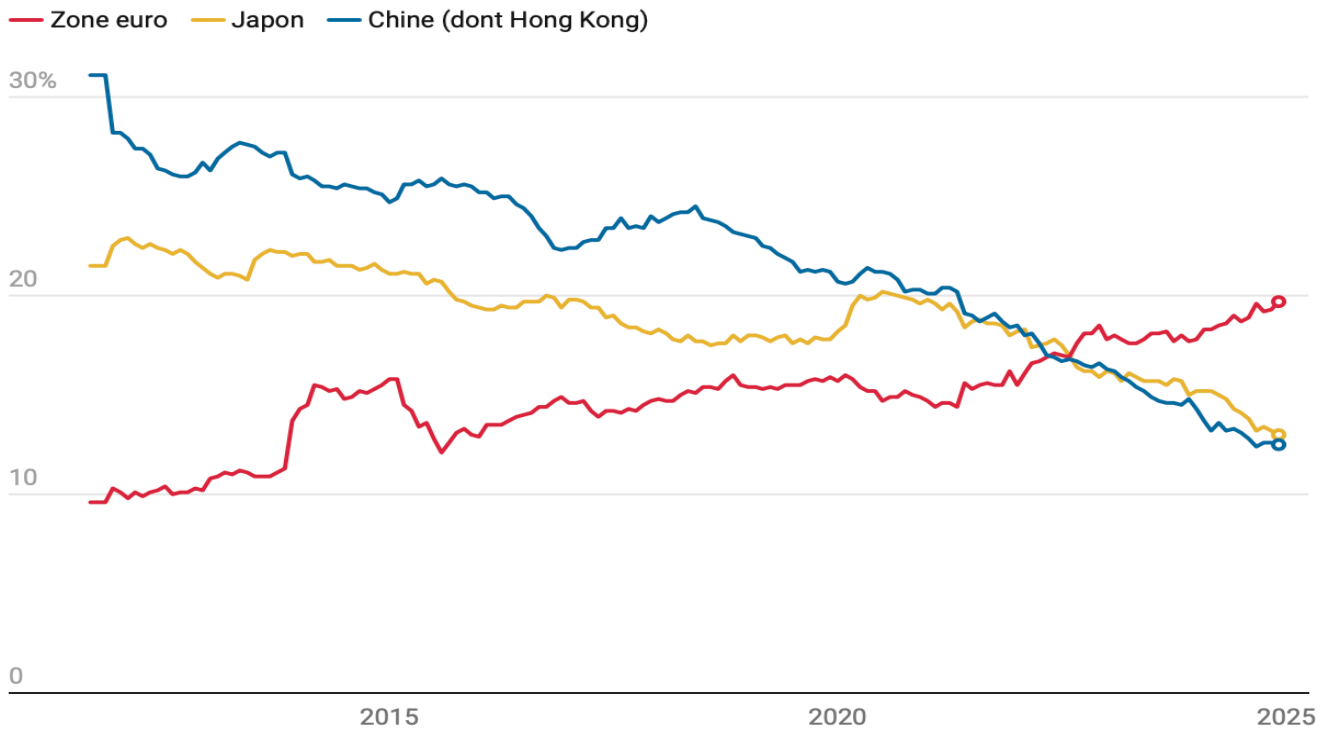
Stephen Miran, nommé président du Conseil des conseillers économiques de la Maison Blanche, a écrit, lorsqu'il travaillait encore dans le secteur privé, un essai très pertinent sur la manière de déformer le système monétaire mondial pour mieux servir les intérêts économiques des États-Unis. Il y évoque 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 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 deviner 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 ? ».

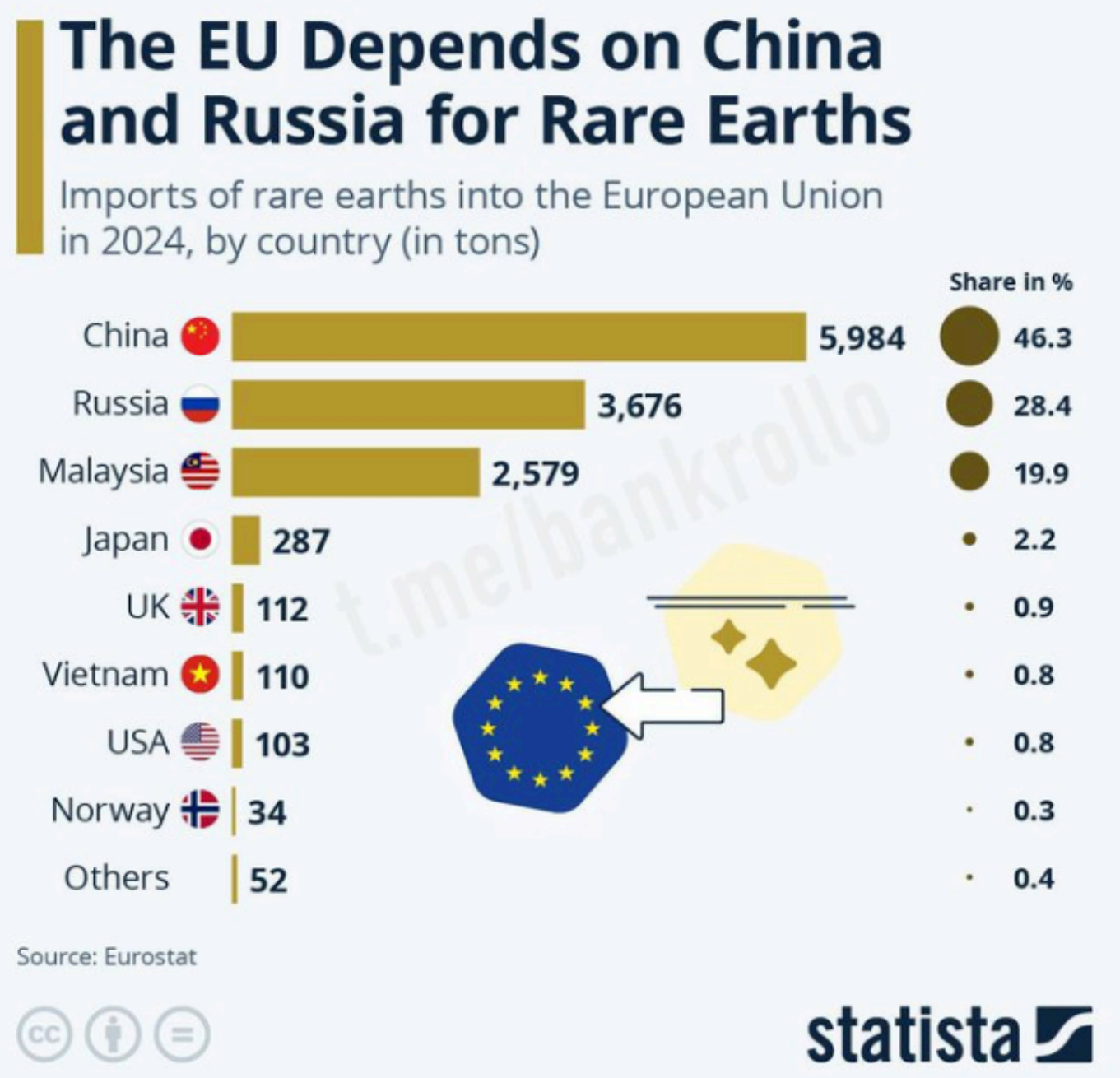
• L'analyse de Nicolas Goetzmann

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 la Chine. 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 ».

Note : comme l’écrit Brian McDonald le 19 juillet, « l'UE dépend totalement pour les terres rares de deux pays qu'elle considère comme des adversaires. En 2024, elle en a importé 46 % de Chine et 28 % de Russie. Cela représente près des trois quarts du total. Bonne chance pour la fabrication d'avions de chasse, de drones, de batteries, etc. si Moscou et Pékin mettent un terme à leurs activités » :



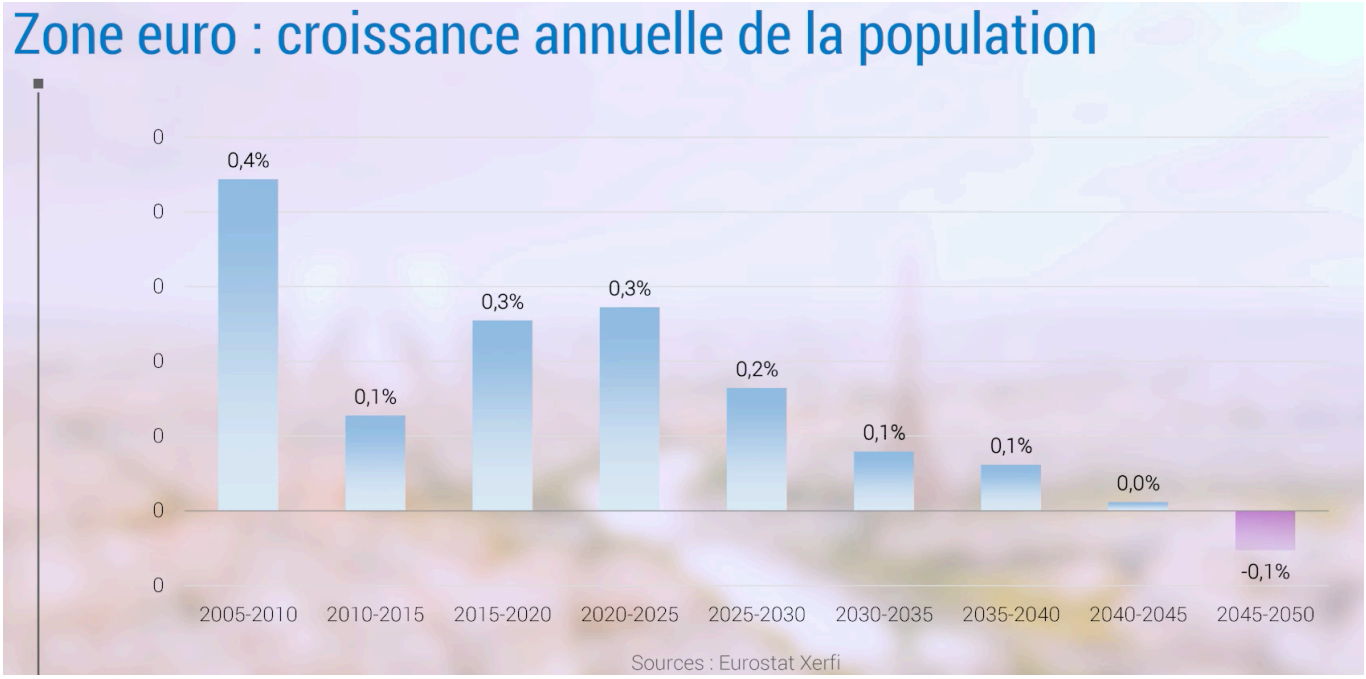
• L’analyse de J.-M. Siroën

dans un entretien donné à Atlantico.fr le 27 avril 2025 :

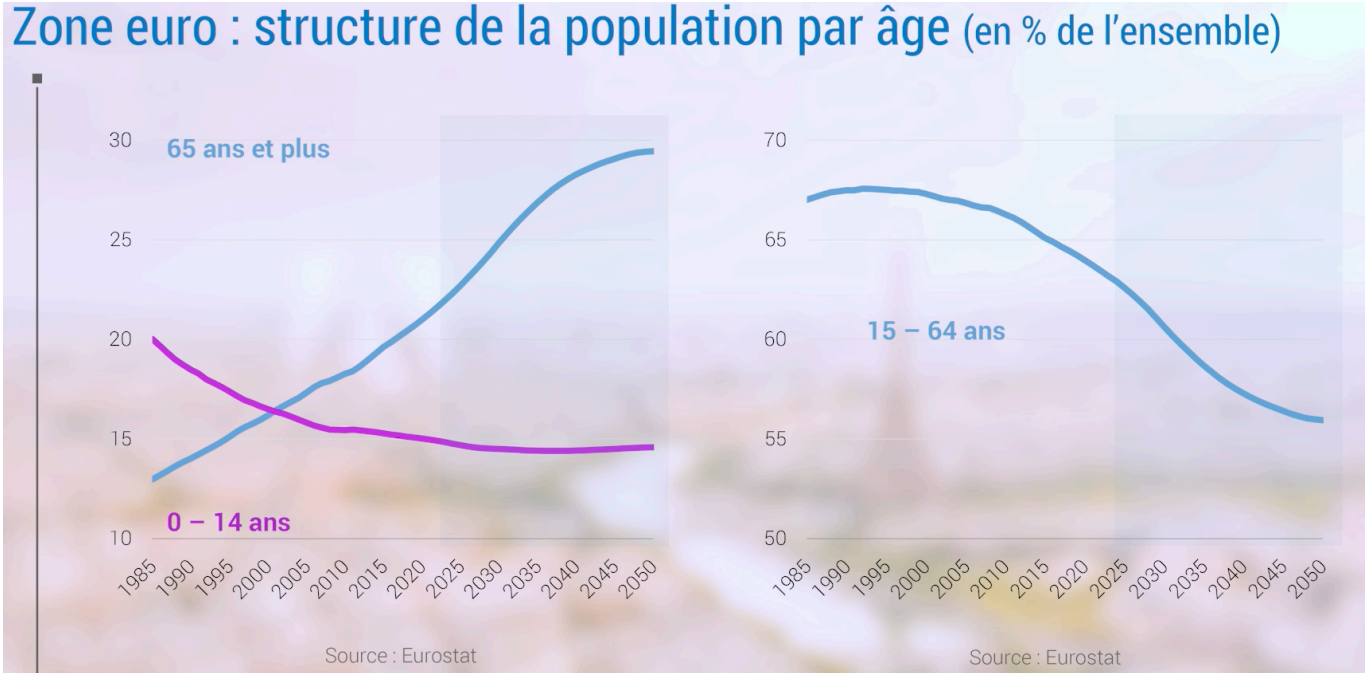
« (…) Si les rapports Draghi et Letta ont montré les faiblesses bien réelles de l’Europe, notamment son retard dans les composants électroniques (malgré le géant néerlandais ASML) et les voitures et batteries électriques (malgré quelques efforts), il n’est pas interdit de souligner quelques avantages 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 ».

• L'analyse d'Alexandre Mirlicourtois

Xerfi Canal, le 7 juillet
« Les changements démographiques ont un impact économique lourd et déstabilisant, et l'Europe traverse actuellement l'un de ces moments. La zone euro est entrée, au tournant des années 2010, dans une phase de décélération de sa population, un phénomène qui devrait se confirmer dans les deux décennies à venir avant de se transformer en léger déclin d'ici 2045-2050.



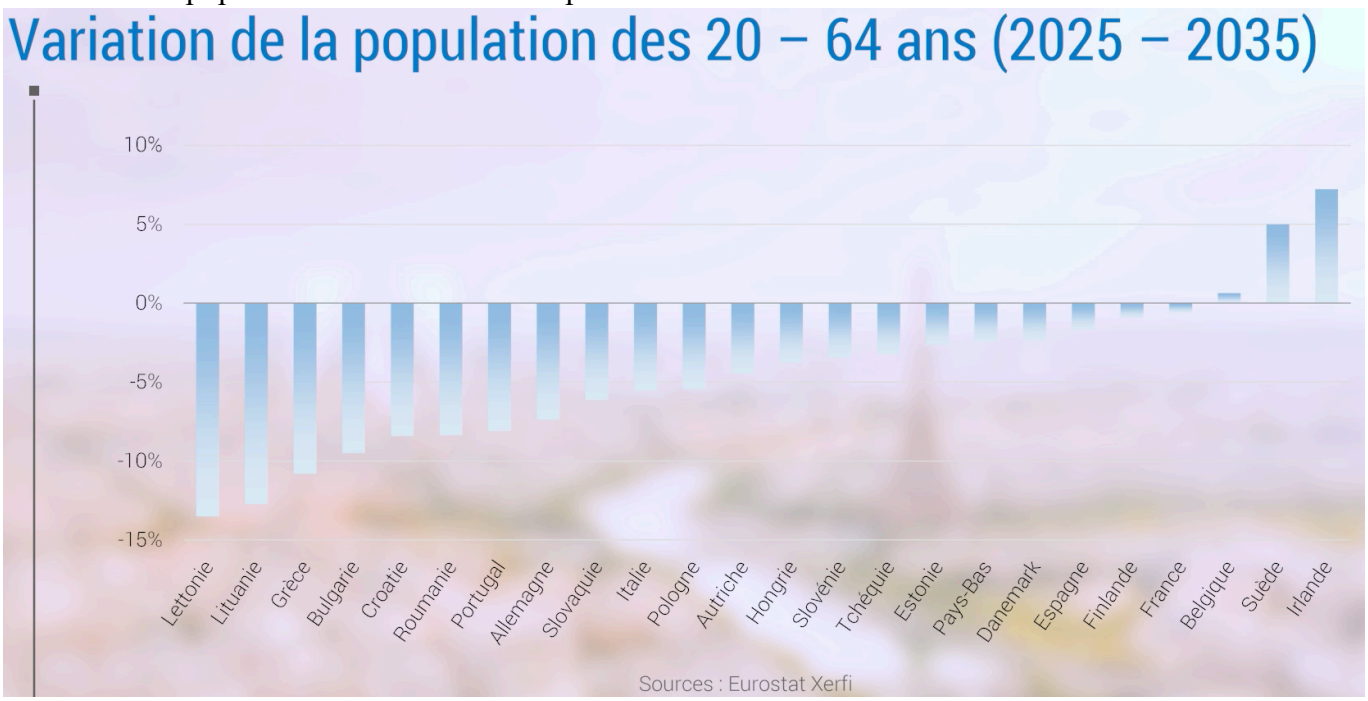
Derrière cette évolution, les fondamentaux de la fécondité qui ne garantissent plus le renouvellement des générations. Cela signifie que le dynamisme du marché européen est fragilisé, et que les entreprises seront de plus en plus incitées à rechercher de nouveaux débouchés en dehors de l'Europe.
Conséquences sur la structure de la consommation
C'est ensuite une zone dont la structure par âge se modifie profondément. C'était attendu. Mais maintenant, elle est dans le dur de cette recomposition : avec une montée accélérée des classes en âge de retraite ; un socle de jeunes en phase d'éducation relativement stable, et, avec, pour pendant, une forte contraction de la part de la population en âge de travailler.



Cette recomposition a des répercussions puissantes sur la structure de la consommation. Avec une montée toujours plus affirmée des besoins liés à la santé et à la dépendance, ou encore des services liés à la personne ; une demande stable en éducation ; et de moindres besoins d'équipement ou encore de construction propre à la population en âge de travailler. Ces tendances, déjà bien amorcées, devraient se renforcer.

Tensions sur le marché du travail et incertitudes économiques

Une autre problématique partagée se dessine pour les pays européens. L'assèchement du réservoir de main-d'œuvre, qui pèsera sur le PIB, et intensifiera les pénuries sur le marché du travail. Ce phénomène entraînera aussi des tensions sur le financement de la dépendance, mais pas seulement entre partenaires aussi. Car, au-delà de cette histoire commune, l'Europe se trouve confrontée à la diversité des situations parmi ses membres. Cette hétérogénéité est particulièrement visible lorsqu'on observe la variation attendue de la population active dans les 10 prochaines années.

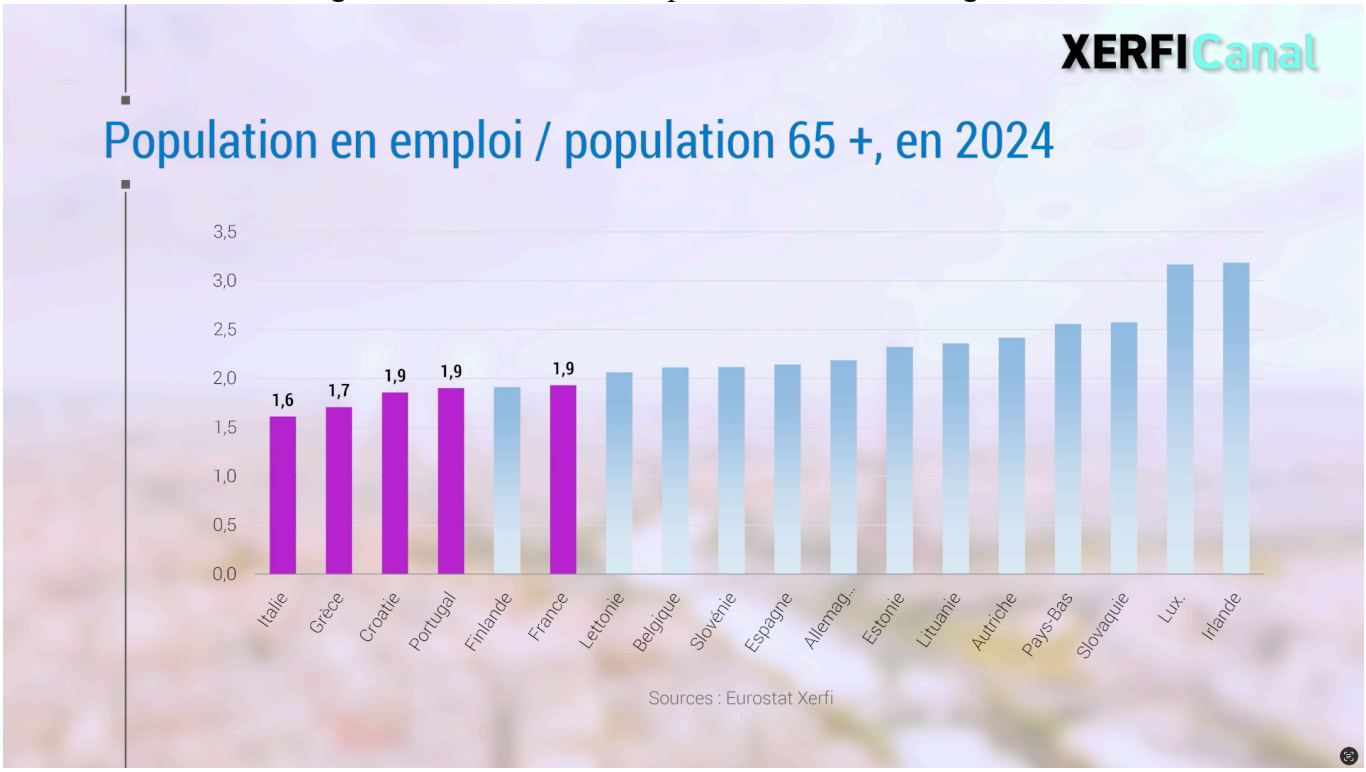


Parmi les résultats les plus sensibles, l'attrition de la main-d'œuvre en Allemagne est aggravée par celle de son hinterland, lieu privilégié de sa sous-traitance. En dehors des pays baltes, le problème est particulièrement aigu dans le Sud de l'Europe, à l'exception de l'Espagne. Seuls la Belgique, la Suède et l'Irlande échappent à cette dynamique, et la France, dans une moindre mesure. Pour le bassin rhénan et le

Sud, la question des pénuries de qualification va devenir essentielle. Cet élément jouera un rôle déterminant dans l'abord de la question migratoire.

Des pays en concurrence pour attirer la main-d'œuvre

Si l'on prête attention maintenant au ratio entre personnes en emploi (les cotisants) et la population senior de plus de 65 ans (les retraités potentiels), qui conditionne largement la solvabilité des systèmes de retraite, là encore l'hétérogénéité est forte ne créant pas le même stress budgétaire.

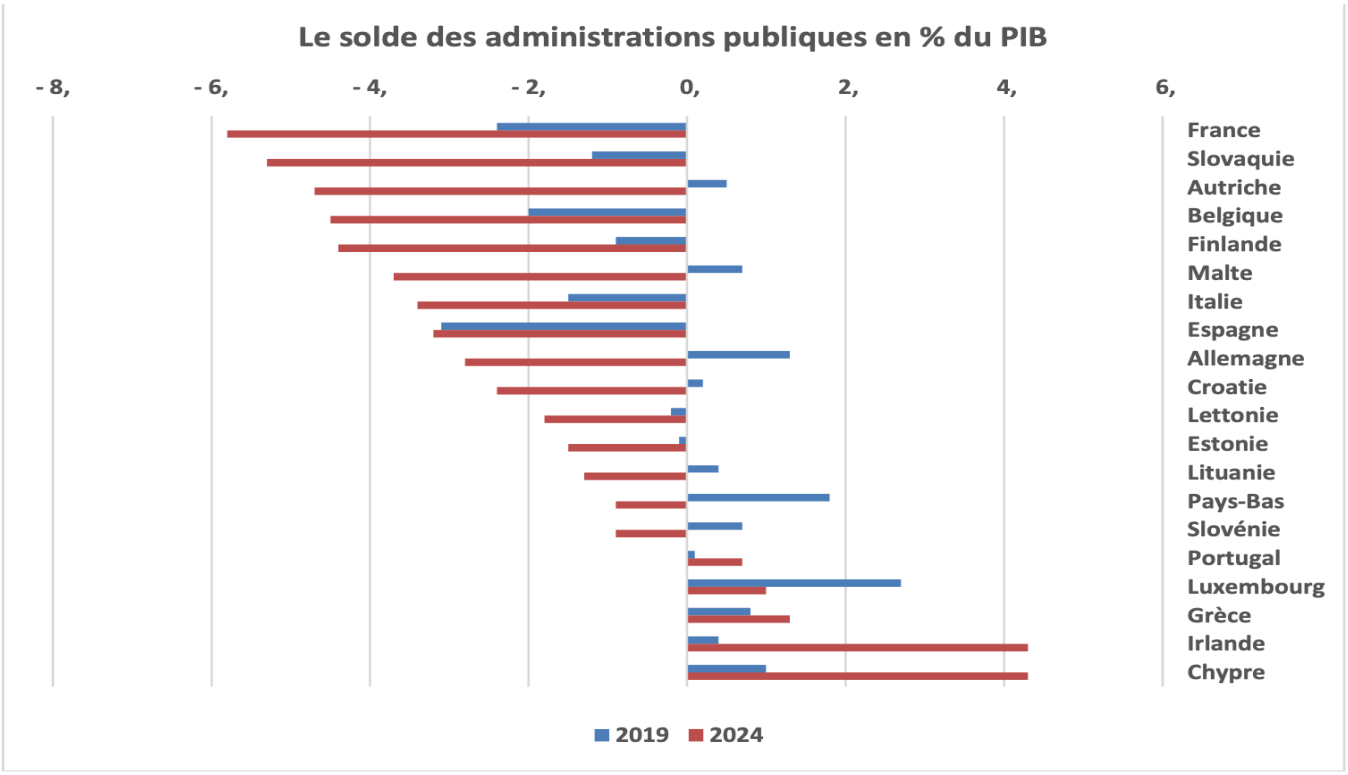


Cet indicateur met en évidence la gravité de la situation dans le Sud de l'Europe, y compris la France. Les pays du Nord et l'Allemagne ont atténué cette contrainte en augmentant leur taux d'emploi. L'augmentation de l'employabilité est donc cruciale pour éviter l'appauvrissement social du Sud, mais aussi des PECO. Cet objectif semble difficilement atteignable dans une Europe sans croissance. Le risque est donc bien de l'ouverture d'un nouveau front de tensions entre partenaires européens : la guerre démographique pour attirer les jeunes talents et la main-d'œuvre. Étonnamment, cette question est totalement absente du débat européen ».

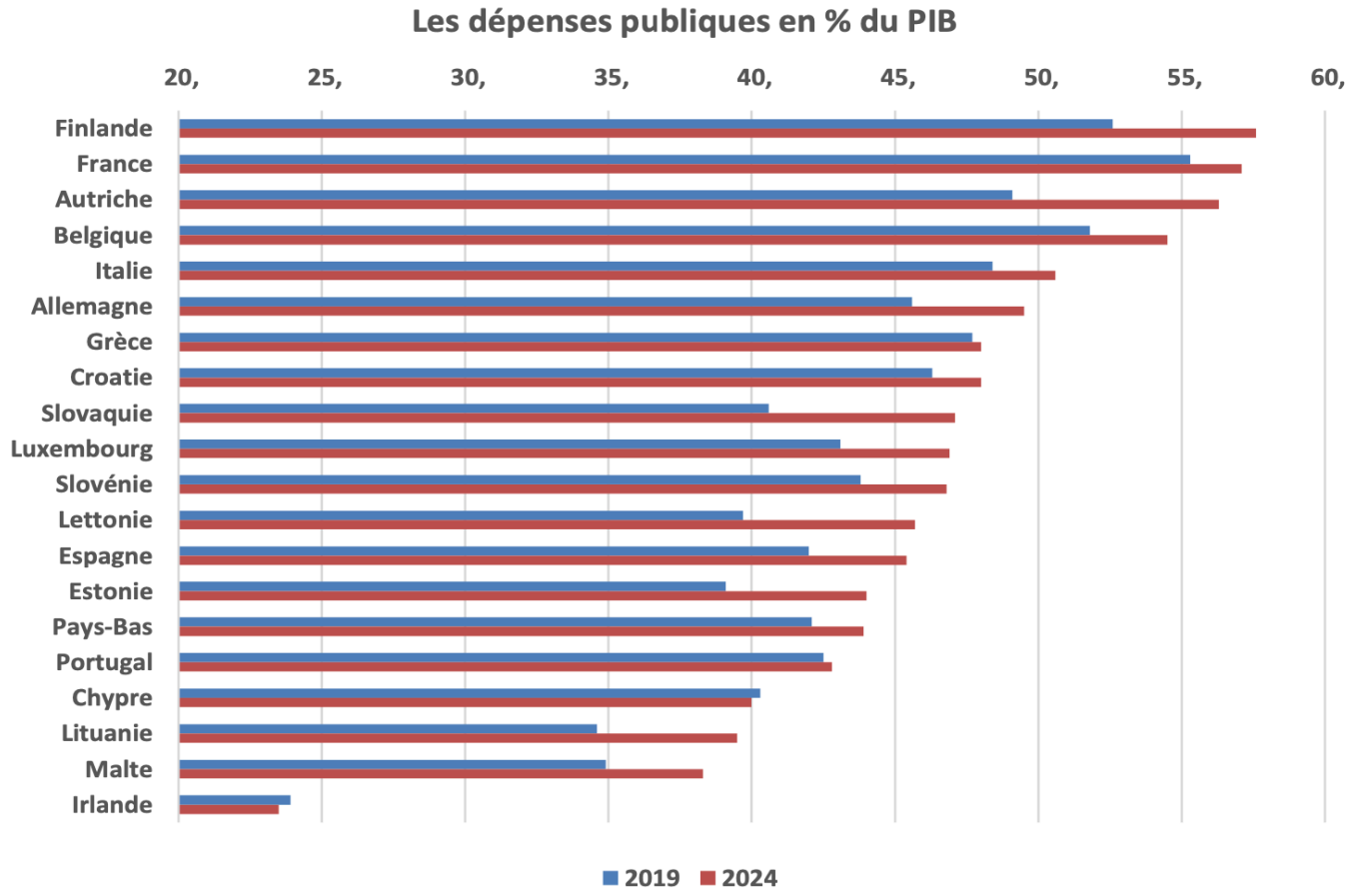
• Une mesure de l'effort budgétaire que doit faire en principe l'UE et comment le financer ?

Remarque préalable sur les finances publiques de la zone euro :

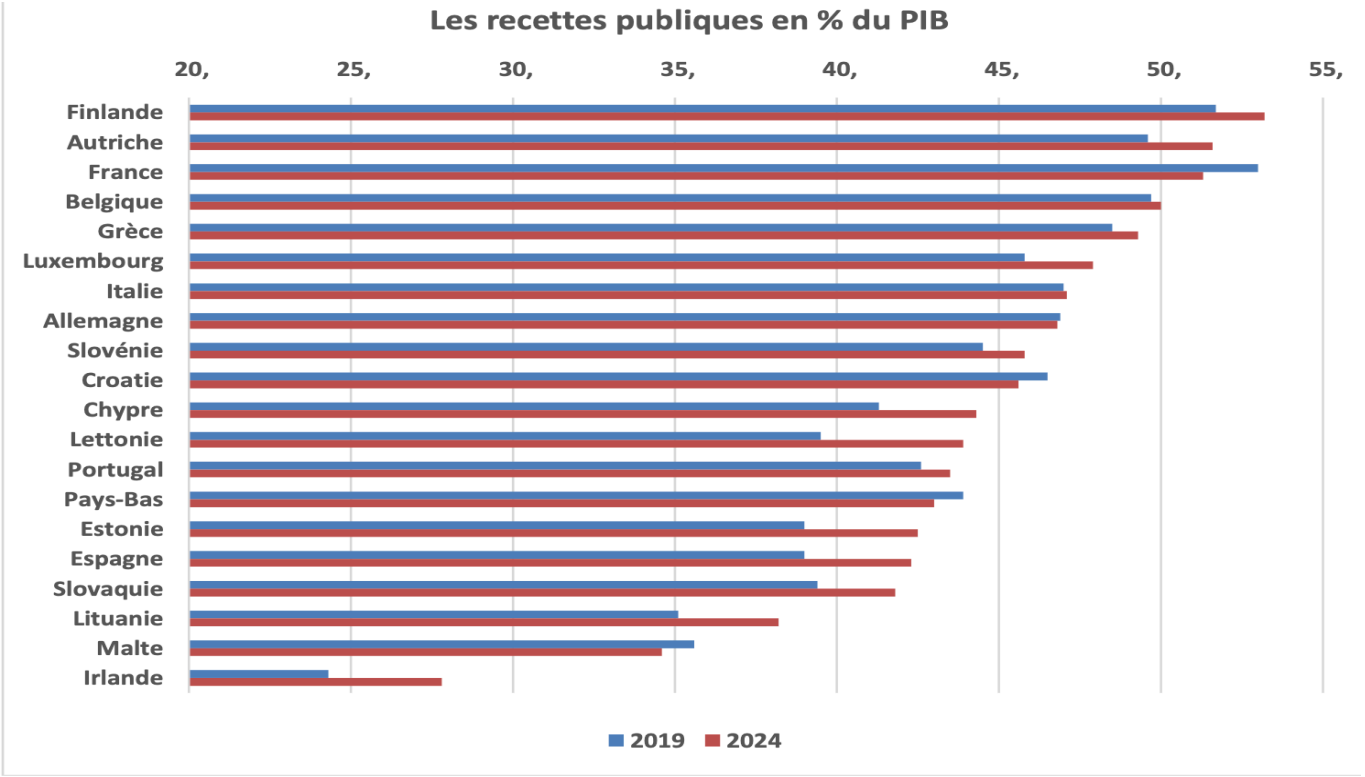
Voir article du 28 avril sur Fipeco, dont nous reproduisons les schémas suivants :



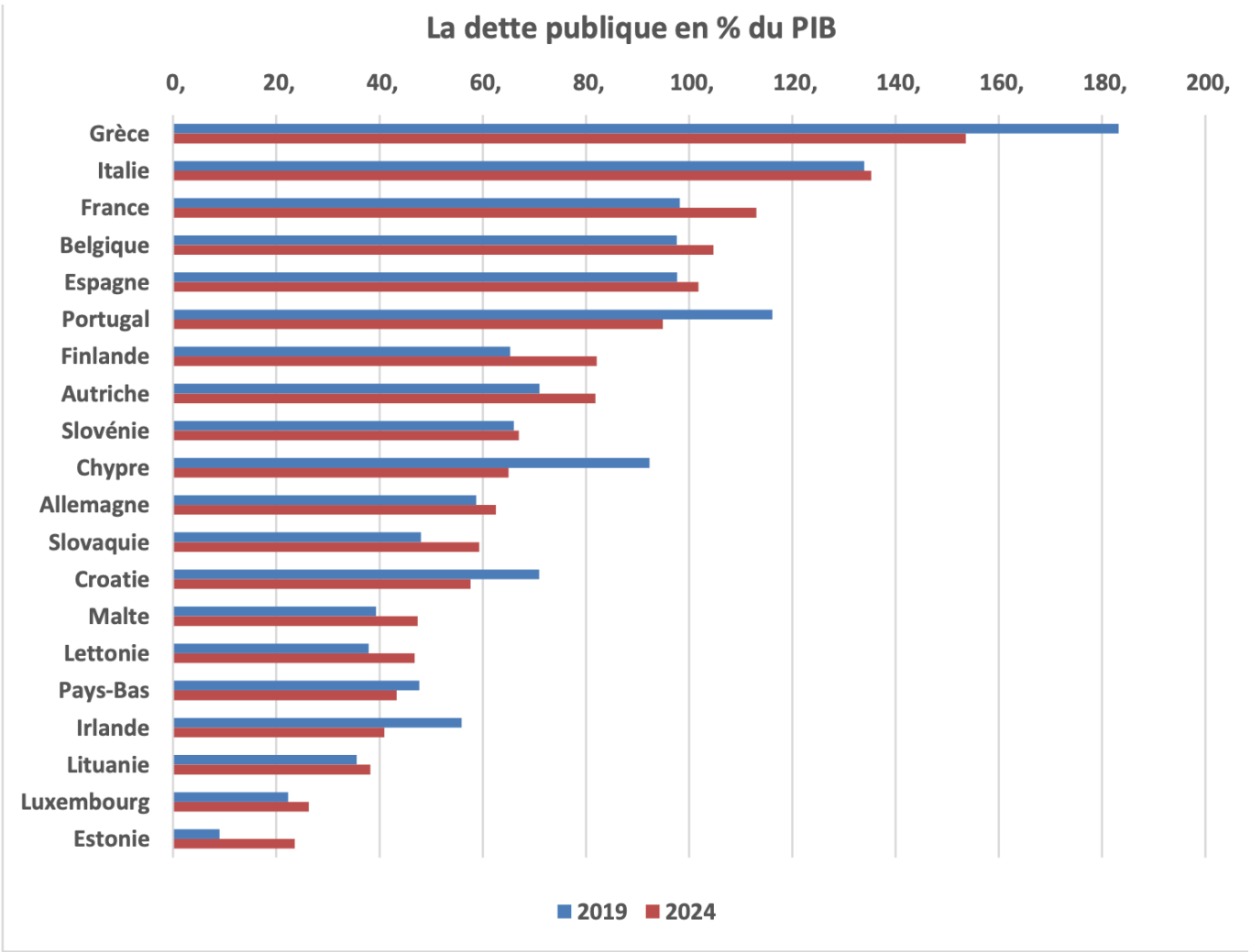
Source : Eurostat ; FIPECO.



Source : Eurostat ; FIPECO.

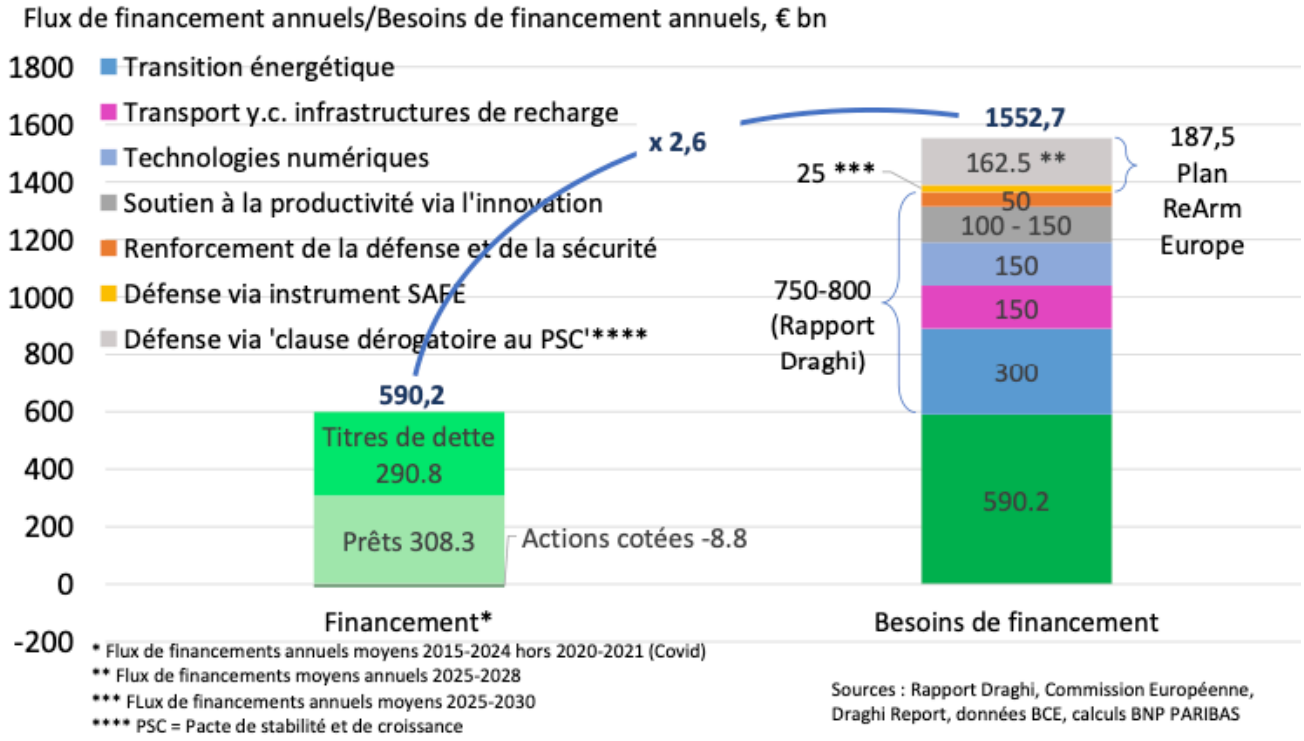


Source : Eurostat ; FIPECO.



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 ».

Note : **discours de Yanis Varoufakis au Parlement européen le 10 juin :**

« Introduction

Il y a un an, j'aurais commencé ce discours par une déploration face à la transformation jusqu'alors inimaginable de l'Union européenne, passant d'un projet de paix à un projet de guerre. Ce n'est plus le cas aujourd'hui.
Au cours de l'année écoulée, le bellicisme s'est infiltré dans la structure même de l'Union, s'est infiltré dans toutes les politiques, a imprégné tous les groupes de réflexion qui génèrent les discours et les croyances dominants de l'Europe.
Aujourd'hui, il est donc absurde de déplorer ce qui est désormais un fait : l'UE est désormais un projet de guerre à part entière – un projet qui nous mènera soit à une guerre permanente, soit à une faillite supplémentaire, voire probablement les deux !
Le keynésianisme militaire de l'Europe, je le soutiendrai, ne peut que rendre l'Europe moins sûre, plus inégalitaire et plus faible.
Seules deux questions intéressantes subsistent :
Pourquoi l'Europe a-t-elle emprunté cette voie ? Et, maintenant qu'elle est engagée sur le sentier de la guerre, quel est notre devoir envers nos peuples, envers les Européens, envers la paix ? Permettez-moi de commencer par le commencement.

L'UE a été conçue pour être soumise aux États-Unis

Au risque d'irriter les européistes qui croient en leur propre mythe fondateur, soyons clairs : l'Union européenne (depuis ses débuts sous le nom de Communauté européenne du charbon et de l'acier) était une construction américaine, s'inscrivant dans un plan global américain qui comprenait également le système de Bretton Woods, la doctrine Truman et, bien sûr, l'OTAN.
Oui, la plupart des Européens aspiraient à la fin des guerres et du totalitarisme. Mais l'UE a été conçue à Washington. Et elle a été conçue spécifiquement non pas comme un marché concurrentiel, mais comme un cartel de grandes entreprises dirigé par une bureaucratie apolitique (aussi connue sous le nom de Commission européenne), située, ce n'est pas un hasard, à deux pas du siège de l'OTAN.
À partir de 1950, l'UE a été nourrie par les États-Unis et en phase avec leurs intérêts – un fait gênant tant pour les dirigeants européens prétentieux que pour Donald Trump.
Avec le recul, un fil conducteur traverse toute l'histoire de l'UE : sa dépendance économique totale envers les États-Unis. Initialement, l'UE était profondément dépendante de son appartenance à la zone dollar. Puis, à partir de 1971, elle est devenue profondément dépendante du déficit commercial américain.
D'une manière ou d'une autre, la profonde dépendance de l'Europe envers les États-Unis était donc ancrée dans son architecture. Il faudra donc bien plus que de simples déclarations – ou quelques centaines de milliards d'euros empruntés et dépensés en armement – pour se libérer de cette dépendance intrinsèque de l'Europe envers les États-Unis.
Le fait que l'UE ait été, dès le départ, conçue comme un cartel de grandes entreprises explique pourquoi elle avait besoin de taux de change fixes : les fluctuations monétaires déstabilisent tout cartel, rendant difficile le maintien des niveaux nécessaires de collusion entre les producteurs participants.
De 1950 à 1971, les États-Unis ont réglé ce problème pour le compte de l'Europe. Tant qu'ils accusaient un déficit commercial avec les États-Unis, le cartel européen était intégré à la zone dollar, ses monnaies étant liées au dollar. Mais, vers 1969, lorsque l'Europe (et le Japon) ont commencé à enregistrer un excédent commercial avec les États-Unis, la partie était terminée.
Le 15 août 1971, le Donald Trump de l'époque, le président Richard Nixon, a expulsé l'Europe de la zone dollar, son secrétaire au Trésor déclarant cyniquement aux Européens médusés : "À partir d'aujourd'hui, le dollar est notre monnaie, mais c'est votre problème ! "
Deux événements se sont ensuite produits.
Premièrement, pour sauver leur cartel des grandes entreprises, les Européens se sont empressés de créer leur propre régime de change fixe. Ils ont tout essayé : le serpent, le système monétaire européen, le mécanisme de change européen. Tous ces systèmes se sont révélés fragiles, que les spéculateurs n'ont eu aucun mal à démanteler. Alors, en désespoir de cause, ils ont créé la monnaie la plus néfaste que l'esprit humain puisse concevoir : l'euro.
Deuxièmement, à mesure que l'Amérique creusait ses déficits budgétaire et commercial, la zone euro s'est transformée en une machine exportatrice nette dirigée par l'Allemagne, dont la demande globale a été sous-traitée aux États-Unis.
En réalité, les déficits jumeaux américains ont agi comme un aspirateur géant qui a aspiré les exportations nettes de l'Europe ainsi que les bénéfices des exportateurs européens, lesquels ont ainsi été investis en bons du Trésor, en actions et en immobilier américains. C'est ainsi qu'une fois expulsée de la zone dollar, l'Europe est devenue accro aux déficits américains.
C'est précisément ce qu'a fait le choc Nixon : il a transformé la dépendance totale de l'Europe à la zone dollar en une dépendance encore plus grande aux déficits américains.

Ne jamais manquer une occasion de manquer une opportunité

Ici, à Bruxelles, on adore l'expression selon laquelle l'Europe progresse de crise en crise. C'est une autre illusion.
La crise de 2008 a été notre plus grande opportunité de rendre l'Union européenne viable et de mettre fin à sa profonde dépendance envers les États-Unis.
· Les banques françaises et allemandes ont fait faillite.
· Les règles inextricables de la zone euro étaient en ruine.
Un effet domino, à commencer par la Grèce, a conduit nos gouvernements à la faillite.
C'était l'occasion idéale de transformer l'UE, d'un cartel du grand capital, intrinsèquement dépendant des États-Unis pour sa demande globale, en une fédération fonctionnelle et équilibrée.
Au lieu de cela, le centre radical européen (centre droit comme centre gauche) a décidé de tout changer pour que rien ne change. Dans cette optique, il a fait le pire : une austérité généralisée pour le plus grand nombre. Et une planche à billets frénétique pour les financiers et le grand capital.
Que se passe-t-il lorsqu'on écrase les revenus du plus grand nombre et qu'on donne des milliers de milliards à une minorité ?
Comme le plus grand nombre est trop pauvre pour acheter des biens à forte valeur ajoutée, les entreprises cessent d'investir dans le capital productif, tandis que les riches utilisent cet argent gratuit pour faire exploser les prix de l'immobilier, des actions, du Bitcoin, de l'art et des actifs en général.
Il en résulte naturellement des inégalités accablantes et un profond mécontentement populaire.
Le peuple est devenu désespéré. Il a même voté pour des progressistes radicaux comme moi afin qu'ils entrent à l'Eurogroupe ! Puis, horrifiés, Bruxelles et Francfort nous ont renversés, ou ont obligé M. Tsipras à renverser son propre gouvernement, non pas avec les chars, comme en Grèce en 1967, mais avec les banques – la différence n'est pas si grande ! Un coup d'État est un coup d'État.

Deux autoritarismes symbiotiques

Devinez ce qui s'est passé ensuite : comme au milieu de la guerre, des militants d'extrême-droite xénophobes ont surgi de nulle part.
Ils ont été une aubaine pour le centre radical, terriblement impopulaire, dont les politiciens pouvaient désormais dire aux électeurs : “C’est nous ou eux ! “
Mais ils ont également été une aubaine pour l’extrême droite, qui avait besoin du centre radical pour imposer les politiques d’austérité qui ont créé le mécontentement et alimenté la colère qui a permis à l’extrême droite de voter.
En d’autres termes, si Macron et Le Pen avaient un peu de bon sens, ils auraient chacun gardé une photo encadrée de l’autre sur leur table de chevet, récitant une petite prière au nom de leur adversaire détesté chaque soir avant de s’endormir.

Fumée et miroirs

Le totalitarisme libéral et le totalitarisme xénophobe d'extrême-droite sont complices et se nourrissent mutuellement.
[*Quand Yanis Varoufakis parle, ici, dans les lignes qui ont précédé et dans de nombreuses lignes qui suivent, de ces deux formes de totalitarisme, il rejoint ce que j’appelle personnellement le centre extrémisé - dont le Président Macron est un parfait représentant en France – et la droite extrémisée ; mais il oublie d’évoquer aussi et de la même façon la gauche extrémisée dont on a aussi de bons exemples en France ; pourquoi ? ?*].
Pendant ce temps, l'austérité pour le plus grand nombre et l'impression monétaire pour une minorité épuisent les fondements productifs de l'Europe, son tissu social et sa raison d'être.
C'est ainsi que l'Union européenne a perdu toute légitimité aux yeux de l'opinion publique.
Constatant cela, les totalitaires libéraux au pouvoir ont multiplié les grandes initiatives ratées. Qui peut oublier le plan d'investissement Juncker, éminemment oubliable, l'Union bancaire, le Pacte vert ou le rapport Draghi, qui les a désormais rejoints dans les poubelles de l'Histoire ?
Des chiffres impressionnants ont été annoncés, mais, hélas, ils ne se sont jamais concrétisés. C'était inévitable. Tant que nos dirigeants disaient NON à l'union politique susceptible de soutenir une euro-obligation digne de ce nom et d'importance macroéconomique, les fonds nécessaires au financement des investissements nécessaires ne pouvaient jamais se matérialiser. Même lorsqu'ils ont finalement émis une dette commune pendant la pandémie, ils se sont retrouvés avec des passifs communs, mais sans objectif commun.
Chaque Grande Initiative annoncée n'était qu'un va-et-vient avec l'échec, un écran de fumée pour masquer la nudité de l'Europe. Le résultat ?
Après quinze ans d'INVESTISSEMENT PRODUCTIF NET ZÉRO,
. L'Allemagne se désindustrialise rapidement, et avec elle l'Europe centrale et orientale, l'Autriche et l'Italie du Nord.
. La paralysie politique s'accentue sous l'effet des pressions budgétaires.
. Le néofascisme et la xénophobie progressent partout.
. La dépendance de l'Europe envers les États-Unis se renforce au moment où Donald Trump s'en prend à l'Europe.
. Le reste du monde considère l'Europe comme un triste exemple de ce qui aurait pu être, une irritante insignifiance.
Dans ce triste contexte, nos grands dirigeants ont eu une autre idée déplorable de Grande Initiative : maintenant que le Pacte vert est tombé à l'eau et que le Fonds de relance est épuisé, pourquoi ne pas essayer le keynésianisme militaire ?

La folie du keynésianisme militaire

Mesdames et Messieurs,
Le keynésianisme militaire fonctionne aux États-Unis parce que l'Amérique dispose des institutions fédérales, de la souveraineté monétaire, du pouvoir budgétaire, de la technostructure et du processus d'approvisionnement commun qui sont essentiels à sa mise en œuvre. L'Europe n'a rien de tout cela, et ses dirigeants ne sont pas non plus intéressés à l'acquérir. C'est pourquoi le keynésianisme militaire ne peut fonctionner en Europe.
Heureusement que ça ne peut pas marcher, dis-je ! Car si cela pouvait marcher, l'Europe devrait imiter les États-Unis en déclenchant une guerre chaque année afin que les stocks de munitions, de missiles, etc., soient suffisamment épuisés pour justifier les nouvelles commandes colossales nécessaires au maintien du keynésianisme militaire.
Néanmoins, si le keynésianisme militaire européen ne peut et ne doit pas marcher, il a une utilité : c'est une sorte de solution pour, par exemple, Volkswagen : maintenant que Volkswagen ne peut plus vendre ses voitures, il confie des chaînes de production entières à Rheinmetall pour la production de chars Leopard que von der Leyen oblige la Grèce et l'Italie à acheter, alors que nous n'en voulons ni n'en avons besoin.
Oui, le keynésianisme militaire sera un échec cuisant pour l'Europe, mais pas avant d'avoir ruiné davantage nos États et d'avoir jeté de l'huile sur le feu qui brûle des vies et des rêves dans les champs de bataille ukrainiens.
Alors, soyons francs :
· Aucun véritable ennemi de l'Europe ne tremble devant une Europe stagnante et lourdement endettée qui investit des milliards dans l'armement. Bien au contraire !
· Le keynésianisme militaire finira par devenir la nouvelle austérité de l'Europe pour le plus grand nombre et une nouvelle source de revenus pour une minorité.
· Il affaiblira l'Europe tout en prolongeant la guerre en Ukraine, ce qui compromettra l'objectif affiché de soutien à l'Ukraine.

La capitulation de l'Europe à l'OTAN, son rôle en Ukraine

C'est à ce moment-là que des cris de colère s'élèveront de la tribune de la presse. Ne les entendez-vous pas demander : "La Russie n'est-elle pas ante portas ? " "L'Europe n'est-elle pas en danger ? " "L'Europe doit-elle rester sans défense, surtout maintenant que Trump abandonne l'Europe ? " Ma réponse est claire : nous affaiblir économiquement par un keynésianisme militaire, véritable nouvelle austérité qui, avec une précision mathématique, affaiblira encore davantage l'Europe, ne nous permettra pas de la rendre plus forte !
Et n'oublions pas que l'Europe compte déjà 1,5 million d'hommes et de femmes en uniforme, alors qu'au cours de la dernière décennie, nous avons dépensé 2 700 milliards d'euros pour la défense – une période durant laquelle notre investissement productif net était nul ! Aujourd'hui, l'OTAN exige que nous dépensions trois fois plus – ce qui est totalement insensé, compte tenu du gaspillage de ces 2 700 milliards d'euros.
Dans ce contexte, céder nos politiques étrangère et de défense à l'OTAN et nous enliser davantage dans une dette insoutenable simplement pour satisfaire les exigences du président Trump en matière de dépenses militaires est le moyen le plus sûr de rendre l'Europe plus dépendante, moins sûre, plus laide et plus triste.
Dans ce contexte, les pouvoirs en place à Bruxelles s'efforcent anxieusement de conserver leurs emplois et d'augmenter leurs budgets en répandant le mensonge selon lequel l'OTAN a dû s'étendre pour dissuader l'agression russe – alors que c'est exactement l'inverse. Comme la mafia, l'OTAN s'est élargie pour créer l'insécurité afin de nous vendre de la protection !
Cela signifie-t-il que Poutine a eu raison d'envahir l'Ukraine ? Bien sûr que non. Cela signifie que l'OTAN et Poutine sont complices – qu'ils ont besoin l'un de l'autre dans leur tentative commune d'une confrontation qui les a renforcés tous deux – aux dépens de l'Europe.
Cela signifie également que quiconque s'intéresse véritablement à la sécurité et à la prospérité de l'Europe
1. doit dissiper le mensonge selon lequel la Russie est sur le point de nous envahir – elle ne le peut pas, même si elle le veut ;
2. doit œuvrer sans relâche pour mettre fin au keynésianisme militaire européen ; et
3. doit œuvrer à un processus de paix européen qui utilise les fonds confisqués à la Russie non pas comme une tirelire pour acheter d'inutiles chars Léopard et missiles Leonardo, mais comme une monnaie d'échange pour mettre fin à la guerre en Ukraine dans le cadre d'un traité de paix global UE-Russie.
Quant aux politiciens de cette ville qui n'auront de cesse de voir la Russie à genoux, j'ai ceci à leur dire :
Si vous vouliez vraiment affaiblir la Russie, la mettre à genoux, vous auriez dû travailler dur pour l'admettre dans la… zone euro. D'un seul coup, l'euro aurait détruit la base productive de la Russie, endetté son peuple et son État, et poussé ses dirigeants à se précipiter à Bruxelles et à Francfort, sébile à la main !
Vous pensez que je plaisante. Mais il y a trop de vérité dans cette plaisanterie pour être rassurant !
Pour résumer mon argumentation, la stagnation économique de l'Europe est le résultat de sa dépendance totale aux déficits américains. Cette dépendance a engendré la complicité de l'Europe avec le projet américain, mené depuis dix ans, de déclencher une guerre en Ukraine.
Et maintenant que les États-Unis se découplent, nos dirigeants – tels des poulets décapités – courent dans tous les sens, cherchant désespérément des moyens de continuer à entraver la paix en Ukraine afin d'utiliser les fonds militaires pour soutenir le cartel économique européen, pourtant chancelant.

Le déclin éthique de l'Europe : Gaza, le totalitarisme

Mesdames et Messieurs, à l'heure où nous parlons, l'Europe sombre dans un autre vide éthique : la complicité dans le génocide palestinien.
Il ne s'agit pas seulement de la honteuse Ursula von der Leyen, posant telle une pom-pom girl de l'armée génocidaire israélienne devant ses chars quelques heures avant l'assaut de Gaza.
Non, l'Union européenne n'est pas seulement complice de sa soumission aux États-Unis. Non, elle soutient également, et finance même, les criminels de guerre de son propre chef. Directement. Cyniquement. Sans scrupules.
· BNP Paribas et Allianz garantissent les émissions d'obligations d'État israéliennes qui financent le hachoir à viande israélien dans les Territoires palestiniens occupés.
· Maersk est le principal transporteur de la machine militaire à l'œuvre à Gaza.
· Depuis 2007, l'Union européenne a alloué 2 milliards d'euros de financement de recherche à des entités israéliennes qui produisent les moyens par lesquels les Palestiniens sont victimes de nettoyage ethnique, pris pour cible, assassinés et mutilés.
Mais il se passe quelque chose d'encore plus effrayant : certaines de nos plus grandes institutions dépendent financièrement du soutien au génocide israélien. Si l'Europe faisait son devoir et sanctionnait Israël, l'Université technique de Munich risquerait de perdre 195,4 millions d'euros du programme européen HORIZON, qui finance l'université pour mener des recherches conjointes avec des institutions israéliennes.
Mesdames et Messieurs, l'Europe porte une immense culpabilité. Les pogroms contre les Juifs ont commencé ici, en Europe. Les Européens ont perpétré des génocides en Afrique, dans les Amériques, en Australie. En créant l'UE comme projet de paix, nous avons revendiqué une chance de réparer les génocides passés de l'Europe.
Cependant, notre dépendance envers les États-Unis et la propension de notre classe dirigeante à tirer profit de l'impérialisme ont rendu cela impossible – et ainsi, les mains de l'Europe sont, à nouveau, couvertes du sang d'innocents, à Gaza, en Ukraine, au Soudan, en Libye, au Yémen, en Syrie.
Cela a également ramené le totalitarisme parmi nous, ici en Europe. Lorsque les autorités allemandes m'ont interdit d'entrée en Allemagne pour avoir co-organisé avec des Juifs allemands une conférence sur le thème “Une paix juste au Moyen-Orient“, elles voulaient faire passer un message :
Pour elles, laisser couler librement les flots de sang palestinien représentait leur chance de se laver les mains de la culpabilité de l'Holocauste, de l'autre génocide allemand en Namibie, des crimes contre l'humanité commis par la Belgique au Congo…
C'est donc un avertissement clair pour nous : la stagnation économique engendre le bellicisme, qui, lui, engendre une renaissance de la mentalité des colons blancs européens.
Cette Europe est tellement enlisée dans un gouffre moral qu'elle peine à en sortir.
Le totalitarisme libéral européen, que nous avons connu dans toute son horreur en Grèce il y a dix ans, est désormais omniprésent – et il ouvre grand les portes par lesquelles le totalitarisme xénophobe d'extrême-droite arrive pour obscurcir notre porte.
Il est temps de s'insurger contre ces deux formes de totalitarisme. Au nom des peuples d'Europe.

Que devons-nous faire ?

Alors, que devons-nous faire ? Commençons par comprendre que :
· La condition économique de la paix est de dissocier l'économie européenne des guerres américaines !
· Mais pour cela, nous devons mettre fin, une fois pour toutes, à la dépendance de l'Europe envers les États-Unis.
· Cela implique de mettre fin à la dépendance de l'Europe à ses exportations nettes vers l'Amérique. Ce qui implique de rééquilibrer l’économie intérieure de l’Europe grâce à
. de nouveaux investissements verts productifs,
. la fin de l’austérité structurelle,
. la fin de la folie des « marchés » de l’électricité infestés de cartels,
. un nouveau bien commun monétaire permettant de mettre fin au monopole des banquiers sur les paiements et d’instaurer un dividende personnel pour tous,
. un nouvel accord UE-Chine qui nous libère du programme américain visant à intensifier une nouvelle guerre froide inutile à nos dépens. [Voir l’autre propos de Y. Varoufakis dans la dernière partie].
Ce n'est qu'en transformant l'économie politique européenne que nous pourrons mettre fin à la fragmentation incessante qui engendre la guerre, le totalitarisme et l'embarras d'être dirigés par des partisans du génocide et de la guerre permanente avec la Russie, comme Ursula von der Leyen et Kaja Kallas.
Comment y parvenir ? De deux manières.
Premièrement, nous avons besoin d'un plan crédible pour une Europe qui vaille la peine d'être défendue.
Deuxièmement, nous devons organiser une campagne de désobéissance civile et gouvernementale dans nos pays et, potentiellement, au Conseil européen, jusqu'à ce que notre plan pour l'Europe ait une chance.
Nous, DiEM25, travaillons depuis dix ans sur ce plan – notre New Deal vert pour l'Europe – et sommes heureux de le partager avec vous, afin que vous puissiez l'affiner, le réviser et l'adapter.
Vous, le Mouvement 5S et les autres partis désireux de participer à travers l'Europe, disposez de l'organisation qui nous manque pour que, avec nos partis transnationaux MERA25, nous puissions ensemble contribuer à organiser la campagne de désobéissance civile et gouvernementale sans laquelle rien ne changera, rien n'empêchera le déclin séculaire de l'Europe, de l'Italie, de la Grèce et même de l'Allemagne.

Conclusion

En conclusion, soixante-quinze ans d'existence de cette Union européenne nous apprennent que nous sommes confrontés à un choix difficile.
Un choix entre une Europe dépendante des États-Unis, belliciste et stagnante, ou une Europe indépendante, non alignée, prospère et verte.
Un choix entre une Commission du type von der Leyen qui autorise le génocide, entrave la paix, supprime illégalement l'historique de ses conversations avec Pfizer, fait pression pour Lockheed Martin et emprunte de l'argent que nous ne pouvons pas rembourser pour acheter des armes inutiles – tout en condamnant les peuples et la planète à l'impécunité. Ou des institutions européennes optimisées contre la puissance brute et en faveur de la prospérité commune.
Un choix entre être à la merci des conseils d'administration de Rheinmetall, Leonardo et Pfizer, aveugles aux paradis fiscaux où se cachent profits de guerre et fraude fiscale, tandis que nos garde-côtes transforment les réfugiés en cadavres. Ou une Europe de l'humanisme rationnel, c'est-à-dire radical.
Pour avoir ce choix, notre tâche immédiate doit être de mettre fin à la guerre, au génocide et de mettre fin avant qu'il ne soit trop tard à la nouvelle austérité baptisée keynésianisme militaire ».

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 euro, 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) ».

Notons que fin juin, lors d'une réunion de l'OTAN, le chef du gouvernement espagnol Pedro Sanchez a cherché -en vain- d'échapper à l'obligation faite aux différents membres d'engager 5% de leur PIB en dépenses pour la défense et la sécurité, parce qu'il pense que cela peut l'obliger à réduire les autres dépenses publiques, ce qui pourrait mettre à mal la cohésion sociale du pays.

Commentaire du professeur Michael Pettis: « tant que la souveraineté de chaque pays primera sur celle de l'UE, il sera beaucoup plus difficile pour les États de l'UE, individuellement ou collectivement, d'élaborer des politiques commerciales cohérentes avec les changements actuels et à venir du commerce mondial ».

• L'Europe est devenue « dysfonctionnelle » en 25 ans

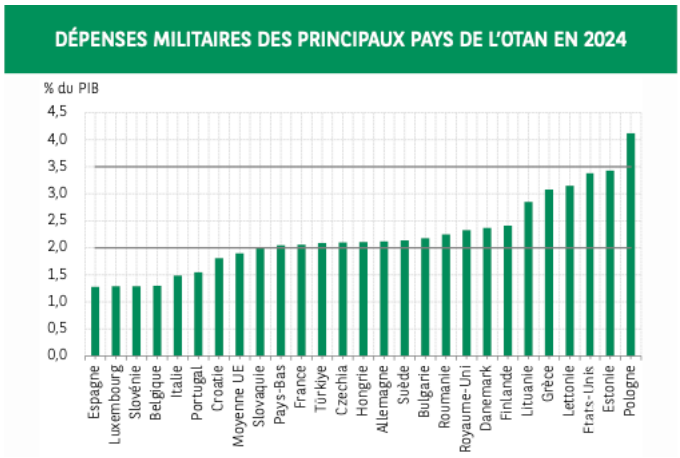
Ce titre est directement inspiré de l'entretien accordé par Jeffrey Sachs mi-mai, mais il vaut aussi pour les trois documents qui lui font suite et qui datent tous trois des derniers jours de juin.

1) L'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'État 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.

Sur la question du réarmement de l'Europe, voir le document publié par « economic-research.bnpparibas.com le 25 juin (https://economic-research.bnpparibas.com/pdf/fr-FR/Rearm-Europe-faire-defi-rearmement-opportunite-industrie-croissance-europeennes-25/06/2025,51669), dont le schéma suivant est tiré. Rappelons que la Commission européenne a annoncé le 4 mars un plan de réarmement prévoyant de mobiliser 800 Mds d'euros pour que les dépenses militaires de l'UE atteignent 3,5% d'ici la fin de la décennie ; et que lors de la réunion de l'OTAN du 25 juin, à La Haye, en présence du Président américain D. Trump, il y a eu accord pour que tous les alliés portent leurs dépenses de défense à 5% de leur PIB d'ici 2035.



(Source : OTAN)

2) « L'union fait-elle toujours la force ? »

Entretien sur Atlantico.fr entre Rodrigo Ballester et Ulric Bounat

Introduction : « L'Union européenne aime rappeler qu'elle pèse 485 millions de citoyens et qu'unie, elle peut rivaliser avec les grandes puissances. Mais à l'heure des empires déterminés et des États stratèges comme Israël, Taïwan ou le Japon, le poids ne suffit plus. Il faut aussi une colonne vertébrale. Face à l'enlisement des conflits, à l'émergence de blocs autoritaires et à la remise en cause du droit international, l'UE se heurte à ses propres limites : divisions internes, rigidités institutionnelles, autoritarisme croissant de Bruxelles. Faut-il y voir une crise de gouvernance ou le prix d'un pluralisme assumé ? L'enjeu n'est pas d'imposer une unité factice, mais de réconcilier diversité politique et puissance stratégique. Car sans volonté partagée, l'Europe risque de rester à la marge d'un monde qui ne l'attend plus. (…)

R.B. : C'est la quête irréaliste d'une unité forcée qui est une menace pour la cohésion de l'UE, car elle tue le pluralisme et le débat et braque les États qui ne se reconnaissent pas dans certaines positions politiques qu'on veut leur imposer. Les divergences entre pays européens ne disparaitront pas, autant chercher le moyen le plus pragmatique et efficace pour les prendre en compte. (…)

U.B. : L'une des difficultés est sans doute consubstantielle à l'origine de l'UE, basée sur la force du droit, notamment international, la diplomatie et la volonté de ne plus jamais faire appel à la force armée sur le continent. Autant dire l'exact contraire de ce fracas des Empires, où des États plus ou moins autoritaires souhaitent en revenir, manu militari ou non, aux sphères d'influence et pré carrés.

Répondre à cet environnement hostile nécessite donc pour l'UE d'aller sans doute un peu à l'encontre de son "logiciel intellectuel". Tâche d'autant plus ardue que l'UE a pendant longtemps été conçue avant tout d'un point de vue économique, laissant de côté les prérogatives de hard power aux États membres, jaloux de leurs fonctions régaliennes. (…)

R.B. : Justement, il lui manque surtout de la flexibilité et du pragmatisme pour exister. Quand vos concurrents sont d'énormes états nations, parfois millénaires, cela ne sert à rien de les concurrencer en les singeant et en faisant semblant d'en être un. C'est absurde et chimérique, c'est de la géopolitique fiction ! Pour exister, l'UE doit d'abord se regarder en face et comprendre ce qu'elle est et ce qu'elle n'est pas, et agir en conséquence. Ceci implique de tenir compte des lignes rouges des États membres et non pas de les piétiner. (…) L'UE n'a pas le bon logiciel pour naviguer dans les eaux de ce nouveau contexte géopolitique. Le monde change et elle reste braquée sur son écologisme punitif, sa bureaucratie invasive qu'elle renâcle à réduire, et son obsession "droit de l'hommiste" qui est jugée désuète et grotesque par les

autres puissances. Et pourtant, si l'UE parlait le langage des intérêts plus que celui des valeurs, si elle faisait preuve de pragmatisme et n'était pas imbue de ses délires idéologiques, alors elle pèserait sur la scène internationale, pas au même niveau que les super welters de la géopolitique, mais au moins en tant que partenaire indispensable. Mais aujourd'hui, justement, tout le monde semble se passer d'elle, l'UE est isolée, elle n'est en de bons termes avec personne. Un échec.
U.B. : Il existe bien évidemment des dissensions entre les pays européens, ce qui semble inévitable entre 27 États de couleurs politiques très différentes, dont certaines priorités géostratégiques sont parfois divergentes, certains étant par exemple tournés vers la Méditerranée quand d'autres voient la menace russe à leurs portes. Ils font aussi face à des situations financières très divergentes, entre le Zeitenwende allemand, décidé à investir massivement dans le rétablissement de son armée, et un pays comme l'Espagne qui n'estime pas nécessaire d'investir dans son armée, car ne faisant pas face aux mêmes types de menaces. De même, les sujets alimentant les populismes, comme la gestion des flux migratoires où l'étendue des prérogatives nationales vis-à-vis de Bruxelles sont autant de points de divergences entre États membres. Cela étant, les grands défis mondiaux impactent toutes les capitales européennes, et il y a bien souvent un consensus plus grand lors des réunions à Bruxelles que ne le laissent supposer les déclarations des uns et des autres. (…) ».

3) Le talon d'Achille de l'UE

Également sur Atlantico.fr, Isabelle Szczepanski, juriste spécialiste de droit européen, met en cause la corruption, l'entrisme et l'opacité décisionnelle, ce qui met en lumière « un système rongé par les conflits d'intérêts, le favoritisme et une inquiétante résistance à la transparence, malgré un millefeuille de contrôles censés garantir l'intégrité des élus et des hauts fonctionnaires. (…) Cette mécanique de l'impunité alimente une défiance croissante… que les institutions redoutent d'alimenter davantage. Quitte à sacrifier la vérité sur l'autel de la stabilité ». Et I.S. cite plusieurs affaires de malhonnêteté, en particulier le Qatargate, le Selmayrgate, mais aussi le Pfizergate et Hololei.
À la question de savoir pourquoi ces scandales ou failles démocratiques ne suscitent pas davantage de réactions politiques, I.S. répond : « Il y a en effet une sorte d'inertie en la matière, qui a tendance à renforcer l'impression qu'il est facile d'abuser du système et de s'en tirer à bon compte. Cela dit, les choses évoluent du côté du Parlement européen, même si elles évoluent lentement. Depuis une réforme adoptée en 2024, il y a une forme de contrôle a priori des conflits d'intérêt pour les députés européens en charge de rapports parlementaires. L'idée est que les parlementaires ne puissent plus être en charge de dossiers dans lesquels ils sont rémunérés par des clients, ou sont membres d'un conseil d'administration dans leur pays d'origine. C'est assez extraordinaire, mais avant 2024, certains députés ont été en charge de dossiers importants alors qu'ils étaient membres d'un conseil d'administration dans ce secteur ! (…) Il ne s'agit pas de dire que ces personnes étaient nécessairement malhonnêtes, mais cela engendrait les doutes, les questionnements et la suspicion. Désormais, ils sont tenus de déclarer leurs conflits d'intérêts potentiels en amont de l'attribution des rapports parlementaires. C'est une amélioration considérable. (…) Cela dit, il y a deux limites : la sanction en cas de manquement est minime - suspension des indemnités parlementaires - et les parlementaires en conflit d'intérêts peuvent toujours déposer sans encombre des amendements aux rapports ».
Et à la question de savoir si la peur de faire flamber les populismes peut être la cause d'une absence de réactions, I.S. répond : « C'est une excellente question, et j'y répondrai de la manière suivante : oui, oui, et oui. Cela va même au-delà de la montée des populismes : la crainte de faire remonter la moindre information qui viendrait alimenter un quelconque sentiment anti-européen est très forte à Bruxelles et Strasbourg. L'on peut dire qu'une forme d'euro-béatitude a émergé depuis assez longtemps - depuis l'ère Delors, dirais-je - avec des personnels et élus qui tressent des lauriers à l'UE dans leurs discours, et font comme si les institutions européennes faisaient tout parfaitement en toute circonstance. Mais personne n'est dupe : il y a des critiques à formuler - et pas seulement au sujet de la corruption - et il serait bon de ne pas les réserver à la sphère privée, et d'en faire un débat public. Cela fait trente ans que je travaille autour des milieux européens, et il me semble que cette euro-béatitude est l'une des causes du populisme, dans la mesure où elle a empêché d'améliorer le fonctionnement des institutions et a nourri la suspicion ».

4) La souveraineté numérique européenne, otage des GAFAM

Vidéo de Christine Kerdellant sur Xerfi Canal, le 11 juillet :
« La Suisse est le premier pays d'Europe à s'être doté d'un cloud souverain étatique. Ailleurs, les données de santé des citoyens ou les data si sensibles des multinationales sont conservées, pour l'essentiel, par l'un des trois opérateurs américains – Amazon, qui a inventé le cloud avec AWS, Microsoft Azure, ou Google Cloud. Cela fait déjà presque vingt ans que les administrations ou les entreprises du Cac40 se disent troublées d'être obligées de faire appel aux gafam. Le patron de TotalEnergies, Patrick Pouyanné, a d'ailleurs avoué encore récemment ne pas être "pas très à l'aise" avec cette dépendance pour stocker ses données sismiques et géophysiques. On le comprend : en vertu du Cloud Act, la NSA ou le FBI peuvent accéder aux informations stockées dans n'importe quel centre de données dès lors que qu'il est la propriété d'un fournisseur américain, même s'il est localisé à l'étranger.
Grâce au Swiss Government Cloud cloud, les données numériques suisses seront donc, elles,"immunisées" dès 2026 des règles extraterritoriales qu'imposent les Américains. Il est vrai que ce qui est désagréable aux Français est insupportable pour des Suisses, chez qui le secret bancaire et le chiffrement des informations sont sacrés. Les clouds en Suisse sont un peu les nouveaux comptes en Suisse ! Mais c'est aussi pour eux une manière de s'affranchir de la dépendance technologique américaine au sens large puisque l'Etat suisse se passera aussi de Microsoft 365 ou d'Outlook pour ses mails.
Nous avons critiqué les Allemands devenus dépendants du gaz russe, mais nous sommes tous des colonisés numériques. 80 % des données générées par les internautes français sont hébergées aux Etats-Unis, selon un rapport du Sénat. Contrôler les ressources numériques d'Etats partenaires mais concurrents donne aux Etats-Unis un énorme pouvoir économique et géopolitique, alors qu'on ne sait plus vraiment s'ils sont encore nos alliés. Le délégué général du Cigref, Henri d'Agrain, a publié sur son compte LinkedIn une dystopie imaginant comment Trump allait forcer Copenhague à lui donner le Groenland : en signant un Executive Order obligeant les Gafam américaines à couper, sinon, le robinet numérique au Danemark. Tout simplement.
À défaut de cloud souverain, nous mettons en place des clouds dits de confiance. C'est-à-dire reposant sur des entrepôts de données situés en Europe, et n'appartenant pas, pour tout ou partie, à des sociétés américaines. En France, l'Anssi (Agence nationale de la sécurité des systèmes d'information) délivre des certifications. Mais même ces centres utilisent des serveurs conçus aux Etats-Unis et fabriqués en Chine, et si les données qu'ils hébergent échappent théoriquement à l'extraterritorialité, l'existence d'une "backdoor" permettant aux services de renseignements américains de se connecter directement sur les machines ne peut jamais être exclue.
Bruxelles, qui a mis sur la table des milliards d'euros pour les batteries ou les semi-conducteurs, a abandonné les projets de cloud 100% souverain. Car comme le reconnaît Mario Draghi dans son rapport sur la compétitivité européenne, il est trop tard pour rattraper les hyperscalers américains, dont la domination va continuer de s'accentuer. L'UE peut juste maintenir un socle de compétences pour disposer de solutions le plus sécurisées possible ».

Remarque : dans un important article paru le 31 juillet dans Atlantico.fr, Fabric Epelboin considère que « même les initiatives "Buy European" reposent sur des solutions américaines. Sans réforme radicale des décideurs et des investissements massifs dans des alternatives souveraines, l'Europe restera, malgré elle, une franchise technologique de Washington » (https://atlantico.fr/article/decryptage/leurope-peut-elle-se-debarrasser-de-sa-dependance-a-la-tech-americaine).

5) Le « paradoxe Von der Leyen »

Article de Guillaume Duval dans « Le Grand Continent » (27 juin) : « L'Europe et le vertige du pouvoir présidentiel : comprendre le paradoxe von der Leyen ».
Introduction : « Depuis 2019 et son appartement au 13e étage du Berlaymont, Ursula von der Leyen est parvenue à concentrer tous les pouvoirs et à éliminer toute contestation — souvent en allant au-delà des prérogatives prévues par les traités.

Pourtant, paradoxalement, par ses hésitations et une certaine inconséquence, la présidente la plus puissante de l'histoire de la Commission pourrait être en train de fragiliser définitivement l'Union. (…) »
« Ursula von der Leyen a un problème. Depuis le début de son mandat, elle n'a pas vraiment parlé aux représentants du pays qui occupe et préoccupe pourtant le plus l'Union européenne depuis six mois : les États-Unis. (…)
Pour une personnalité qui a travaillé méthodiquement à concentrer le pouvoir autour de sa personne, cet épisode illustre la faiblesse de la position d'une dirigeante qui semblait, au début de son second mandat, prête à incarner l'Union comme aucun de ses prédécesseurs ne l'avait fait depuis Jacques Delors.
Comment expliquer ce paradoxe ?
Depuis 2019, Ursula von der Leyen a fait preuve d'un réel savoir-faire pour assurer sa survie et soigner son image afin d'apparaître comme la voix de l'Europe sur tous les dossiers.
Mais cette position de force n'est qu'apparente.
Jusqu'ici, elle n'a su ni renforcer les moyens dont les institutions européennes disposent, ni accroître la cohésion et la capacité d'action de l'Union, notamment en matière de politique étrangère. De la pandémie de Covid-19 à la guerre en Ukraine et à Gaza, son style discrétionnaire et sa gestion solitaire des dossiers ont desservi sa cause en la privant d'alliés. (…)
Théorie et pratique du pouvoir exécutif dans l'Union : comment Ursula von der Leyen a transformé la nature de sa fonction.
Si Ursula von der Leyen semble plus puissante qu'aucun de ses prédécesseurs, c'est parce qu'elle a largement subverti la fonction de présidente de la Commission telle qu'elle est prévue par les traités.
Pour comprendre cette métamorphose, il faut revenir aux origines de son premier mandat.
Ursula von der Leyen est arrivée à la tête de la Commission européenne un peu par accident. (…)
Angela Merkel tenait à ce que la présidence de la Commission revienne à une personnalité allemande, pour la première fois depuis 1967. Elle avait aussi besoin d'exfiltrer l'une de ses protégées.
Ursula von der Leyen, alors ministre de la Défense de la République fédérale, est en train de devenir le centre d'un scandale lié à de coûteux contrats de consultants externes : à quelques mois des élections législatives, cette affaire présente un risque politique que les chrétiens- démocrates veulent s'épargner.
L'affaire est donc conclue, non sans difficultés : le Parlement européen ne lui accorde sa confiance qu'avec neuf voix de majorité.
Si l'arrivée d'Ursula von der Leyen à la tête de l'exécutif européen n'était pas écrite d'avance, le monde bruxellois est loin d'être inconnu (…) À ses côtés, les États membres nomment cependant de fortes personnalités très expérimentées (…)
La pandémie de Covid-19 éclate quelques mois à peine après son entrée en fonction : c'est cette crise qui lui permettra d'asseoir son pouvoir au sein de la Commission. Malgré une réponse désordonnée au démarrage, elle met sur pied une coordination efficace à l'échelle européenne, en procédant en particulier à des achats de vaccin en commun — une première au niveau de l'Union qui n'a théoriquement pas de compétence en matière de santé. Ce projet est mené de façon peu orthodoxe, en négociant directement avec les fabricants de vaccin, ce qui lui vaudra des ennuis judiciaires toujours en cours.
Mais la réussite de l'opération du point de vue de la vaccination des Européens contribue à valider sa méthode aux yeux du public. Cela renforcera sa propre confiance dans sa capacité à centraliser les pouvoirs et à outrepasser les compétences qui lui sont théoriquement attribuées, y compris en contournant les procédures prévues par les traités.
En revanche, la présidente de la Commission ne jouera pas un rôle déterminant dans l'autre innovation majeure introduite en 2020 pour faire face à la pandémie : la décision de s'endetter en commun à hauteur de 750 milliards d'euros, soit 4,8 % du PIB de l'Union, avec le plan Next Generation EU. Sa mentor, Angela Merkel avait manifestement compris que l'attitude de son gouvernement pendant la crise de la zone euro et la crise grecque avait été une grave erreur. Avant de quitter la scène européenne, elle sut imposer cette rupture majeure des tabous européens et allemands aux pays dits "frugaux", les Pays-Bas et les pays nordiques.
La présidente de la Commission se contentera de faire la promotion de cette rupture historique.
Une verticale dangereuse : les échecs politiques de la présidentialisation
En quelques mois, Ursula von der Leyen a clairement réussi à imprimer un style que plusieurs observateurs qualifient d'"autoritaire" (David Carretta et Christian Spillmann, "Ursula 2, autocrate ou

vrai leader ?“, La Matinale européenne, 26/8/2024) et à faire main basse sur un processus de décision au sein de la Commission, que les Traités voulaient pourtant collégial, en balayant toute forme d’opposition.
Pourtant, cette concentration du pouvoir ne s’est pas traduite par une plus grande efficacité. Au contraire.
Sur les questions clefs des moyens financiers et des réformes internes, tout comme dans le domaine de la politique étrangère et de la défense dans lequel elle a voulu s’immiscer, la présidente de la Commission a eu une action contre-productive, allant même parfois à contresens par rapport aux intérêts profonds de l’Union. (…)
Quasiment 70 ans après le traité de Rome, les États membres de l’Union n’ont toujours mutualisé qu’un pour cent de la richesse qu’ils créent chaque année. Cela représente plus de quarante fois moins que ce qui est mis en commun au niveau national et plus de vingt fois moins que le budget fédéral américain. Contrairement à ses États membres, le budget européen doit par ailleurs être strictement équilibré chaque année. Enfin, l’Union ne dispose pas non plus de ressources sur lesquelles elle puisse agir seule directement. L’essentiel de ses moyens proviennent de transferts en provenance des États membres.
Souvent salué comme le moment hamiltonien de l’Europe, le plan de relance Next Generation EU aurait pu et dû faire basculer l’Union dans une nouvelle dimension. Mais Ursula von der Leyen n’a jamais cherché à transformer l’essai en pérennisant ce changement de paradigme, même à la suite de l’invasion de l’Ukraine et de la crise majeure qui a suivi. Non seulement elle n’a pas cherché à relancer un nouvel emprunt commun européen mais elle s’est activement battue contre les initiatives qui auraient pu permettre d’aller en ce sens. Quand Thierry Breton a proposé, début 2024, d’emprunter 100 milliards d’euros pour doper l’industrie de défense européenne, elle l’a renvoyé sans ménagement à ses chères études. De même, quand Mario Draghi a suggéré discrètement à l’automne 2024 que, pour mettre en œuvre le programme d’investissement colossal qu’il recommandait, il serait sans doute utile de procéder à un nouvel emprunt européen conséquent, Ursula von der Leyen a tenu à écarter d’emblée publiquement cette idée, dès le jour de la remise de son rapport. Il est pourtant clair qu’en l’absence d’une impulsion significative via des fonds publics importants à l’échelle de l’Union, le sursaut d’investissement que Mario Draghi appelle de ses vœux n’a aucune chance de se produire. (…)
Faute d’avoir agi, l’Union risque de devoir faire face à une impasse budgétaire. Son budget annuel, actuellement d’environ 180 milliards d’euros, pourrait être amputé d’une vingtaine demilliards par an — soit de l’ordre de 10 % — durant la prochaine période financière qui s’ouvrira en 2028, afin de rembourser l’emprunt commun. Comme d’habitude, chacun cherchera à limiter sa contribution. Les négociations risquent de se conclure par des compromis à la baisse, avec l’octroi de rabais individuels, ce qui empêchera l’Union de disposer d’un budget à la hauteur des ambitions affichées et des défis communs.
Enfin, Ursula von der Leyen n’a pas cherché non plus à peser en faveur d’une réforme significative du Pacte de stabilité et de croissance quand celui-ci a été renégocié en 2022 et 2023. (…)
En l’absence d’un budget adapté, l’Union s’est révélée incapable de soutenir la transition par des subventions significatives — à la différence des États- Unis, avec l’Inflation Reduction Act, ou de la Chine, avec ses soutiens massifs au solaire et à l’éolien ainsi qu’aux véhicules électriques.
Cette approche a, sans surprise, suscité un rejet chez de nombreux citoyens européens. (…)
Pour masquer ce manque persistant de moyens et l’absence de volonté de se battre pour les accroître, la Présidente de la Commission a multiplié les effets d’annonce, notamment dans le cadre de ses discours sur l’état de l’Union abondamment commentés chaque année.
Sa façon de présenter régulièrement des plans nouveaux, aux noms clinquants, affichant des montants colossaux alors qu’ils ne mobilisent en réalité aucuns moyens supplémentaires est devenue la signature de l’action d’Ursula von der Leyen. (…) Dernièrement, le plan ReArm Europe de 800 milliards d’euros pour répondre à l’urgence créée par le renversement d’alliance de Donald Trump, a suivi la même logique que les précédents : l’essentiel du montant affiché ne repose que sur de putatifs efforts nationaux. Il n’y a une fois de plus que peu de moyens nouveaux mobilisés à l’échelle de l’Union. (…)
Depuis 2019, Ursula von der Leyen procrastine également sur un autre dossier clef : les réformes institutionnelles. Alors que la saga Orbán montrait l’urgence absolue d’agir, elle a renoncé à s’attaquer au chantier des changements indispensables pour isoler la Hongrie, au lieu de devoir régulièrement récompenser son chantage. Que ce soit par une réforme des traités à proprement parler ou par une

évolution des pratiques en utilisant toutes les marges de manœuvre et d'interprétation offertes par le cadre institutionnel actuel, prendre des mesures semble aujourd'hui indispensable à l'Union.
Si l'on ne met pas un terme à la possibilité de chantage de la part d'un ou deux États en matière de politique extérieure et de défense, l'Union ne pourra réussir sa nécessaire transition géopolitique ni se doter d'une politique de défense digne de ce nom.
On le constate d'ailleurs déjà aujourd'hui : les seules réponses européennes à la nouvelle donne créée par le retour de Donald Trump à la Maison Blanche et son renversement d'alliance sur le dossier ukrainien sont en train de se construire dans le cadre de coalitions de pays volontaires, rassemblant certains membres de l'Union et d'autres qui ne le sont pas. (…)
Von der Leyen et la politique étrangère de la « Commission géopolitique » : l'invention d'une compétence
Ursula von der Leyen avait choisi en 2019 de placer son premier mandat sous le signe d'une "Commission géopolitique", annonçant ainsi sa volonté d'incarner l'Union non seulement à l'intérieur de ses frontières, mais aussi désormais à l'extérieur : elle entendait bien négocier directement avec les "grands de ce monde".
Elle s'inscrivait alors à rebours de ses prédécesseurs, qui avaient toujours concentré l'essentiel de leurs efforts sur l'approfondissement de l'intégration européenne — comme le prévoient au demeurant les Traités, qui n'accordent aucunes compétences à la Présidence de la Commission en matière de politique extérieure et de sécurité.
Les affaires étrangères et la défense figurent en effet parmi les rares domaines qui restent de la compétence exclusive des États membres. (…)
En voulant se mettre à jouer dans cette cour, et pour y prendre le premier rôle, Ursula von der Leyen se plaçait d'emblée sur une trajectoire de collision avec le Conseil d'une part, présidé alors par Charles Michel, et avec le Haut représentant de l'Union d'autre part, Josep Borrell, dont c'était théoriquement la charge. En ne respectant pas la répartition des rôles prévue par le Traité, elle a compliqué fatalement les relations de l'Union avec ses partenaires étrangers. (…) Ursula von der Leyen est toutefois une nouvelle fois parvenue à ses fins. Elle a profité d'un agenda géopolitique chargé entre la pandémie de Covid-19, la guerre d'agression de la Russie de Poutine contre l'Ukraine, la guerre de Gaza et la réélection de Trump ainsi que de la faiblesse du Président du Conseil Charles Michel qui n'a jamais réussi à s'imposer parmi ses pairs. Elle y est parvenue aussi et surtout parce que, si la Commission n'a pas de compétences en matière de politique extérieure, elle détient toutefois les cordons de la bourse et gère des dossiers clefs dans ce domaine, comme l'élargissement, le voisinage, l'aide au développement, les relations commerciales ou encore les migrations. La coordination des différents commissaires chargés de ces sujets et la garantie de la cohérence de la politique de l'Union sont théoriquement les missions du Haut Représentant. (…)
Cette centralisation du pouvoir autour d'Ursula von der Leyen et de son cabinet a créé de facto une dualité dans la politique étrangère de l'Union : d'un côté, celle menée par le président du Conseil et le Haut Représentant ; de l'autre, celle impulsée par la présidente de la Commission en s'appuyant sur sa maîtrise du budget et des directions générales.
Menée ainsi hors du cadre prévu par les traités, la politique étrangère de la présidente de la Commission a-t-elle au moins contribué à renforcer la position de l'Union dans le monde ? Il y a lieu d'en douter.
Au cours de son premier mandat, l'unique boussole de la présidente de la Commission, très atlantiste, a consisté en permanence à s'assurer que la position de l'Union était alignée sur celle des États-Unis de Joe Biden. Cette attitude constante n'a pas du tout préparé l'Europe au choc du retour de Donald Trump, ni commencé à renforcer son autonomie stratégique. Au contraire. (…)
Avec la nouvelle administration républicaine, le logiciel de base d'Ursula von der Leyen pour comprendre le monde et positionner l'Union a perdu toute pertinence. De plus, son soutien constant à l'administration Biden sur tous les dossiers pendant quatre ans en fait aujourd'hui une persona non grata à Washington. Cette volonté d'alignement à tout prix sur les États-Unis avait par ailleurs perturbé l'équilibre délicat des relations avec Pékin. (…) Mais c'est surtout vis-à-vis des pays du Sud que la politique d'Ursula von der Leyen a été la plus désastreuse jusqu'ici. (.. ;)

Enfin, le manque de sérieux des “grands projets“ du Global Gateway a nui à la crédibilité de l’Union. Il aurait sans doute mieux valu s’abstenir que de faire aussi peu de cas de ses ambitions planétaires en claironnant aussi fort. (…)
Alors que l’Europe démocratique est menacée à la fois par l’impérialisme de Vladimir Poutine à l’est et par l’autocrate Donald Trump à l’ouest, l’action d’Ursula von der Leyen dans le domaine de la politique extérieure a donc contribué à aggraver notre isolement et à affaiblir l’Union.
Von der Leyen II : la bascule à droite
Dans son deuxième mandat, Ursula von der Leyen a habilement manœuvré pour se débarrasser des “gêneurs“ potentiels au sein de la Commission — notamment le commissaire français Thierry Breton — et elle a divisé tous les dossiers confiés à ses vice-présidents pour s’assurer qu’aucun ne puisse prétendre agir sans avoir besoin de s’en référer à elle.
Ursula von der Leyen place aujourd’hui au centre de son action un ambitieux projet de dérégulation sociale, environnementale et numérique — un revirement notable, alors même qu’elle avait dirigé, durant son premier mandat, une Commission à l’origine du Pacte vert et d’un renforcement significatif des régulations dans ces domaines. Ce tournant illustre sa propension à suivre les courants dominants dans une logique de préservation personnelle : en 2019, les Verts avaient obtenu un score historique ; le Parlement européen d’aujourd’hui est le plus à droite de son histoire. Il révèle avant tout l’absence d’une vision cohérente et d’un projet structurant pour l’Union et son avenir.
Une question demeure : qui est la “véritable “ Ursula von der Leyen ? (…)
Face à Trump et Poutine, son Europe forteresse, atlantiste et néolibérale se retrouve perdue, déboussolée, dépourvue des moyens financiers et institutionnels nécessaires pour réagir — isolée des pays du Sud qui la méprisent. Cette grande fragilité de l’Union ne signe cependant pas seulement l’échec personnel d’Ursula von der Leyen. Elle est aussi porteuse de lourdes menaces pour les Européens, pour nos démocraties et notre modèle social et écologique.
Il reste quatre ans à la présidente de la Commission pour faire mentir ce diagnostic ».

Remarques :
• Le 7 juillet, la Présidente Ursula von der Leyen est au Parkement à Strasbourg pour répondre aux interpellations des eurodéputés qui critiquent sa gestion très centralisée et son manque de transparence.
• Le 19 juillet, l’entrepreneur Kristian Thyregod écrit : « les Décisions Économiques Conseillées sont une marque de fabrique du leadership de l'UE :

- Règles budgétaires trop complexes et rigides
- Réformes du Marché unique négligées
- Aides d'État non coordonnées en période de crise
- Mise en œuvre trop ambitieuse de la politique climatique
- Limitations budgétaires dans un contexte de crise géopolitique
- Perturbation complice de l'approvisionnement énergétique bon marché
- Incapacité à endiguer la fuite des capitaux et l'érosion de l'innovation
- Réponse inadéquate aux tensions commerciales entre les États-Unis et l'UE
- 18 plans de sanctions inefficaces et intenables, autodestructeurs, contre la Russie
- Priorité aux entreprises de défense américaines, et non européennes, dans les tentatives de fourniture d'armes à l'Ukraine »

• « Trump et nous ; comment sauver la France et l’Europe »

Extraits du livre de Christian Saint-Étienne, paru chez Odile Jacob le 14 mai 2025 :

« La solidité et la durabilité de l’Union européenne vont être durement testées dans les quatre années à venir. Si l’Union européenne ne parvient pas à passer d’une politique axée essentiellement sur les doctrines de la concurrence statique et du commerce international sans contrepartie, comme alpha et oméga de toutes les décisions, à une politique de puissance, son existence peut être menacée. L’Union européenne ne pourra résister à Trump que si elle renouvelle ses institutions et ses politiques. Si Trump veut vassaliser les alliés des États-Unis plutôt que de coopérer avec eux, il y a néanmoins une méthode

sous-jacente à son comportement erratique. Il a une approche entrepreneuriale de la politique. En politique intérieure américaine, il veut remettre en cause les structures inefficaces et favoriser une création de richesses débridée aussi bien au service de l'essor des États-Unis que de la maximisation de son profit personnel comme l'attestent ses initiatives dans le monde du business, parallèlement à son élection. En politique étrangère, Trump veut également remettre en cause les structures qui lui semblent dépassées et trouver de nouveaux points d'équilibre en "décentralisant" les relations internationales. Accaparés par le conflit central avec la Chine pour la domination mondiale, les États-Unis ne veulent plus jouer le rôle de "gendarme du monde" et souhaitent notamment que les Européens s'occupent de leur propre sécurité et contribuent au règlement du dossier ukrainien et à la reconstruction de ce pays si un accord assurant une sécurité durable pour l'Ukraine peut être trouvé. Trump veut décentraliser les responsabilités, dans un monde hiérarchisé selon le poids de chaque puissance, pour une meilleure utilisation des ressources afin de permettre aux États-Unis de s'affirmer comme la première puissance du monde, sans qu'aucune autre puissance puisse contester la suprématie américaine. Mais, naturellement, le reste du monde n'est pas forcément d'accord avec cette approche trumpienne, ce qui sera source de nouveaux conflits. L'approche entrepreneuriale de l'action politique par Trump ne remet pas seulement en cause les valeurs et intérêts des autres puissances, y compris européennes. Elle crée une déstabilisation spécifique pour l'Union européenne de la Bureaucratie. Les puissances européennes sont attaquées dans leurs intérêts par Trump mais l'Union européenne est remise en cause dans sa nature même d'organisation bureaucratique. Or les institutions européennes vont tout faire pour cacher cette remise en cause qui s'attaque à la racine même du pouvoir de ces institutions, notamment celui de la Commission européenne. L'évolution des institutions bureaucratiques européennes vers une pratique intergouvernementale est le seul levier permettant de répondre à la remise en cause systémique de la construction européenne par l'approche entrepreneuriale de la politique initiée par Donald Trump. Comment peut-on modifier les institutions de l'Union européenne, pour les rendre plus en phase avec un monde d'affirmation des nations et de renforcement des hégémonies, et dynamiser ses politiques afin que l'Europe demeure un continent libre et prospère ? ».

(…)

L'Union européenne de la Bureaucratie est donc prise entre trois feux, ceux de la Chine et des États-Unis qui se battent pour la domination du monde et celui de la Russie qui rêve d'asservir à nouveau une Europe de bureaucrates dès qu'elle aura conclu un accord avec les États-Unis et la Chine sur l'avenir de l'Ukraine.

Les poids respectifs des différents acteurs :

Pour mesurer l'affaiblissement de l'Europe, il est utile de comparer le produit intérieur brut (PIB), c'est-à-dire la production annuelle de biens et services, des principaux pays européens avec le PIB des principaux pays de la planète.

Je propose ici trois mesures du PIB : *le PIB nominal*, qui mesure la production de biens et services aux prix de marché, *le PIB en parités de pouvoir d'achat (ppa)*, qui mesure la production de biens et services en égalisant les pouvoirs d'achat entre pays – ou pour simplifier en supposant que les prix payés pour les mêmes produits sont les mêmes partout – et *le PIB de puissance*. Je crée cette dernière notion pour prendre en compte le fait que le PIB en ppa surpondère le pouvoir d'achat des nations sans création de valeur. Le PIB du Sénégal, par exemple, est fortement réévalué en ppa par rapport au PIB nominal, mais si le Sénégal veut importer des avions ou des machines-outils, il les paiera en devises et non en ppa. La notion de ppa est toutefois utile pour donner une idée des masses économiques et humaines en présence. Je crée donc la notion de PIB de puissance qui pondère le PIB nominal par le PIB en ppa dans une proportion deux tiers/un tiers car seul le PIB nominal compte dans les échanges internationaux et les paiements internes et externes.

Il apparaît au tableau 2 qu'en termes de PIB de puissance, le poids économique des 41 pays développés recensés par le Fonds monétaire international (FMI) régresse et devrait s'établir en 2030 à 49 % du PIB mondial contre 51 % pour les 155 pays émergents et en voie de développement qui sont membres du FMI. Le poids des pays développés baisse de 52,6 % du PIB mondial en 2024 à 49 % en 2030, soit en seulement six ans. En l'an 2000 et en PIB nominal, les pays développés produisaient annuellement plus de 70 % des biens et services du monde. Les pays du G8 Nord (États-Unis + Allemagne + Japon + Royaume-Uni + France + Italie + Canada + Espagne) vont voir leur PIB de puissance passer de 41,2 à

38,9 % du PIB mondial de 2024 à 2030, tandis que le PIB de puissance des pays du G4 Sud va passer de 27,2 à 29,0 % du PIB mondial. En six ans, le PIB de puissance du G4 Sud passe des deux tiers aux trois quarts du PIB du G8 Nord, alors que le PIB de puissance du G4 Sud était à moins du tiers du PIB de puissance du G8 Nord en l'an 2000. Les évolutions à l'intérieur de ces deux groupes sont tout aussi intéressantes. En termes de PIB de puissance, le poids des États-Unis dans le PIB du G8 Nord passe de 55 à 56 % de 2024 à 2030 quand le poids de la Chine baisse de 64 % à 62 % dans le G4 Sud, sur la même période, sous l'effet de l'essor plus rapide de l'Inde que de la Chine. Les États-Unis et la Chine dominent leurs groupes respectifs. Les quatre grands pays de la zone euro (Allemagne, France, Italie et Espagne) voient leur PIB de puissance passer, de 2024 à 2030, de 10,2 à 9,4 % du PIB mondial, soit une chute de leur poids relatif de 8 % en six ans. L'ensemble de la zone euro aura un PIB de puissance de 13,5 % du PIB de puissance mondial en 2030 contre plus de 20 % en l'an 2000.

Tableau 2. Poids des pays dans le PIB mondial en 2024, sauf PIB puissance en 2030 (en % du PIB mondial)

	PIB nominal en 2024	PIB ppa en 2024	PIB puissance en 2024	PIB puissance en 2030
41 pays développés	**58,8**	**40,2**	**52,6**	**49,0**
155 émergents et PVD	**41,2**	**59,8**	**47,4**	**51,0**
États-Unis	26,5	15,0	22,7	21,8
Chine	16,6	19,1	17,4	18,0
Inde	3,5	8,2	5,1	6,2
Allemagne	4,3	3,1	3,9	3,6
Japon	3,7	3,4	3,6	3,3
Royaume-Uni	3,3	2,2	2,9	2,7
France	2,9	2,2	2,7	2,5
Russie	2,0	3,6	2,5	2,3
Brésil	2,0	2,4	2,2	2,5
Italie	2,2	1,8	2,1	1,9
Canada	2,0	1,3	1,8	1,7
Espagne	1,6	1,4	1,5	1,4
G8 Nord	46,5	30,4	41,2	38,9
G4 Sud	24,1	33,3	27,2	29,0

PIB ppa : en parités de pouvoir d'achat ; PIB puissance : 2/3 nominal + 1/3 ppa ; PVD : pays en voie de développement ; G8 Nord = États-Unis + Allemagne + Japon + Royaume-Uni + France + Italie + Canada + Espagne ; G4 Sud = Chine + Inde + Russie + Brésil.
Sources : FMI et auteur pour le PIB puissance.

Le déplacement de puissance du Nord vers le Sud est donc visible sur cette période même si, en PIB nominal et en 2024, les pays développés ont un PIB supérieur de 43 % à celui des émergents et PVD et le G8 Nord affiche un PIB quasiment double de celui du G4 Sud. Si le poids de la puissance américaine dans le monde résiste, de 2000 à 2030, celui de la zone euro, dans son périmètre actuel, s'étiole rapidement. Le gouvernement de l'Europe par la règle bureaucratique, depuis trois décennies, a coûté cher aux nations européennes en termes de puissance et d'influence.

Deux guerriers et deux araignées géantes

Le poids conjoint des États-Unis et de la Chine est, en 2024, de 43,1 % du PIB nominal mondial et de 40,1 % du PIB de puissance mondial. Mais ce n'est qu'un élément de l'analyse.

Ces deux pays dominent 100 % des grandes plateformes numériques mondiales avec les six titans américains Gafamn (Google, Apple, Facebook, Amazon, Microsoft, Netflix) et les six titans chinois BATHXD (Baidu, Alibaba, Tencent, Huawei, Xiaomi et Didi Chuxing). Ils sont à la pointe des

recherches en biotechnologies et dans l'intelligence artificielle. Les États-Unis et la Chine détiennent, en termes de capitalisation, plus de 80 % des licornes mondiales (start-up valorisées à plus de 1 milliard de dollars) dans les biotechs et plus de 90 % des licornes mondiales en intelligence artificielle et dans le spatial. Les budgets réels de défense de la Chine et des États-Unis dépassent 55 % des dépenses militaires mondiales et ces deux pays détiennent vraisemblablement ensemble plus de 70 % des armements avancés fonctionnant avec de l'intelligence artificielle et en hypervélocité, la Russie étant également très avancée dans cette dernière technologie. La Chine et les États-Unis se battent réellement pour prétendre à la domination mondiale : ce sont deux guerriers géants s'affrontant économiquement, politiquement, militairement et scientifiquement pour prévaloir.
Pour des Européens sortis de l'Histoire en termes de volonté de puissance, il semble inconcevable de se battre au XXIe siècle pour dominer le monde. Mais de fait, nous assistons au retour des nations conquérantes, pour le meilleur et plus vraisemblablement pour le pire ! Pour une Europe commercialement mercantiliste et stratégiquement naïve, soumise à la règle bureaucratique de Lisbonne, la réaffirmation de la volonté de puissance par un nombre croissant d'États dans le monde constitue un choc existentiel qui menace la survie de l'Union européenne de la Bureaucratie et des normes étouffantes. (…)
Ce n'est pas la première fois dans l'Histoire qu'une puissance dominante est menacée par une puissance ascendante. Dans un livre qui analyse le risque de guerre entre la Chine et les États-Unis, Graham Allison rend d'abord compte des seize occurrences au cours desquelles, depuis le XVe siècle, une puissance dominante sur la planète a dû faire face à une puissance montante qui menaçait sa domination, sur le modèle du choc entre Athènes et Sparte au Ve siècle avant notre ère dont a rendu compte dans l'Histoire de la guerre du Péloponnèse. Sur ces seize occurrences, seulement quatre ont permis de trouver un accord entre les deux puissances, évitant une guerre directe, les douze autres ayant conduit à un choc frontal. (...) ».

Note : réflexion complémentaire de l'économiste Daniel Lacalle : « l'Union européenne ne connaît pas de problème de capital humain, d'entrepreneurs ou de solidité financière. Les entreprises et les banques de l'UE peuvent rivaliser avec les meilleures.
L'UE se caractérise par un système fiscal confiscatoire et un énorme fardeau réglementaire bureaucratique et interventionniste ».
Sur ce tout dernier point, Christian Saint-Étienne y revient lui-même dans une chronique parue dans Les Echos du 19 juin : « le fatras réglementaire auquel se consacre Bruxelles est inadapté et contre-productif. Il faut d'urgence transformer les institutions européennes si l'on veut que l'Union européenne survive ».

• Les analyses de P. Artus

« Il est crucial que l'Europe conserve son épargne, mais cette évolution serait très défavorable aux États-Unis »

Flash Economie n°66 du 12 juin.
« Les flux de capitaux internationaux vont de la zone euro vers les États-Unis, parce que les entreprises américaines ont un rendement plus élevé, parce que la croissance des E.-U est plus forte, que leurs investissements dans les nouvelles technologies et en R&D sont plus importants, que la progression des indices boursiers y est beaucoup plus rapide et qu'il y a une disponibilité de financements importante pour les starts-ups. Concrètement, il s'agit aussi bien d'achats d'actions, d'investissements directs, d'achats de titres du Trésor américain.
Or, on sait depuis le rapport de Mario Draghi, que l'Europe a un besoin d'investissements supplémentaires considérable, de 800 milliards d'euros par an (en cumulant investissements publics et investissements privés), 450 milliards pour les investissements de transition énergétique, 150 milliards pour les investissements dans les technologies digitales, 50 milliards pour les industries de défense, 150 milliards pour les innovations de rupture. Si l'Europe fait cet effort d'investissement, et si l'attrait des investisseurs à long terme pour les Etats-Unis ne change pas, il apparaîtra en Europe une très importante

insuffisance d'épargne disponible pour investir en Europe, d'où une forte hausse des taux d'intérêt à long terme (alors, recul de l'investissement, plus grande difficulté à stabiliser le taux d'endettement public).
Il est donc crucial que l'Europe puisse conserver son épargne afin de pouvoir réaliser les investissements supplémentaires nécessaires (qui représentent 4,7% du PIB de l'Union européenne), notamment en réalisant enfin l'union des marchés de capitaux, en accroissant la rentabilité des investissements en misant sur la R&D et les nouvelles technologies, en développant le capital-risque européen, en modifiant les ratios prudentiels de assureurs, en décloisonnant les financements bancaires et en ayant une dette publique unifée en Europe, émise par l'UE elle-même.
Mais si l'Europe parvient à conserver son épargne, il apparaîtra un déficit d'épargne aux États-Unis, qui générera aux États-Unis une hausse des taux d'intérêt à long terme : on a donc la perspective d'une guerre pour l'accaparement de l'épargne entre les États-Unis et l'Union européenne ».

Notes :
• À propos des investissements qu'il faudrait que l'Europe fasse, un rapport de la BCE est éclairante : ce rapport de la BCE indique en effet que ce qui limite l'investissement dans l'UE n'est pas la rareté des capitaux mais plutôt la "faiblesse de la demande" : les réponses nettes indiquent des attentes de quasi-stagnation de l'investissement des entreprises de la zone euro au cours des trois prochaines années, mais une augmentation des investissements en dehors de la zone euro...
• Dans « The ECB Blog » le 27 juin, E. Banu, J. Evrard, D. J. Schmidt et M. Wedow écrivent un article, « Franchir deux obstacles d'un seul coup : comment un produit d'épargne européen pourrait stimuler les rendements et les marchés financiers » où ils développent l'idée qu'« il est désormais urgent de canaliser l'épargne des particuliers vers les marchés de capitaux européens afin de les développer et de financer les priorités de l'UE. Dans ce numéro du blog de la BCE, nous démontrons qu'une norme européenne sur l'épargne pourrait accroître la participation des particuliers aux marchés de capitaux, au bénéfice des épargnants, en stimulant l'investissement dans les entreprises européennes et en soutenant les priorités stratégiques ».
https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2025/html/ecb.blog20250627~e439c6cd07.en.html

• « Europe : difficile d'éviter d'être pessimiste »
Les Echos, le 17 juin
« Le sentiment global est devenu plus favorable à l'égard de l'Europe. Le Vieux Continent est effectivement une zone de stabilité politique et institutionnelle, où des politiques hasardeuses ne sont pas menées, où l'Etat de droit est respecté, ce qui constitue aujourd'hui un contraste important avec les États-Unis.
Mais il faut pourtant réaliser que l'Europe est en grande difficulté pour de multiples raisons : vieillissement démographique (recul du nombre des naissances et donc, à terme, de la population en âge de travailler, avec toutes ses conséquences), stagnation de la productivité, faiblesse des compétences de la population active, absence de ressources en matières premières, difficultés de la coordination des politiques industrielles, sous-investissement et dépenses insuffisantes de recherche et développement, préférence pour l'épargne sans risque. (…) Apparaît ici un cercle vicieux : ces handicaps conduisent à une rentabilité des entreprises européennes nettement inférieure à celle des Américaines (le return on equity des premières est de 10 % contre 16 % pour les secondes). Il est donc naturel que l'épargne des Européens s'investisse aux États-Unis, même si pour rattraper ce retard, il faudrait précisément qu'elle reste en Europe.
Le regain d'optimisme risque donc de ne pas durer puisqu'il va être confronté à la faiblesse durable de l'économie européenne ».

• « Les investisseurs ont-ils [alors] raison de se tourner vers l'Europe au détriment des États-Unis ? »
« On comprend pourquoi les investisseurs ont la tentation de se tourner vers l'Europe au détriment des États-Unis :

- inquiétude légitime sur l'effet sur l'économie des Etats-Unis, à court terme et à long terme, des politiques menées par l'administration Trump (droits de douane, freinage de l'immigration, coupes dans les budgets fédéraux pour la recherche et les universités, déficits publics très élevés) ;
- espoir quant à la mise en place de politiques économiques qui dynamisent l'économie européenne, en particulier avec l'arrivée de Friedrich Merz au poste de chancelier en Allemagne, ou avec la perspective de la mise en place de l'union des marchés de capitaux.

Mais l'optimisme sur l'Europe est sans doute exagéré. L'Europe reste handicapée :

- par l'insuffisance des dépenses de recherche et développement et des investissements technologiques, d'où la stagnation de la productivité ;
- par l'absence de coordination des politiques industrielles ;
- par la faiblesse des compétences de la population active ;
- par la dégradation de la qualité des systèmes éducatifs ;
- par le prix élevé de l'énergie ;
- par le vieillissement démographique ;
- par la faiblesse de l'épargne investie dans des actifs risqués, par exemple dans le capital risque ;
- par la segmentation des marchés de capitaux ».

• « Le déclin de l'Europe est global »

Flash Economie du 25 juillet

« L'Europe est confrontée à un déclin qui affecte tous les aspects de son économie :

- déclin démographique ;
- déclin de la productivité du travail, et donc recul du poids de l'Europe dans l'économie mondiale
- déclin technologique, avec la faiblesse de l'investissement en nouvelles technologies et en Recherche-Développement (R&D) ;
- déclin industriel, avec la concurrence des pays émergents et des Etats- Unis ;
- déclin en termes de souveraineté économique, avec la dépendance de l'Europe pour les matières premières et pour les technologies numériques ;
- déclin des compétences, qu'elles concernent les jeunes ou les adultes.

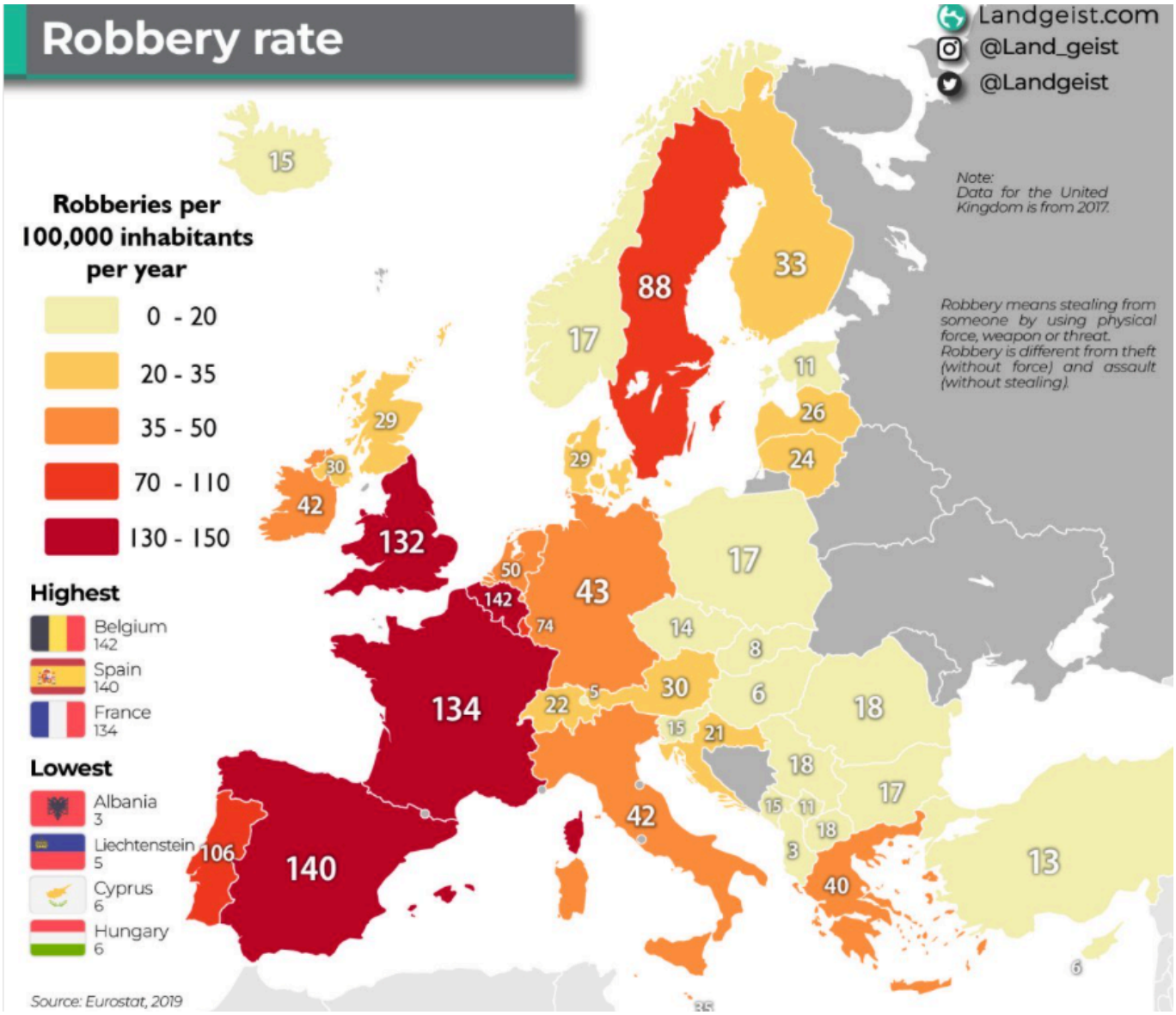
Sortir de ce déclin aux aspects multiples paraît être une tâche insurmontable ».

Notons que la veille, le 24, Michael Arouet postait sur X :

« Graphique révélateur [voir ci-après] : alors que les États-Unis continuent de suivre les principes du libre marché, de l'entrepreneuriat et de l'innovation, l'Europe a opté pour la surréglementation, la bureaucratie, la paranoïa verte et les absurdités de la redistribution socialiste. On ne multiplie pas la richesse en la divisant ».

Du même auteur, le lendemain, le 25 : « Payez 50 % d'impôts et de cotisations lorsque vous travaillez. Puis payez 20 % de TVA sur vos achats. Puis payez 30 % d'intérêts si vous parvenez à épargner. Ensuite, vos enfants paient 20 % à votre décès. Venez en Europe ! ». Et Elon Musk ajoute : « Et puis... une grande partie de ce sur quoi cet argent est dépensé, vous n'êtes même pas d'accord ».

Et le 27 février, il propose le schéma suivant, en se posant la question de savoir ce qui s'est passé en Europe occidentale ? :



Sa réponse est : « l'Europe occidentale se rapproche de l'Afrique du Sud, où il faut vivre dans un campus surveillé pour être en sécurité ».

• Où placer son épargne ?

Flash Economie du 7 août :

« L'Europe est caractérisée :

- par un taux d'épargne des ménages élevé, par un excédent important de sa balance courante ;
- par une rentabilité faible du capital des entreprises, comparée à celle des États-Unis, résultant de leur effort insuffisant de dépenses en Recherche-Développement, d'investissement en nouvelles technologies, de robotisation ; et aussi d'un partage des revenus nettement plus favorable aux salariés qu'aux États-Unis.

Il y a alors deux stratégies possibles pour l'Europe :

- la stratégie volontariste (celle décrite dans le rapport Draghi) : maintenir en Europe l'épargne des Européens pour pouvoir financer des investissements dans le numérique, dans les innovations de rupture, dans la transition énergétique ;
- la stratégie d'acceptation de la faiblesse de la rentabilité de capital en Europe : continuer à investir dans le reste du monde l'épargne des Européens pour bénéficier d'un revenu du capital élevé et financer la protection sociale (le système de retraite) à partir de ce revenu du capital ».

• Les recommandations de Damon Golsorkhi

« Nous sommes en train de perdre la guerre, il est temps de se réveiller » (Les Echos, 16 juin)

« Malgré ses controverses, Donald Trump offre une véritable masterclass stratégique où l'intérêt national prime sur les postures morales ou idéologiques. L'Europe gagnerait à s'en inspirer pour influencer le monde d'aujourd'hui et de demain. (…)

Le premier enseignement est celui d'une définition sans équivoque des objectifs politiques. Sous Trump, les Etats-Unis savent précisément ce qu'ils veulent : protection des intérêts économiques, renforcement sécuritaire, alliances ciblées, redéfinition et diffusion idéologique. En Europe, cette clarté fait défaut à cause d'une polyphonie endémique des différents membres, diluant ainsi l'efficacité de ses initiatives internationales.

Ensuite, la diplomatie américaine, pragmatique et transactionnelle, est une leçon d'efficacité en termes d'engagement à court terme et d'impact à long terme. (…) Une telle démarche, loin d'être cynique, pourrait inspirer la diplomatie européenne, souvent trop timide dans l'affirmation de ses intérêts économiques, technologiques, militaires et politiques communs.

La souveraineté stratégique constitue un troisième pilier essentiel. En privilégiant l'autonomie énergétique et industrielle, Trump rappelle l'importance vitale pour une puissance de maîtriser ses ressources. L'Europe, confrontée aux défis énergétiques et technologiques et empêtrée dans une idéologie simpliste de l'écologie doit impérativement retrouver cette indépendance stratégique. (…)

Trump exploite sans état d'âme ses atouts économiques pour atteindre des objectifs diplomatiques. À titre d'exemple, la politique tarifaire contre ses « amis » mais aussi ses "ennemis" témoigne de l'efficacité d'un levier que Bruxelles utilise encore trop peu. (…)

En matière d'information, la présidence Trump montre comment dominer le récit. (…) Dans une ère où la communication multicanal digitalisée forge l'opinion mondiale, l'Europe doit rapidement développer une stratégie communicationnelle ambitieuse et proactive. (…)

La flexibilité stratégique est également primordiale. (…) L'Europe doit sortir de ses rigidités doctrinales pour adopter une stratégie capable de se réorienter à tout moment, gage de sa pertinence sur la scène internationale.

Quant aux alliances, Donald Trump enseigne une leçon brutale mais nécessaire : elles doivent être sélectives et basées sur une réciprocité réelle. (…) L'Europe, trop souvent généreuse sans contrepartie équitable, doit exiger de ses alliés internationaux un partenariat réellement équilibré, politique et économique.

Enfin, l'idéologie ne peut plus dicter seule une stratégie efficace. Elle doit être conjuguée à d'autres leviers. Donald Trump, en privilégiant le pragmatisme, montre comment l'intérêt national prime sur les postures morales ou idéologiques. L'Europe, attachée à ses valeurs démocratiques, doit cependant apprendre à conjuguer principes et pragmatisme si elle veut influencer efficacement le monde d'aujourd'hui et de demain. (…) ».

• Trois points de vue autorisés, encourageants

1) Le point de vue de Christine Lagarde, Présidente de la BCE

Blog de la BCE, le 17 juin

« Nous assistons à une profonde mutation de l'ordre mondial. (…) Mais cette évolution en cours offre également à l'Europe l'opportunité de prendre davantage en main son destin et à l'euro de gagner en importance à l'échelle mondiale. Actuellement, l'euro est la deuxième monnaie la plus utilisée au monde, représentant 20 % des réserves de change mondiales, contre 58 % pour le dollar américain.

Le renforcement du statut mondial de l'euro apporterait des avantages tangibles : des coûts d'emprunt plus faibles, une exposition réduite aux fluctuations monétaires et une protection contre les sanctions et les mesures coercitives.

Mais une telle avancée vers une plus grande importance internationale pour notre monnaie ne se fera pas par défaut : elle doit être méritée. Comme par le passé, les inquiétudes actuelles concernant la monnaie dominante ne suscitent pas encore de changement majeur en faveur d'alternatives. Elles se traduisent plutôt par une demande croissante d'or.

Pour que l'euro atteigne son plein potentiel, l'Europe doit renforcer trois piliers fondamentaux : la crédibilité géopolitique, la résilience économique et l'intégrité juridique et institutionnelle.

Premièrement, la position mondiale de l'euro repose sur le rôle de l'Europe dans les échanges commerciaux. L'UE est le premier partenaire commercial mondial : elle est le premier partenaire de 72 pays, représentant près de 40 % du PIB mondial. Cela se reflète dans la part de l'euro comme monnaie de facturation, qui s'élève à environ 40 %. L'UE doit tirer parti de cette position en concluant de nouveaux accords commerciaux.

Le "privilège exorbitant" d'une monnaie de réserve internationale, évoqué par Valéry Giscard d'Estaing dans les années 1960, s'accompagne de responsabilités.

Pour éviter les pénuries de liquidités en euros à l'étranger, la BCE étend ses lignes de swap et de pension à ses principaux partenaires afin de garantir la bonne transmission de sa politique monétaire.

La véritable confiance repose toutefois sur des faits concrets. Les investisseurs recherchent des régions qui honorent leurs alliances. De telles garanties ont démontré qu'elles pouvaient augmenter la part d'une monnaie dans les réserves de change jusqu'à 30 points de pourcentage. L'Europe connaît actuellement une transition majeure vers la reconstruction de son pouvoir de persuasion, ce qui devrait également contribuer à renforcer la confiance mondiale dans l'euro.

Deuxièmement, la solidité économique est le pilier de toute monnaie internationale. Les émetteurs performants présentent généralement trois caractéristiques clés : une croissance forte, pour attirer les investissements ; des marchés de capitaux profonds et liquides, pour soutenir les transactions d'envergure ; et une offre abondante d'actifs sûrs.

L'Europe est toutefois confrontée à des défis structurels. Sa croissance reste faible, ses marchés de capitaux restent fragmentés et, malgré une situation budgétaire globale solide, avec un ratio dette/PIB de 89 % contre 124 % aux États-Unis, l'offre d'actifs sûrs de haute qualité est à la traîne. Des estimations récentes indiquent que l'encours des obligations souveraines notées au moins AA représente un peu moins de 50 % du PIB dans l'UE, contre plus de 100 % aux États-Unis.

Pour que l'euro gagne en importance, l'Europe doit prendre des mesures décisives en achevant le marché unique, en allégeant les contraintes réglementaires et en construisant une union des marchés de capitaux solide. Les industries stratégiques, telles que les technologies vertes et la défense, devraient être soutenues par des politiques européennes coordonnées. Le financement conjoint de biens publics, comme la défense, pourrait créer davantage d'actifs sûrs.

Troisièmement, la confiance des investisseurs dans une monnaie est in fine liée à la solidité des institutions qui la soutiennent. Certes, l'UE n'est pas facile à comprendre de l'extérieur. Mais son processus décisionnel structuré et inclusif garantit l'équilibre des pouvoirs, la stabilité et la certitude politique. Le respect de l'État de droit et l'indépendance des institutions clés, comme la BCE, sont des avantages comparatifs essentiels que l'UE devrait exploiter.

Pour renforcer ces avantages, nous devons réformer la structure institutionnelle de l'Europe. Un veto unique ne doit plus pouvoir faire obstacle aux intérêts collectifs des 26 autres États membres. Un vote à la majorité qualifiée plus large dans les domaines critiques permettrait à l'Europe de parler d'une seule voix.

L'histoire nous enseigne que les régimes semblent durables, jusqu'à ce qu'ils disparaissent. Des changements dans la domination des monnaies mondiales se sont déjà produits. Ce moment de changement représente une opportunité pour l'Europe : c'est le moment de l'"euro mondial". Pour le saisir et renforcer le rôle de l'euro dans le système monétaire international, nous devons agir avec détermination, en tant qu'Europe unie, prenant davantage en main son destin ».

2) Le point de vue d'Alfred Kammer, directeur du Département Europe au FMI

« L'Europe est confrontée aux défis les plus redoutables depuis la Guerre froide. L'invasion de l'Ukraine par la Russie, première guerre d'agression majeure sur le sol européen depuis 1945, a contraint à une remise en question fondamentale des certitudes anciennes. Les troubles géopolitiques ont ébranlé les chaînes d'approvisionnement, perturbé les échanges commerciaux et révélé de graves vulnérabilités en matière de sécurité énergétique. L'alliance transatlantique, garante de la sécurité depuis 80 ans, est sous pression. L'Europe s'est engagée à accroître ses dépenses de défense pour repousser ses ennemis étrangers, mais doit également protéger les services publics et les systèmes de protection sociale qui sous-tendent son contrat social. Ces défis seraient beaucoup plus simples à résoudre si la croissance économique était forte et les fonds publics abondants. Mais la reprise post-pandémique de l'Europe s'est essoufflée, et la stagnation de la productivité plombe les perspectives de croissance à moyen terme. Les pays sont confrontés à d'importantes tensions sur leurs finances publiques, avec des pressions croissantes sur les dépenses. Les exportateurs sont confrontés à des droits de douane élevés pour vendre leurs marchandises à leur principal marché étranger, les États-Unis. De plus, la population européenne en âge de travailler devrait diminuer de 54 millions d'ici la fin du siècle, ce qui compliquera d'autant plus la croissance et l'amélioration du niveau de vie.

Pourtant, si l'histoire est un guide, l'Europe peut transformer l'adversité en avantage. Après la Seconde Guerre mondiale, les nations européennes ont été confrontées à la tâche monumentale de reconstruire leurs économies, de restaurer la stabilité politique et de prévenir de futurs conflits. Elles ont relevé ces défis par l'intégration économique et la coopération politique, aspirant à la libre circulation des biens, des services, des personnes et des capitaux par-delà les frontières. Cette expérience historique unique, qui a ensuite donné naissance au marché unique européen, est née d'une conviction fondamentale : des liens économiques plus forts entre les nations apportent paix, prospérité et stabilité.

La reconstruction d'après-guerre a joué un rôle essentiel. Le plan Marshall est peut-être plus connu, mais d'autres initiatives – l'Union européenne des paiements de 1950 et la Communauté européenne du charbon et de l'acier de 1952, par exemple – se sont avérées tout aussi cruciales. Elles ont établi des bases essentielles et renforcé la coopération transfrontalière. En 1957, six nations formaient la Communauté économique européenne, engageant le continent sur la voie du marché unique.

Quatre-vingts ans plus tard, le marché unique a réalisé des progrès remarquables. Composé de 27 nations et de 450 millions d'habitants, il est au cœur de l'Union européenne. Il a fait de l'UE une puissance économique mondiale, représentant environ 15 % du PIB mondial en dollars américains courants, comparable seulement aux États-Unis et à la Chine. Cette prospérité ne s'est pas faite au détriment de ses valeurs fondamentales ni de sa qualité de vie. Aujourd'hui, de nombreux pays européens se classent parmi les meilleurs en termes de satisfaction de vie, de sécurité au travail, de protection sociale et d'espérance de vie. Et l'Europe a continué à mettre l'accent sur la coopération internationale, que ce soit en matière de politique commerciale ou climatique, même dans les périodes les plus difficiles.

Pourtant, le marché unique reste incomplet. Son plein potentiel économique est limité par des barrières persistantes et des priorités nationales dans certains secteurs et industries (voir « L'avenir de l'Europe repose sur une plus grande unité » dans ce numéro de F&D). Évoluer vers une forme partagée de souveraineté économique et politique n'est jamais facile – et ne devrait pas l'être. C'est d'ailleurs la principale raison pour laquelle le marché unique a toujours été perçu comme un chantier en cours. Des secteurs d'importance stratégique – l'énergie, la finance et les communications – ont été exclus de l'intégration complète dès le départ. Mais comme le montrent clairement les récents rapports des anciens Premiers ministres italiens Mario Draghi et Enrico Letta, l'achèvement et l'approfondissement du marché unique sont devenus d'autant plus convaincants face à la multiplication des défis extérieurs. L'Europe a besoin de plus de croissance et d'une plus grande résilience économique. Une économie plus intégrée peut offrir les deux.

L'UE a réalisé des progrès significatifs en matière de libéralisation des échanges entre ses États membres, mais de nombreux obstacles subsistent. Les barrières commerciales élevées au sein de l'Europe équivalent à un coût ad valorem de 44 % pour les produits manufacturés et de 110 % pour les services, selon une étude du FMI (2024). Ces coûts sont supportés par les consommateurs et les entreprises de l'UE sous la forme d'une concurrence moindre, de prix plus élevés et d'une productivité moindre.

L'UE est également loin de l'intégration des marchés de capitaux, les flux transfrontaliers étant entravés par une fragmentation persistante selon les frontières nationales. La capitalisation boursière totale des bourses du bloc s'élevait à environ 12 000 milliards de dollars en 2024, soit 60 % du PIB des pays participants. À titre de comparaison, les deux plus grandes bourses américaines affichaient une capitalisation boursière combinée de 60 000 milliards de dollars, soit plus de 200 % du PIB national. L'harmonisation limitée au niveau de l'UE dans des domaines importants, comme le droit des valeurs mobilières, freine la croissance en empêchant les capitaux de circuler là où ils sont les plus productifs.

C'est l'une des raisons pour lesquelles l'Europe a pris du retard dans l'adoption de technologies améliorant la productivité et que ses niveaux de productivité sont faibles. Aujourd'hui, la productivité totale des facteurs de l'UE est inférieure d'environ 20 % à celle des États-Unis. Une productivité plus faible signifie des revenus plus faibles. Même dans les plus grandes économies avancées de l'UE, le revenu par habitant est inférieur d'environ 30 % à la moyenne américaine.

Entreprises à faible croissance

L'important écart de productivité en Europe mérite un examen plus approfondi. Mes collègues ont récemment examiné la performance des entreprises européennes susceptibles de devenir des moteurs de croissance macroéconomique : des leaders établis en matière de productivité ainsi que des jeunes entreprises à forte croissance (Adilbish et al., 2025). Les résultats révèlent d'importants écarts en matière d'innovation et de productivité par rapport à la frontière mondiale pour les deux groupes.

Non seulement les entreprises leaders européennes sont à la traîne de leurs concurrentes américaines, mais elles s'accentuent au fil du temps. Ce constat est vrai dans tous les secteurs, mais particulièrement dans le secteur technologique. Alors que la

productivité des entreprises technologiques américaines cotées en bourse a augmenté d'environ 40 % au cours des deux dernières décennies, les entreprises technologiques européennes n'ont enregistré quasiment aucune amélioration.
L'une des raisons pourrait être que les entreprises américaines redoublent d'efforts : elles ont triplé leurs dépenses en recherche et développement pour atteindre 12 % de leur chiffre d'affaires, soit trois fois le ratio des entreprises européennes, qui stagnait à 4 % en moyenne ces dernières décennies. L'avenir serait plus prometteur si l'Europe pouvait compter sur de jeunes entreprises à forte croissance pour réduire son déficit d'innovation et de productivité. Hélas, l'UE compte peu d'entreprises de ce type. Et leur empreinte économique est nettement inférieure à celle des États-Unis, où les jeunes entreprises représentent une part bien plus importante de l'emploi.
En d'autres termes, l'UE compte trop de petites entreprises, d'entreprises anciennes et à faible croissance. Environ un cinquième des salariés européens travaillent dans des microentreprises de 10 personnes ou moins, soit environ le double du chiffre américain. Et alors qu'une entreprise européenne moyenne en activité depuis 25 ans ou plus emploie environ 10 salariés, les entreprises américaines comparables en emploient 70.
Comment expliquer ces différences marquées ?
Nos recherches soulignent la fragmentation persistante des marchés de consommation européens des biens et services. Mais les marchés des capitaux et du travail sont également en cause, limitant encore davantage les incitations et les capacités des entreprises à se développer.
Les marchés financiers européens, dominés par les banques, privilégient les garanties physiques pour leurs prêts. Mais les jeunes entreprises, notamment dans le secteur technologique, disposent généralement de moins d'actifs physiques et de plus d'actifs immatériels, tels que les brevets. Le continent a besoin des marchés financiers pour canaliser l'épargne vers des investissements à long terme à grande échelle dans des idées risquées mais potentiellement révolutionnaires.
La pénurie de travailleurs hautement qualifiés constitue un autre problème. Elle reflète à la fois les importants obstacles à la mobilité transfrontalière de la main-d'œuvre et le manque général de capital humain nécessaire aux secteurs innovants. Ce phénomène est aggravé par le vieillissement de la population de nombreux pays, ce qui pourrait rendre plus difficile l'accès aux nouvelles idées qui donnent naissance à de jeunes entreprises à forte croissance.
Un marché unique renforcé
Pour l'instant, du moins, l'écart de productivité de l'Europe ne provient pas d'une pénurie d'idées innovantes. L'Europe demeure un important incubateur d'innovation en sciences et technologies fondamentales, et ses entreprises continuent de repousser les frontières intellectuelles, notamment dans des domaines comme l'industrie pharmaceutique et la bio-ingénierie. Malgré cela, on observe une tendance inquiétante : les entreprises européennes innovantes transfèrent leurs talents vers des marchés plus dynamiques ailleurs. De futures entreprises « licornes », valorisées à plus d'un milliard de dollars, quittent l'UE pour les États-Unis à un rythme 120 fois plus rapide que l'inverse, selon une étude de Ricardo Reis, de la London School of Economics.
L'Europe dispose certainement de suffisamment d'épargne pour financer des investissements plus importants. À environ 15 % du PIB, le taux d'épargne des ménages de l'UE est environ trois fois supérieur à celui des États-Unis. Pourtant, les Américains ont investi 4,60 dollars en actions, fonds d'investissement et fonds de pension ou d'assurance pour chaque dollar investi dans ces actifs par les Européens en 2022. Le problème fondamental réside dans la capacité plus limitée de l'UE à canaliser les idées et les capitaux vers des utilisations productives à l'intérieur de ses frontières. En d'autres termes, le marché intérieur fragmenté du continent n'a pas réussi à générer une croissance significative des revenus.
Tout cela souligne l'urgence de mener à bien le programme du marché unique. Des politiques macroéconomiques saines, notamment la garantie de la stabilité des prix pour offrir une certaine sécurité aux investisseurs et la résolution des problèmes de dépenses sans compromettre la viabilité budgétaire, sont des conditions préalables indispensables. Ensuite, les pays doivent intensifier les réformes dans les domaines clés du marché unique.
La réduction des barrières commerciales intérieures, pour les biens et surtout pour les services, doit être une priorité. Cela inciterait les entreprises à entreprendre des activités de R&D et d'autres investissements à haut risque et à forte rentabilité. Nos recherches montrent que l'UE pourrait augmenter son PIB de 7 % si elle réduisait de 10 % les barrières internes au commerce des biens et à la production multinationale. Il existe une marge de progression importante en ouvrant les secteurs protégés, en libéralisant les services et en harmonisant les réglementations.
Ces efforts doivent s'accompagner de progrès vers un marché des capitaux intégré, ou une union de l'épargne et de l'investissement (voir « L'Union européenne de l'épargne et de l'investissement, insaisissable » dans ce numéro de F&D). Des réformes cruciales, notamment la révision du régime prudentiel des assureurs et l'harmonisation de la surveillance des marchés de capitaux, pourraient canaliser l'épargne substantielle de l'UE.
Ces efforts doivent s'accompagner de progrès vers un marché des capitaux intégré, ou une union de l'épargne et de l'investissement. Des réformes cruciales, notamment la révision du régime prudentiel des assureurs et l'harmonisation de la surveillance des marchés de capitaux, pourraient canaliser les économies substantielles de l'UE vers le financement par actions indispensable à toutes les entreprises. Les jeunes entreprises à forte croissance bénéficieraient grandement d'une plus grande disponibilité de capitaux et de coûts de financement plus faibles – capitaux que l'intégration des marchés pourrait apporter, surtout si elle s'accompagne de réformes nationales visant à libérer l'investissement en capital-risque.
Parallèlement, les pays doivent veiller à ne pas compromettre le marché unique et toutes ses opportunités par une politique industrielle mal conçue. La politique industrielle peut jouer un rôle si elle corrige les défaillances du marché, en incitant les entreprises à devenir plus vertes ou à adopter des technologies transformatrices, par exemple. Mais protéger les industries matures d'une transformation structurelle radicale n'est pas judicieux. L'Europe doit regarder vers l'avenir, et non vers le passé.
Même une politique industrielle soigneusement ciblée peut se retourner contre elle en détournant les modèles commerciaux et de production des domaines d'avantage comparatif établis. Les pays doivent coordonner leurs politiques industrielles ou, mieux encore, convenir de les définir au niveau de l'UE (Hodge et al., 2024).
Une plus grande résilience

Un marché unique pleinement intégré renforcerait également la résilience économique de l'Europe dans le monde périlleux et sujet aux chocs d'aujourd'hui. Les entreprises qui servent davantage de clients dans davantage de pays sont moins affectées par les fluctuations économiques nationales. Le même principe s'applique aux portefeuilles d'investissement personnels lorsque les barrières des marchés financiers sont assouplies et que les individus répartissent leurs avoirs dans toute l'UE. Les avantages du partage des risques peuvent être considérables, mais la diversification reste limitée par rapport aux États-Unis.
De même, l'UE pourrait réduire sa dépendance aux importations de pétrole et de gaz, se protéger de la volatilité des marchés mondiaux de l'énergie et baisser les prix pour les consommateurs grâce à un marché de l'énergie plus intégré.
Pour tirer pleinement parti des réformes de l'UE, les efforts nationaux doivent être à la hauteur des ambitions régionales. Nos prochaines recherches montrent que les marchés du travail, le capital humain et la fiscalité sont ceux qui ont le plus besoin d'être réformés pour stimuler la croissance. Les économies avancées bénéficieraient le plus de la déréglementation des marchés de produits, de l'approfondissement des marchés du crédit et des capitaux, et de la promotion de l'innovation. Pour de nombreux pays d'Europe centrale, orientale et méridionale, les principales priorités sont l'investissement dans la main-d'œuvre qualifiée, la débureaucratisation et l'amélioration de la gouvernance. Les gains de croissance pourraient être considérables.
Le pouvoir de l'intégration
L'élargissement de 2004 a accueilli Chypre, la République tchèque, l'Estonie, la Hongrie, la Lettonie, la Lituanie, Malte, la Pologne, la République slovaque et la Slovénie dans l'UE. Vingt ans plus tard, le PIB par habitant de ces pays est supérieur de plus de 30 % à ce qu'il aurait été sans l'adhésion. Pour les pays déjà membres de l'UE, le PIB par habitant est supérieur de 10 % à ce qu'il aurait été sans l'élargissement (Beyer, Li et Weber, 2025). Cette amélioration du niveau de vie souligne le puissant impact de l'intégration. Les propositions de réforme actuelles constituent un début, mais il faut faire preuve de plus d'ambition. Un marché unique plus fort améliorerait les perspectives économiques de l'UE, soutiendrait ses priorités politiques et renforcerait sa résilience, garantissant ainsi à la région de rester un leader mondial en matière d'innovation, de durabilité et de qualité de vie. C'est une opportunité que l'Europe ne peut se permettre de gâcher.

References
Adilbish, O., D. Cerdeiro, R. Duval, G. Hong, L. Mazzone, L. Rotunno, H. Toprak, and M. Vaziri. 2025. "Europe's Productivity Weakness: Firm-Level Roots and Reme- dies." IMF Working Paper 25/40, International Monetary Fund, Washington, DC.
Beyer, R., C. Li, and S. Weber. 2025. "Economic Bene- fits from Deep Integration: 20 Years after the 2004 EU Enlargement." IMF Working Paper 25/47, International Monetary Fund, Washington, DC.
Hodge, A., R. Piazza, F. Hassanov, X. Li, M. Vaziri, A. Weller, and Y. Wong. 2024. "Industrial Policy in Europe: A Single Market Perspective." IMF Working Paper 24/249, International Monetary Fund, Washington, DC.
International Monetary Fund (IMF). 2024. *Regional Eco- nomic Outlook for Europe: A Recovery Short of Europe's Full Potential.* Washington, DC, October ».

3) Le point de vue du Haut-Commissariat à la stratégie et au Plan français

Papier paru le 31 juillet : « Le "Weimar des idées", une stratégie pour l'avenir de l'Europe »
https://www.strategie-plan.gouv.fr/files/files/Publications/2025/2025-07-31%20-%20Weimar/HCSP-2025_Weimar%20des%20idees_Policy%20Paper%20FR_2025-01_1août-12h-CLEAN.pdf
Voici les trois encadrés que contient ce document :

Objectif identifié

Renforcer la défense européenne et l'autonomie stratégique de l'Europe

*

Principales propositions

- La guerre en Ukraine et la sécurité européenne

– Renforcer le soutien à l'Ukraine pour garantir sa victoire face à l'agression russe et réduire la capacité de la Russie à menacer la sécurité de l'Europe à court terme.

– Affirmer le rôle de l'Europe dans les négociations en cours sur l'architecture future de la sécurité du continent, qui ne doit pas être définie uniquement par les États-Unis et la Russie.

– Ouvrir un débat sur le rôle de la dissuasion nucléaire dans la sécurité européenne.

– Se préparer progressivement et avec pragmatisme à un possible désengagement américain en matière de sécurité européenne.

– Créer un « Conseil européen de défense » pour renforcer la coordination en la matière.

– Renforcer les liens avec les partenaires de l'OTAN hors UE (Canada, Royaume-Uni, Norvège) et les partenaires internationaux (Japon, Corée du Sud, Australie, Inde).

- BITDE et montée en puissance industrielle

– Accélérer la coopération industrielle dans le domaine de la défense (R & D conjointe, production, implication des PME).

– Construire une base industrielle européenne de défense intégrée (préférence européenne).

- Participation des citoyens et légitimité démocratique

– Sensibiliser davantage les citoyens au fait que la guerre d'expansion menée par la Russie contre l'Ukraine concerne l'ensemble de l'Europe.

– Impliquer davantage les citoyens et le Parlement européen dans les débats sur la sécurité pour renforcer le soutien démocratique à l'action européenne.

Objectif identifié

Renforcer la compétitivité et la résilience de l'Europe

*

Principales propositions

- Libérer le capital privé en établissant une feuille de route concrète et ambitieuse pour créer une véritable Union européenne de l'épargne et des investissements.
- Recentrer la politique industrielle sur un nombre limité de secteurs stratégiques, appuyée par des règles européennes simplifiées, coordonnées et juridiquement contraignantes.
- Réformer les politiques énergétique et climatique avec une approche à la fois ambitieuse et pragmatique, en garantissant la neutralité technologique et en accélérant l'intégration des infrastructures via les interconnexions.
- Défendre un commerce ouvert et fondé sur des règles, notamment par une meilleure protection contre les pratiques déloyales et une stratégie de réduction des dépendances là où cela est nécessaire, particulièrement dans les secteurs critiques.

Objectif identifié

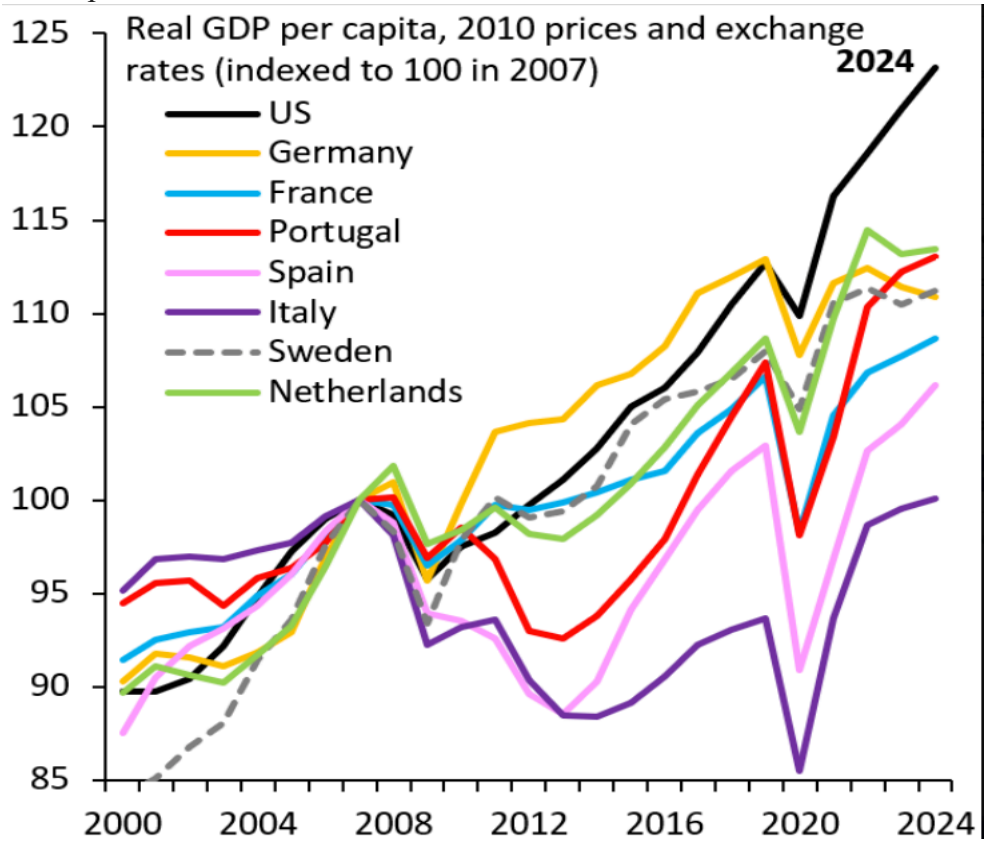
Rebâtir la confiance et rendre la gouvernance de l'Union européenne plus efficace

*

Principales propositions

- Réformer la prise de décision dans le cadre des traités existants (extension du vote à la majorité qualifiée, réduction de la taille de la Commission).
- Renforcer l'application de l'État de droit et les garanties démocratiques (création d'un « Fonds européen pour la résilience démocratique »).
- Accorder au Parlement européen un droit d'initiative législative.
- Soutenir les initiatives visant à développer une identité et un récit européens partagés.
- Organiser des sommets informels pour définir des objectifs communs.
- Faire de l'élargissement une opportunité stratégique pour moderniser les institutions européennes.

Sans le vouloir, Robin Brooks apporte le 21 juin une nuance de taille aux propos précédents : « quand on me dit que l'exceptionnalisme américain est révolu, je leur montre ce graphique. Les États-Unis surpassent largement l'UE en termes de croissance du PIB réel par habitant. Les raisons en sont profondément structurelles et n'ont pas changé d'un iota. L'exceptionnalisme américain – du moins en termes de croissance – est là pour durer… » :



Et, tout début juillet (le 1er), on assiste à la poursuite de l'appréciation de l'euro par rapport au dollar :

Comme ce mouvement a des chances de perdurer à cause de l'incertitude mondiale ambiante, la BCE craint que le taux de change face au dollar dépasse les 1,20 €, ce qui rendrait compliquée la situation parce que, au-delà de ce seuil il y aurait des tensions sur l'inflation et sur toute l'activité économique.

Le 3 juillet, donc à six jours du 9 juillet, l'échéance fixée par le Président Trump pour la fin de la pause sur les tarifs douaniers, que le Chancelier allemand Friedrich Merz presse l'UE de conclure un accord commercial, « rapide et simple » avec les États-Unis et, pour cela, propose d'accepter des droits à 10% pour éviter toute escalade si les négociations n'aboutissent pas (il faut dire que l'économie allemande est

très dépendante des exportations vers les États-Unis). Lors d'une conférence donnée au Danemark, la Président von der Leyen précise que l'UE est « prête à conclure un accord ».

• Deux points de vue bien différents

1) Celui de Dominique Moisi, suite à la réunion de l'OTAN, fin juin.

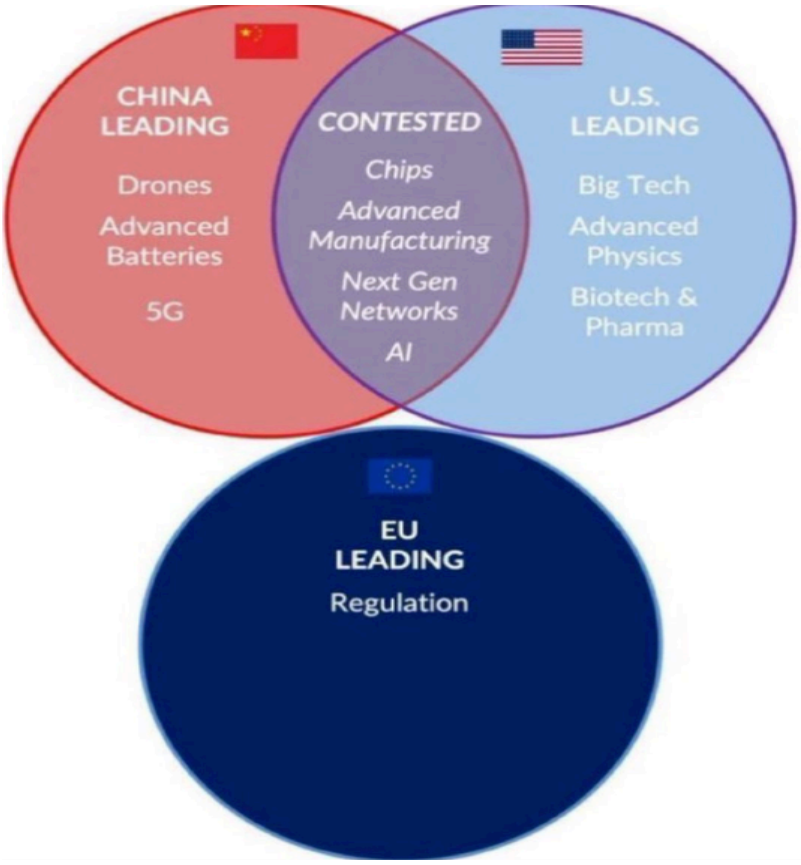
Le paragraphe immédiatement précédent donne une bonne transition au point de vue défendu dans Les Echos du 4 juillet par le géopolitologue Dominique Moisi.

Une réunion de l'OTAN s'est tenue à La Haye les 24 et 25 juin.
Le communiqué de presse commence ainsi : « Ce mercredi (25 juin 2025) à La Haye, l'OTAN a clôturé un sommet historique, marqué par la décision des Alliés d'investir 5 % de leur produit intérieur brut (PIB) dans la défense, ce qui permettra à l'OTAN d'être plus forte et plus unie dans les années à venir et de soutenir l'Ukraine dans la durée ».
Voici des extraits du **commentaire qu'en fait Dominique Moisi dans Les Echos du 4 juillet** :
« "Apprenez que tout flatteur vit aux dépens de celui qui l'écoute". Telle était la conclusion de la fable de La Fontaine "Le Corbeau et le renard". Se pourrait-il que l'inverse soit également vrai et que le flatté vive aux dépens du flatteur ? Surtout, si le flatté méprise le flatteur et est renforcé dans son jugement par le comportement de ce dernier.
Il est plus que légitime de se poser cette question au lendemain du sommet de l'OTAN qui s'est tenu il y a quelques jours à La Haye. En matière de flatterie, les Européens ont fait fort, très fort même. On n'avait encore jamais vu tant de lâcheté et de soumission face à l'autoproclamé futur prix Nobel de la paix. Le secrétaire général de l'OTAN (est-ce sa fonction ou ses origines nationales des Pays-Bas, traditionnellement très atlantistes ?) Mark Rutte a été jusqu'à surnommer Donald Trump "daddy" (papa). Et ce avec un mélange de tendresse et d'humour qui cachait mal ses intentions serviles. Il est vrai que depuis la rencontre explosive dans le bureau ovale de la Maison-Blanche entre Zelensky et Trump, l'idée semble s'être imposée que la seule manière de traiter avec Donald Trump était de le flatter. Aucun compliment ne paraît assez énorme pour satisfaire l'hyper-narcissisme du quarante-septième président des États-Unis.
"Soyez forts, l'Histoire ne respecte que les forts" aurait dit l'ancienne Première ministre d'Israël, Golda Meir. La nouvelle doctrine des alliés de l'Amérique serait-elle devenue "Soyons pleutres" ? Si tel était le cas, il s'agirait d'une double erreur : stratégique et éthique. (…)
C'est ainsi que de petites lâchetés en petites lâchetés, ou de grandes flatteries en grandes flatteries, l'Europe risque de passer à côté de sa chance historique d'exister enfin. Et ce au moment où un alignement des planètes devrait lui ouvrir les yeux sur sa responsabilité mondiale nouvelle : incarner le parti de la raison et de la modération, dans un monde au bord du chaos. L'Europe serait-elle incapable de dépasser sa faiblesse structurelle, sinon existentielle : comment se revendiquer comme modèle, si l'on n'est pas (ou plus) un acteur ? ».
Le même jour et également dans Les Echos, Karl De Meyer note que les négociations EU et UE n'aboutissent pas, surtout que les membres de l'UE ne sont pas d'accord entre eux sur la stratégie à adopter : certains membres veulent créer un rapport de force tandis que d'autres veulent éviter l'escalade. « Dans ce contexte incertain, où la décision finale revient à Donald Trump et peut donc changer à tout moment, les négociateurs européens se préparent à la possibilité de voir Washington imposer des droits unilatéraux à 20 % sur les produits made in EU à partir de jeudi ». Certains pays comme la France plaident pour l'activation rapide des contre-mesures, mais d'autres, en particulier l'Allemagne et l'Italie ne sont pas pour, la première, parce que la première est le 1er exportateur de l'UE et qu'elle veut sauvegarder son industrie automobile, et la seconde parce qu'elle est le 2ème exportateur…

Notes dans le même ordre d'idées :

• Relire le discours de Yanis Varoufakis, plus haut en note du paragraphe sur le financement de l'effort budgétaire que doit faire en principe l'UE.

• Le 5 juillet, en voyant ce schéma, Michael Arouet se demande si c'est drôle ou triste ?



Et il poursuit plus tard (le 26 juillet) la même réflexion en voyant celui-ci :

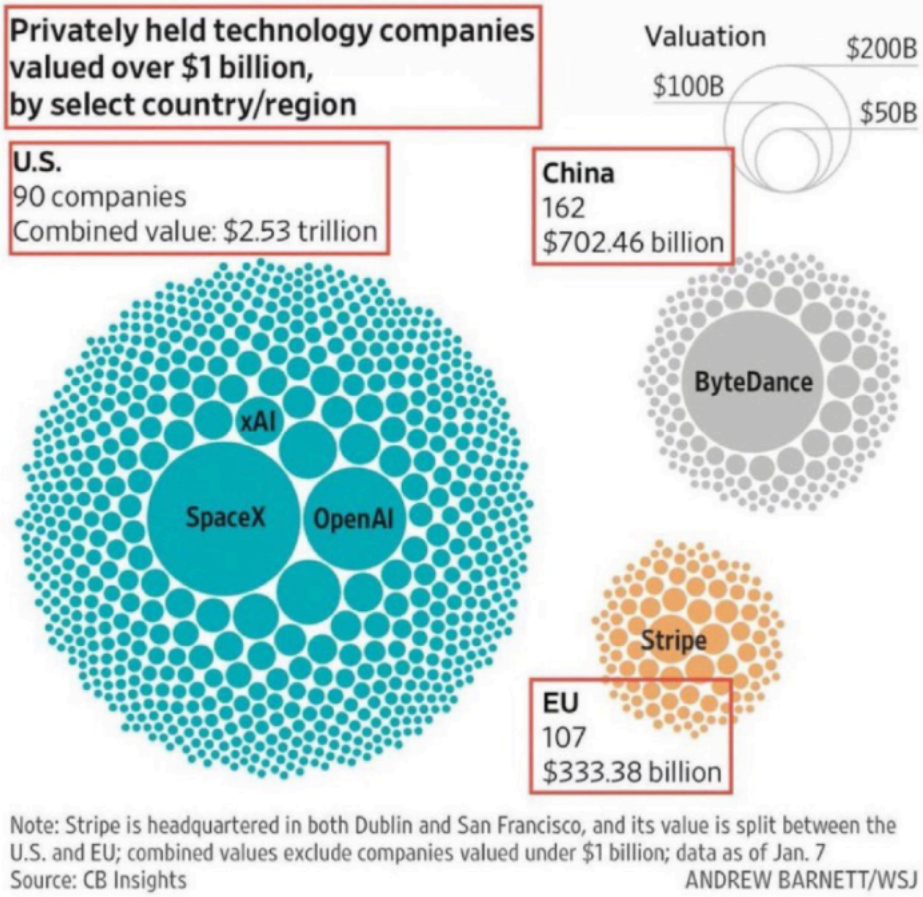
Un commentateur lui répond : « L'UE va simplement redoubler d'efforts pour maintenir son orthodoxie. Aucune réforme n'est en vue.

Le plus triste est que l'UE, en tant qu'institution, est idéologiquement captive – dominée par une orthodoxie post-nationaliste, écologiste-progressiste et technocratique. Structurellement rigide, la prise de décision est lente, fondée sur le consensus et dépend d'une bureaucratie non élue (Commission, BCE, CJUE). Déconnectée des électeurs – le Parlement européen est faible et la Commission n'est pas démocratiquement responsable.

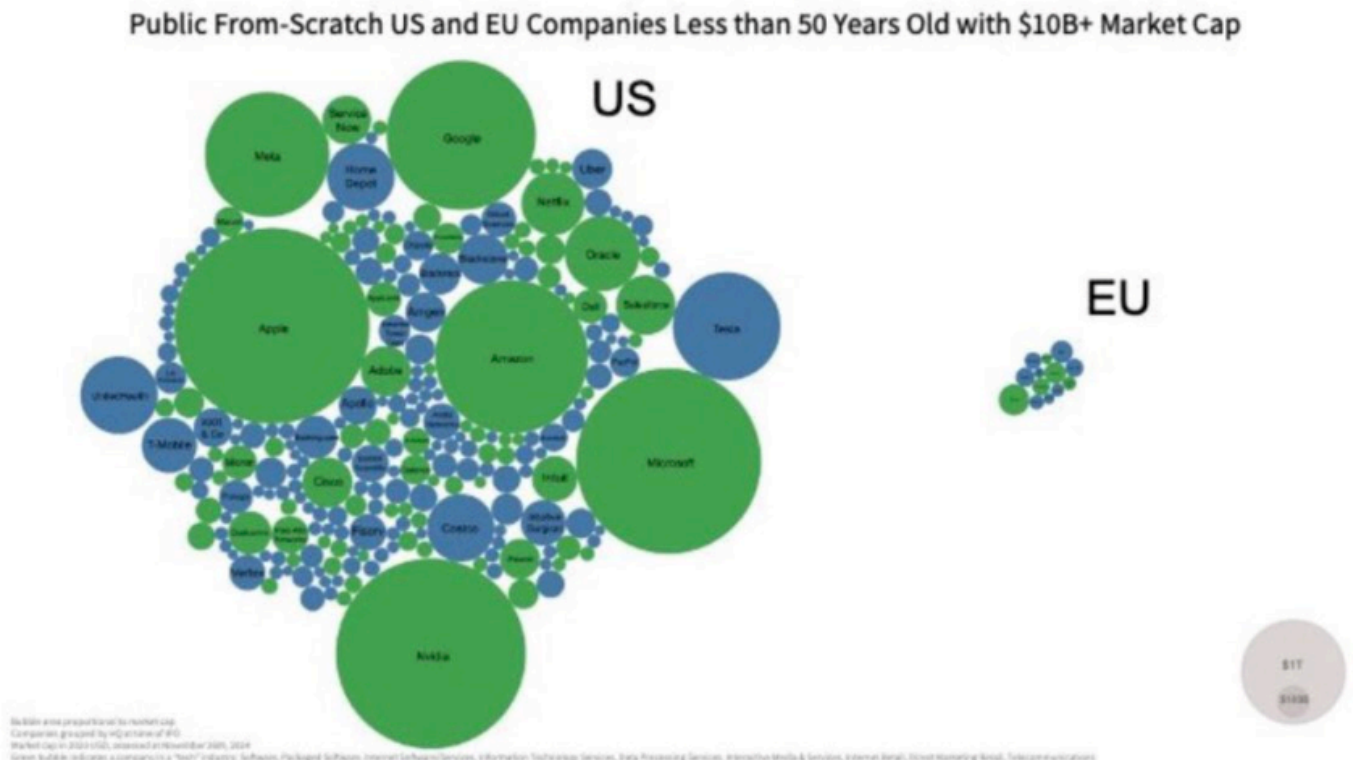
Ces caractéristiques rendent toute correction de cap au sein de l'UE très difficile – et les élites ont tendance à protéger leur vision du monde plutôt qu'à la remettre en question.

En fin de compte, l'économie définira l'avenir. La dépendance de l'UE à l'égard de plans d'investissement bureaucratiques financés par la dette se poursuivra, jusqu'à ce que les niveaux d'endettement deviennent

insoutenables et entrent en conflit avec les intérêts nationaux. Dans cinq à dix ans ? L'écart croissant avec une économie américaine en plein essor ne fera qu'accélérer ce processus ».
Un autre s'appuie sur un rapport du WSJ (du 1er juin) : « Ce rapport du WSJ montre un déclin rapide et brutal de la position européenne en matière d'innovation, ce qui se traduit par une faible part mondiale des entreprises technologiques privées valorisées à plus d'un milliard de dollars, comparée à celles des États-Unis et de la Chine. Aucun entrepreneur sain d'esprit ne restera au Royaume-Uni ou en Europe ! ».



Notons que le 08 juillet, Alexandre Tsicopoulos écrit, avec l'accompagnement d'un schéma également évocateur :
« En l'espace de cinquante ans, plus de 250 entreprises américaines ont vu leur valorisation dépasser les 10 milliards de dollars. L'UE n'en a fait émerger qu'une vingtaine. Un tel écart en dit long sur l'incapacité du Vieux Continent à innover et à créer des géants économiques ».

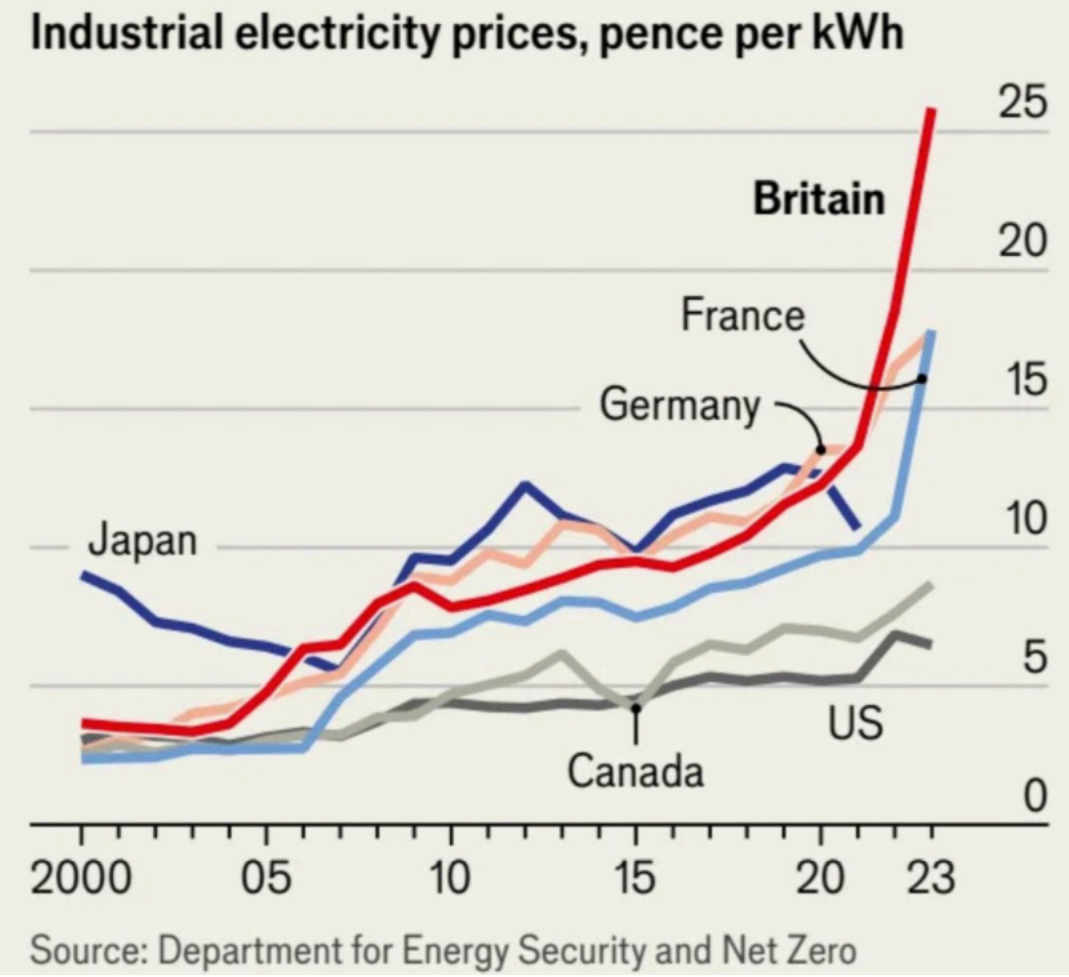


• D’une certaine façon, l’idée générale développée par l’économiste française Mathilde Lemoine dans sa chronique du 2 juillet dans Les Echos complète les propos précédents :
« L'Europe est devenue le point de chute privilégié des produits chinois surtaxés aux États-Unis.
Tandis que les importations américaines en provenance de Chine ont reculé de 13 % depuis 2017, celles de l'Europe ont crû de 54 %.
Mais cette dynamique cache la montée en puissance structurelle de la Chine dans des secteurs à plus haute valeur ajoutée, au détriment direct des industriels européens. Le plan “made in China 2025“ a porté ses fruits en opérant un basculement profond de la structure exportatrice chinoise. Les “old three“ (meubles, appareils électroménagers et vêtements) laissent désormais la place aux “new three“ (véhicules électriques, batteries au lithium et panneaux solaires). Depuis 2019, les biens dont les exportations chinoises ont augmenté vers l'Europe sont précisément ceux des chaînes de valeur technologiques, voitures et équipements de transport, machines électriques et les produits chimiques. À l'inverse, les exportations de biens à contenu technologique intermédiaire sont en recul. L'évolution de la spécialisation chinoise accroît la concurrence directe avec les producteurs européens. L'indice de similarité entre les produits chinois et européen a cru à 55 % contre 45 % en 2017 alors qu'il n'est que de 45 % avec les produits américains. L'Europe devient donc la région développée la plus exposée au redéploiement stratégique des exportations chinoises sur son marché et sur les marchés tiers. (…)
L'Union européenne demeure prisonnière d'un modèle hérité des années 1990 : ouverture commerciale, discipline budgétaire (hors France) et sous-investissement productif. Ce cadre contraint toute réponse coordonnée à l'intensification de la concurrence chinoise. De plus, les États membres n'ont toujours pas mis en place les mécanismes d'accompagnement nécessaires face à un choc d'offre comme la reconversion des compétences, des soutiens ciblés à l'industrie et la sécurisation de l'investissement privé.
La Commission européenne est désormais face à un choix stratégique. Soit elle accepte l'entrée massive de véhicules électriques chinois qui allie pouvoir d'achat et objectif de transition énergétique, au prix d'une désindustrialisation accélérée. Soit elle négocie des quotas d'importation en contrepartie d'un engagement industriel chinois sur le sol européen garantissant l'emploi local. Dans les deux cas, il est illusoire de croire que l'on pourra protéger à la fois le consommateur et les constructeurs européens. (…) ».

• Les rapports Letta (avril 2024) et Draghi (septembre 2024) auxquels il est fait très souvent référence à propos de la compétitivité de l'UE sont eux-aussi sans concession et peu optimistes sur l'avenir économique et géopolitique de l'Europe.
Dans son discours au Forum économique mondial du 21 janvier 2025, la Présidente de la Commission européenne Ursula von der Leyen a annoncé la relance des travaux sur la création d'un code européen de droit des affaires mentionné par le rapport Letta et repris dans le rapport Draghi. On parle à cette occasion d'un 28ème régime et même de *la « solution d'un 28ème État »*, virtuel par définition, et qui serait « un Delaware européen » ; pour permettre aux entreprises européennes de bénéficier d'un droit des affaires européen unique parce que la fragmentation des droits nationaux est pour elles un gros handicap pour leur compétitivité, pour les économies d'échelle à réaliser et pour leur capacité innovatrice. Cette solution du 28ème régime et du 28ème État est en bonne place dans la « Boussole pour la compétitivité de l'Union » que la Commission a présentée le 29 janvier 2025 (https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fr/ip_25_339).

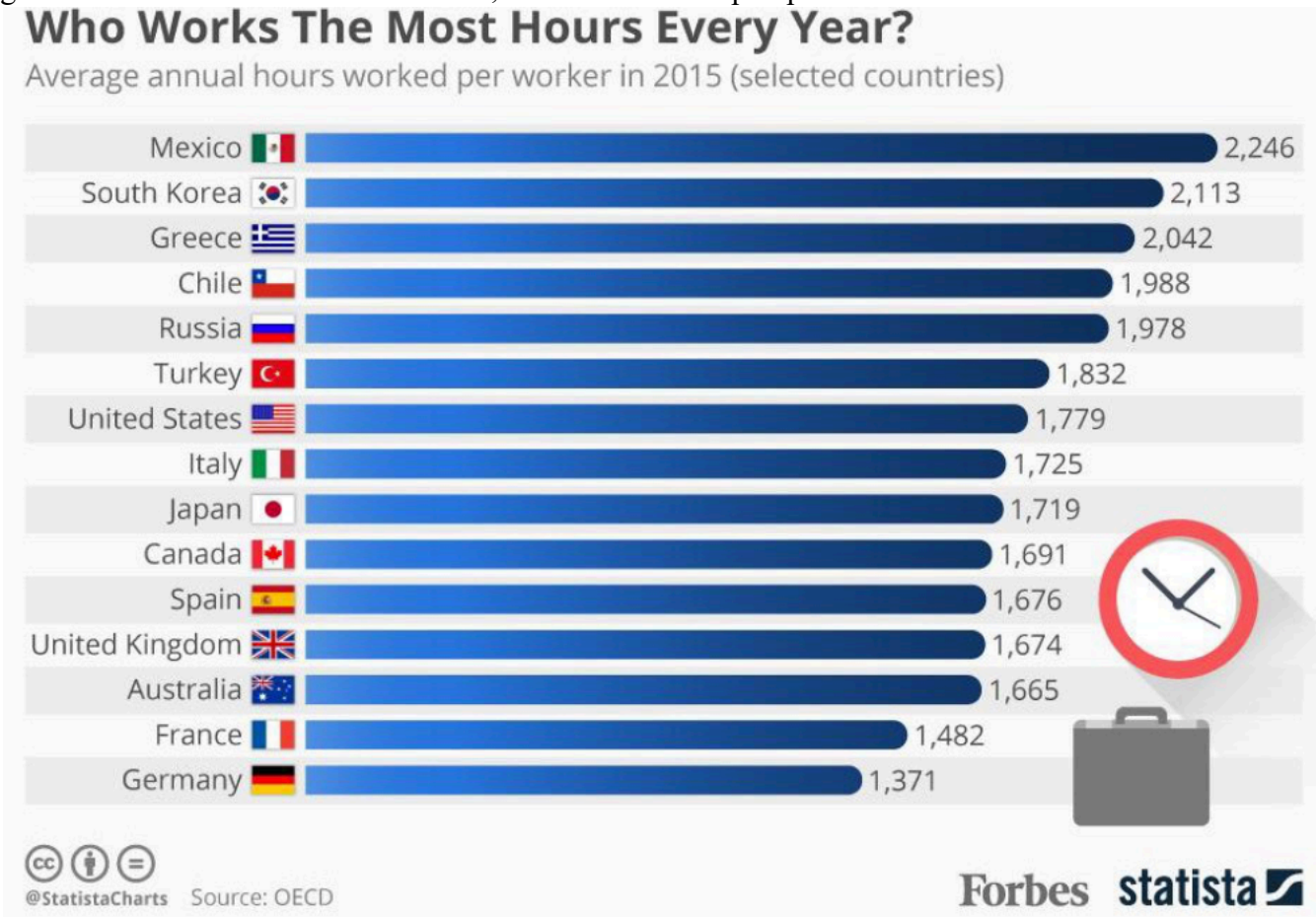
Voir sur ce point, l'analyse de Théo Verdier et Ophélie Omnes, de la Fondation Jean Jaurès, publiée le 14 février 2025 : https://www.jean-jaures.org/publication/droit-des-affaires-europeen-les-trois-questions-posees-par-le-28e-regime/?post_id=64257&export_pdf=1.

• Le 5 juillet, **Michael A. Arouet** écrit : « L'Europe commet un suicide industriel en un seul graphique. Mais bon, qui a besoin d'industrie ? Devenir un musée à ciel ouvert pour les touristes américains est aussi une option ».



Le même auteur, mais le 4 août, propose un autre graphique pour illustrer un argument complémentaire important :

« Comment l'UE peut-elle échapper à une croissance économique anémique si les citoyens de ses deux plus grands pays, la France et l'Allemagne, ne valorisent plus le travail, préférant suivre les discours de gauche consistant à « taxer les riches », etc. ? On ne multiplie pas la richesse en la divisant » :



Et le 5 juillet, la spécialiste autrichienne de géopolitique et de géoéconomie **Velina Tchakarova** écrit quant à elle : « Choisissez votre poison : L'Europe à la croisée des chemins. L'ordre mondial se fissure et l'Europe se trouve à un carrefour stratégique.
Six voies, pas de victoire facile. Chaque choix implique de profondes dépendances, des compromis géopolitiques et des conséquences à long terme. Décomposons-les :
1 Autonomie stratégique à la Macron
Une stratégie audacieuse, mais difficile. L'Europe aurait besoin de 10 à 15 ans pour rattraper son retard – dans les matières premières critiques, le gaz et l'énergie nucléaire, et les capacités de défense. Une véritable autonomie exige de réels sacrifices. L'Europe est-elle prête à se salir les mains ?
2 Miser sur les États-Unis.
Des liens plus étroits dans les domaines de l'énergie, des technologies, de la sécurité et de la défense, mais au prix d'une dépendance encore plus grande. Washington d'abord pourrait signifier que l'Europe passe après en cas de divergence d'intérêts.
3 Réduire les risques avec la Chine
Un pari calibré ? Pas vraiment. Se rapprocher de Pékin renforce l'axe stratégique de la Chine et de la Russie, le DragonBear, et contribue indirectement à la victoire de la Russie en Ukraine. L'Europe devient le catalyseur de sa propre menace orientale.
4 Engagement avec les pays du Sud
Cela semble prometteur, jusqu'à ce que l'on prenne conscience de la concurrence : Chine, Inde, Russie, Brésil. L'influence en Afrique, en Amérique latine et dans une grande partie de l'Asie est un véritable jeu de combat. L'Europe est-elle suffisamment agile pour jouer ce jeu ?
5 Formation de coalitions partageant les mêmes idées

Pensez à l'unité transatlantique et transpacifique. Mais attention : vous êtes en concurrence avec les États-Unis et l'Inde dans tous les domaines, des normes d'IA à l'accès au marché en passant par les bases industrielles de défense.

6 Voie hybride

Mixez et assortissez. Diversifiez vos dépendances. Équilibrez vos valeurs et vos intérêts. Mais attention à la paralysie par la complexité. Une stratégie sans mise en œuvre n'est qu'un vœu pieux.

Choisissez votre poison, sinon l'Europe en recevra un. L'ère du confort est révolue. L'ère du choix est arrivée ».

• Le 28 juillet, sur X, Daniel Foubert émet une opinion hétérodoxe intéressante sur l'influence de l'Allemagne de Merkel et de sa protégée, Ursula von de Leyen :

« Les politiciens allemands ne font que créer des problèmes. Ils parlent doucement, fuient leurs responsabilités et démantèlent tout ce qu'ils prétendent protéger. Angela Merkel a promis la stabilité, mais elle a paralysé l'Europe. Elle a ouvert les frontières sans prévenir, a inondé l'Europe de millions de personnes et a appelé cela "compassion". Le prix à payer ? Des années de fragmentation sociale, de failles sécuritaires et d'extrémisme politique à travers le continent, tout en faisant comme si de rien n'était.

Merkel a gouverné en reportant chaque décision difficile. Sur le plan énergétique, elle a fermé le nucléaire, accru la dépendance au gaz russe et laissé l'Allemagne – et l'Europe – exposées. Elle a signé des accords avec Poutine tout en reprochant aux autres de ne pas être suffisamment « européens ». Son héritage est fait de retards, de déni et de désastre silencieux.

Et puis est arrivée Ursula von der Leyen, l'ombre bureaucratique de Merkel, promue bien au-delà de ses capacités. En tant que présidente de la Commission européenne, elle prône l'idéologie, pas la stratégie. La censure plutôt que la politique. Les postures plutôt que les résultats.

Sous sa direction, l'UE est devenue un laboratoire d'expériences ratées : confinement absolu, surveillance numérique, « valeurs » instrumentalisées, et maintenant, capitulation face aux tarifs douaniers américains.

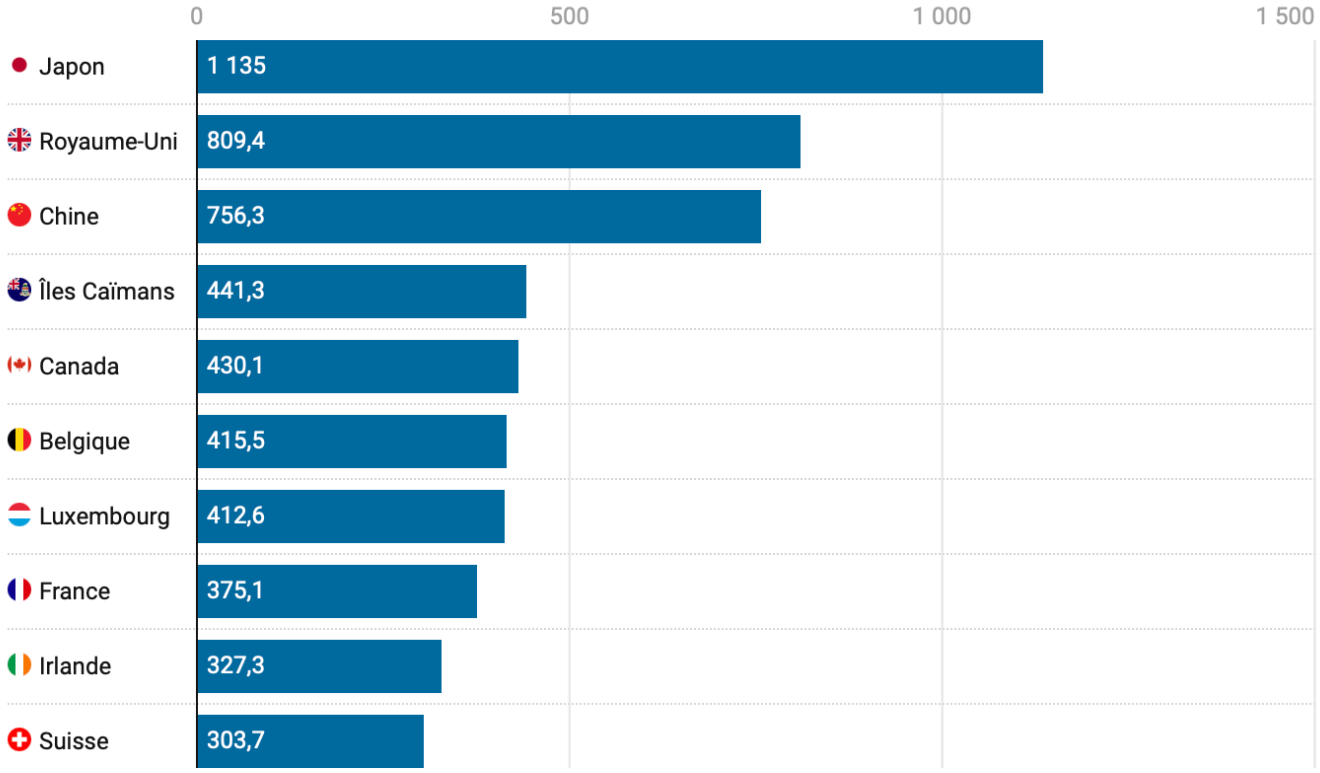
Ce ne sont pas des dirigeants. Ce sont des fonctionnaires en costumes coûteux, formés à s'excuser, à détourner le regard et à survivre. L'Allemagne a autrefois formé des hommes d'État. Aujourd'hui, elle exporte la confusion ».

• Le 31 juillet, dans le Grand Continent » (https://legrandcontinent.eu/fr/2025/07/31/trump-crise-economique-europeenne/), Frederico Fubini est également très radical dans un article très instructif.

Il publie notamment le schéma suivant :

Principaux détenteurs étrangers de titres du Trésor américain, en mai 2025

Données en milliards de dollars.



Graphique: Le Grand Continent • Source: Département du Trésor américain

Il s'étonne que malgré les indicateurs de fragilité de l'économie américaine les achats de titres du Trésor américain se poursuivent : « Depuis janvier, alors que le dollar a perdu 13 % face à l'euro, les principaux créanciers étrangers des États-Unis n'ont pas réduit leur exposition. Au contraire, ils ont acheté pour 400 milliards de dollars supplémentaires de dette Trump ». Alors se pose la question de la prise de décision de tels achats : « C'est précisément l'un des points les plus problématiques. En Europe, les investisseurs en bons du Trésor américain sont de nature très diverse : banques centrales, certes, mais aussi institutions financières privées, fonds d'investissement, particuliers…
Les choix d'allocation ne résultent pas d'un centre décisionnel unique, comme en Chine.
C'est là qu'apparaît la faiblesse politique de la zone euro : une incapacité persistante à penser les grandes questions dans une optique systémique et globale. Au lieu d'une politique coordonnée, on assiste à une accumulation de décisions fragmentées, sans prise en compte des effets d'ensemble – sur les rapports de force politiques, les négociations commerciales, ou même la stabilité économique.
C'est un cas évident de problème d'action collective.
Et dans le monde trumpiste, nous pouvons nous interroger sur le rôle que pourraient jouer les grands régulateurs financiers européens. Ces derniers pourraient engager un dialogue plus ouvert avec le politique – non pas de façon contraignante, mais *soft*, pour orienter les grandes décisions d'allocation privées.
Il ne faut pas sacrifier l'autonomie en Europe, mais nous devons apprendre à fonctionner comme un système, justement, face à des puissances comme la Chine ou les États-Unis qui, elles, agissent comme des systèmes cohérents ».

2) Celui d'André Loesekrug-Pietri, donné à l'occasion des Rencontres économiques d'Aix 2025

(Les Echos du 4 juillet)

« L'Europe a cessé de se battre non parce qu'elle a été vaincue, mais parce qu'elle a choisi de se taire. Elle a troqué l'ambition pour la gestion, la souveraineté pour la soumission. Elle continue d'invoquer le multilatéralisme quand les autres parlent de puissance, elle convoque des traités quand ses concurrents forgent des rapports de force, elle s'arc-boute sur des institutions fatiguées quand le monde accélère. A force de confondre réalisme et résignation, elle a perdu toute capacité d'initiative. Elle répond sans exister, ajuste sans orienter. Elle est devenue un espace poli et transparent. (…) Le sommet de l'Otan a confirmé cette mécanique de renoncement. (…) Il s'agit d'un effondrement politique et civilisationnel. (…) Il est temps d'admettre que cette Europe-là ne protège plus rien. Ni sa voix, ni son modèle, ni son avenir. Elle parle d'autonomie stratégique mais finance sa dépendance. Elle parle d'innovation mais réglemente l'initiative. Elle parle de leadership mais suit le mouvement. Elle n'a pas été trahie, elle s'est effacée. Et cet effacement est le produit d'un choix, non d'un accident. Car pendant que d'autres assument une brutalité cohérente, nous nous réfugions dans le confort trompeur du statu quo.
Il ne s'agit plus de s'adapter. Il s'agit de rompre. Rompre avec les routines d'impuissance. Rompre avec l'idée que le progrès serait forcément graduel, bureaucratique. Rompre avec l'habitude de toujours payer, toujours consentir. Rompre avec des dirigeants qui confondent grands discours et mise en œuvre. Des dirigeants qui à force d'osciller n'ont plus de colonne vertébrale. Pour retrouver la capacité de dire "oui". Décider de notre avenir. Pour ne pas laisser le monopole de l'ambition aux extrêmes.
Car si l'Europe ne se relève pas, ne se réinvente pas, elle cessera d'exister. Elle restera riche, mais ne comptera plus. D'autres - qui n'ont ni ses valeurs ni ses scrupules - décideront pour elle. Le moment est venu de choisir si nous voulons peser dans l'histoire. Ou disparaître sans bruit ».

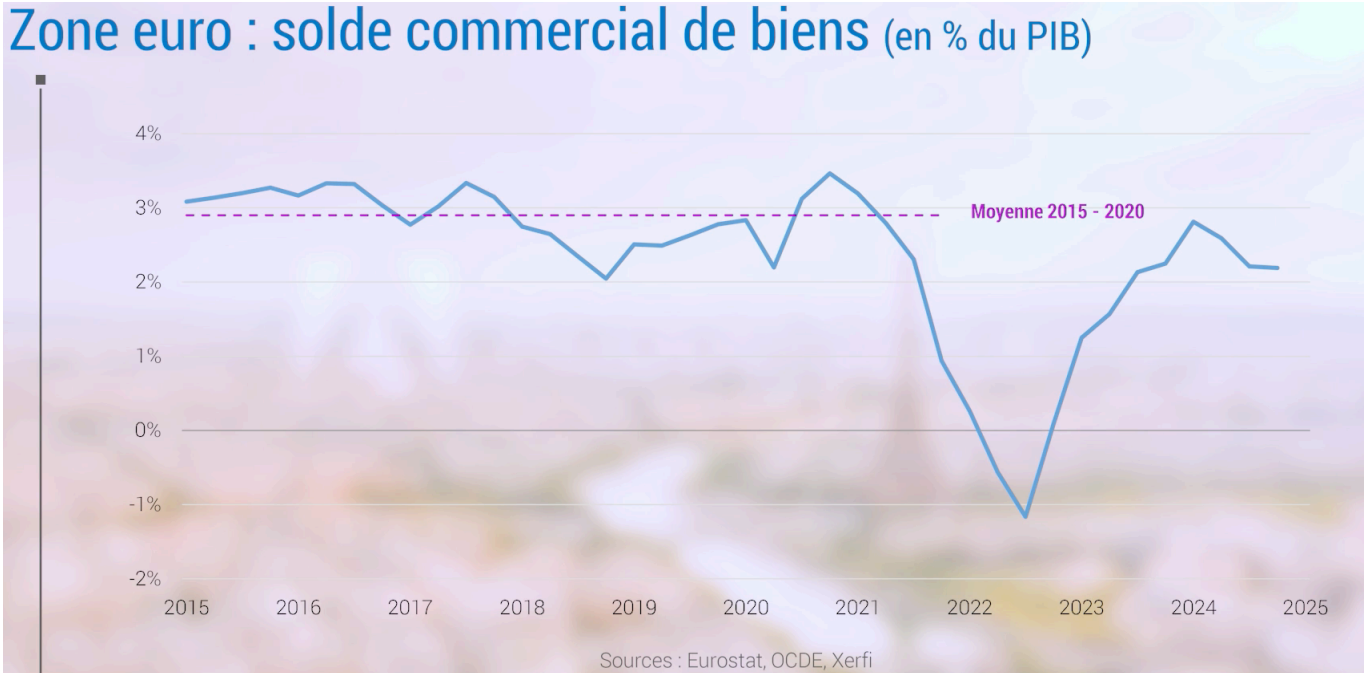
• Situation de l'euro en ce début juillet

« L'euro atteint chaque jour de nouveaux sommets historiques en termes pondérés des échanges commerciaux. De nombreux pays, notamment la Chine, sont arrimés au dollar. Cela accélère la hausse de l'euro face au dollar (en blanc), propulsant l'euro à des niveaux stratosphériques en termes pondérés des échanges commerciaux (en orange). La déflation approche pour la zone euro… (Robin Brooks) » :

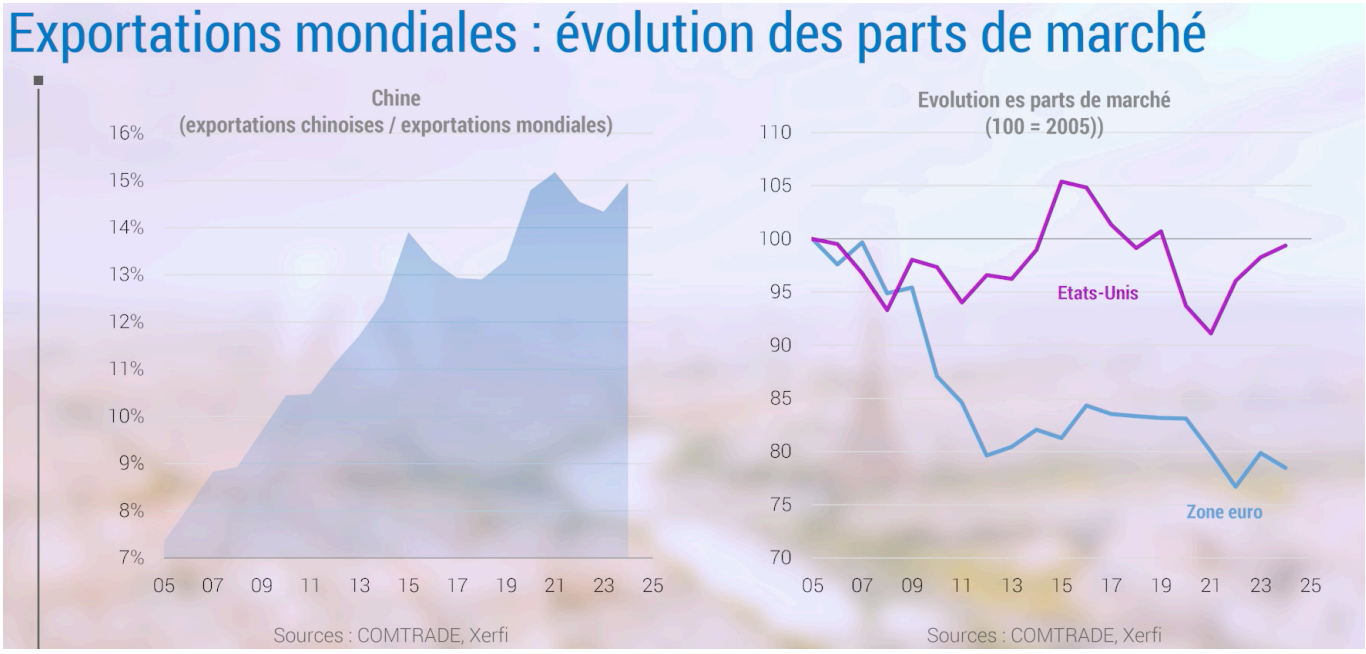
• Situation de l'économie européenne en ce début juillet

L'analyse d'Alexandre Mirlicourtois (XerfiCanal, 10 juillet)
« L'Europe fait de plus en plus figure de région assiégée face à deux blocs hostiles.

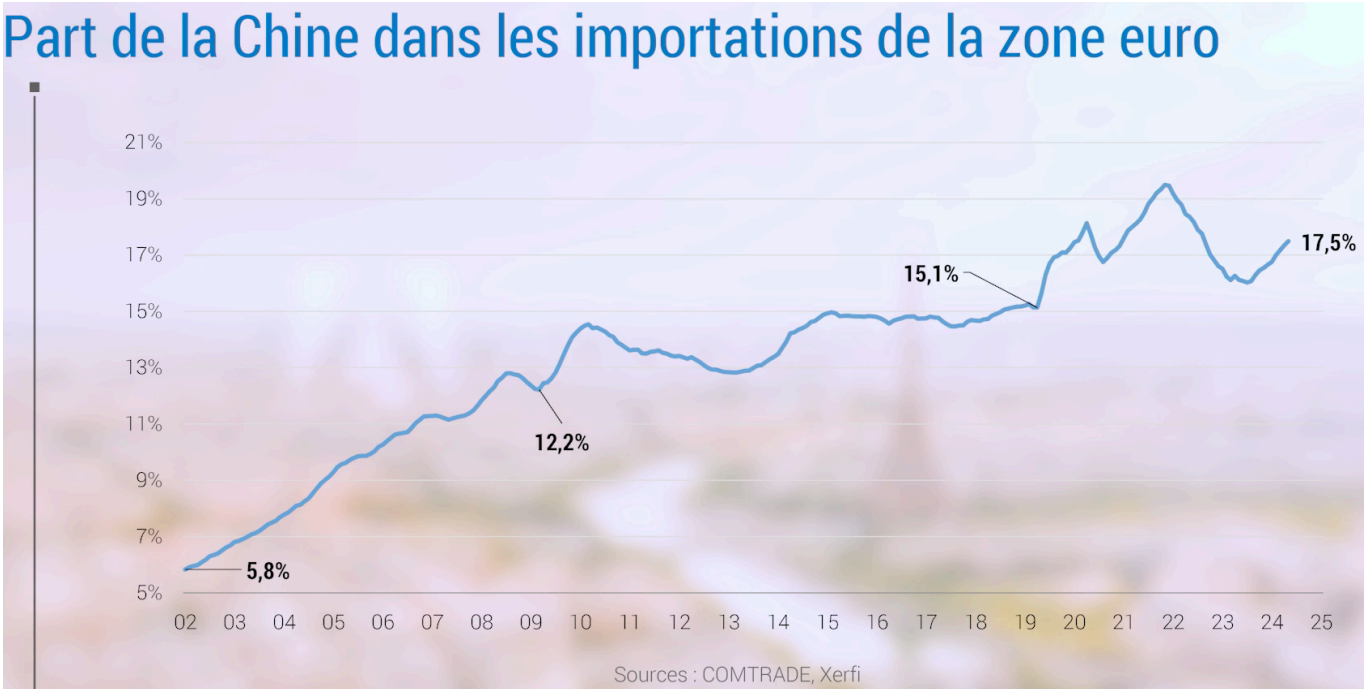
D’un côté, les pays émergents, Chine en tête, qui grignotent sans cesse les parts de marché de l’Occident. De l’autre, les États-Unis, qui sortent de leur posture de consommateur débonnaire en dernier ressort pour repartir à l’offensive.
L’accumulation des excédents commerciaux de la zone euro a masqué sa perte de terrain jusqu’en 2020.



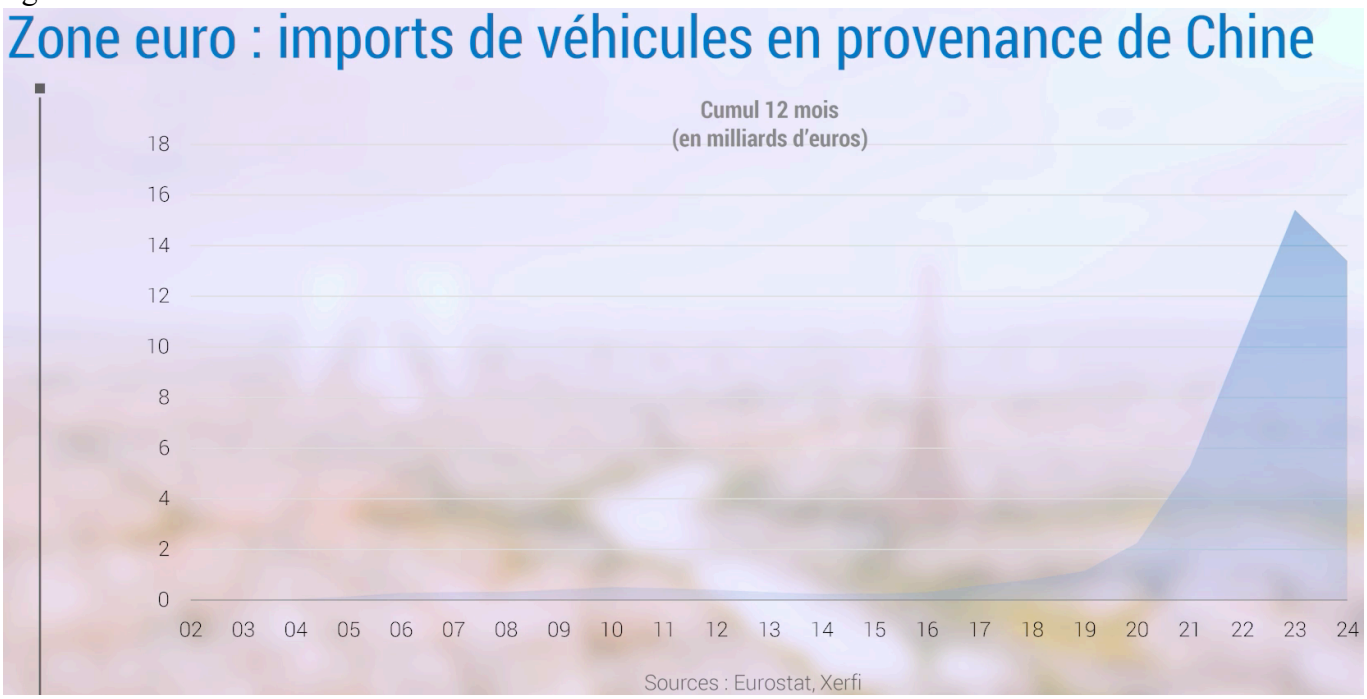
Grâce à la modération de sa demande intérieure et aux faibles prix des hydrocarbures, elle s’était positionnée comme la principale région excédentaire du monde tout au long de la décennie 2010. Durant la crise énergétique, cet avantage a été effacé, mais, alors que l’on aurait pu espérer un retour à leurs niveaux standards des excédents commerciaux après le reflux des prix du pétrole et du gaz, ils sont restés sous leur moyenne de long terme et risquent même de s’épuiser au fil du temps.
La montée en puissance de la Chine
La perte de terrain de l’Europe face à l’agressivité chinoise se mesure à travers deux indicateurs.
Le premier : l’évolution des parts de marché à l’international. Celles de la Chine ont doublé en 20 ans. En face, les États-Unis ont maintenu leurs positions, contrairement à la zone euro, qui est, avec le Japon, la région du monde qui régresse le plus.



Second indicateur : l’accentuation de la pénétration chinoise sur le marché européen. Les produits chinois représentent aujourd’hui plus de 17% des importations de la zone, hors commerce intra-zone, contre 6% au début des années 2000.

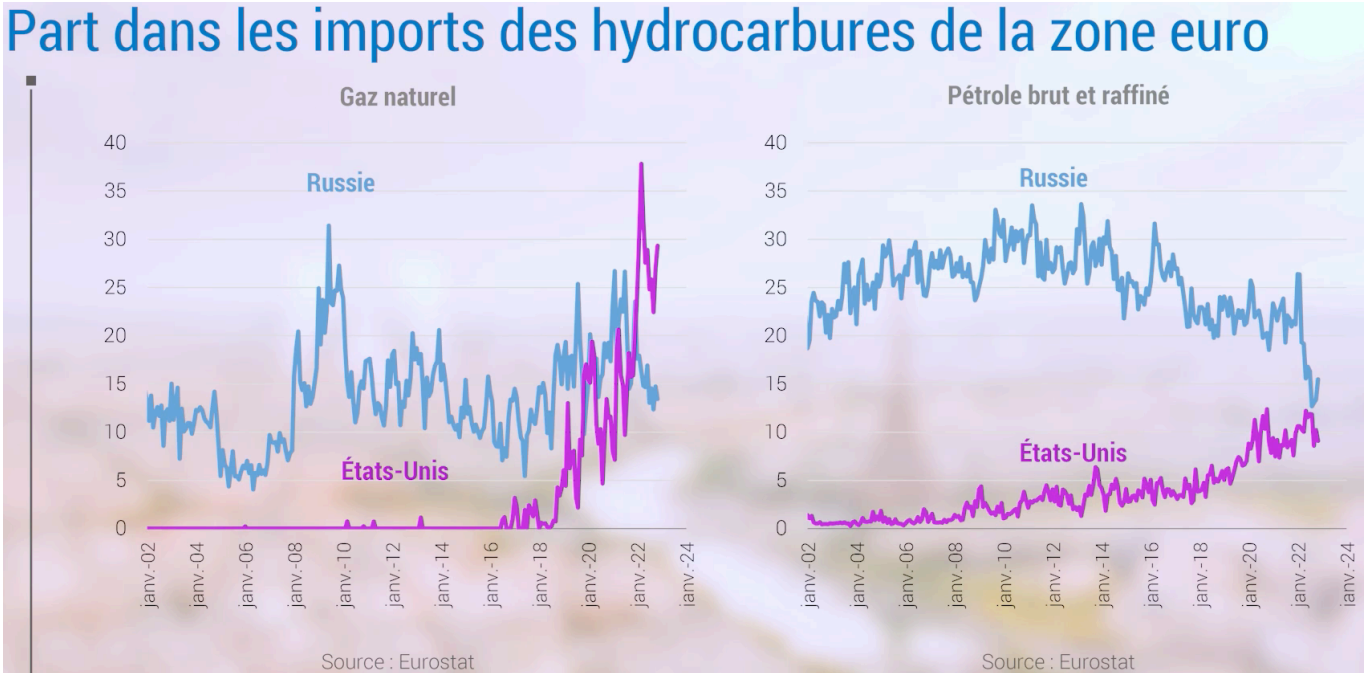


Mais c'est surtout l'évolution du contenu de ces importations qui est frappante. La montée en gamme chinoise est bien palpable. Le pays remonte les chaînes de valeur en amont, occupe des segments stratégiques et prend pied en aval sur des créneaux décisifs. En témoigne son entrée fracassante dans le secteur de la construction automobile, où, partant de zéro, il commence à prendre des parts de marché significatives aux constructeurs occidentaux.



Le raidissement américain

Face à l'offensive chinoise, ce qui frappe ensuite, c'est le raidissement américain. "America first", "Make America Great Again" ne sont que des slogans. Mais le retour au souverainisme industriel, imprégné de protectionnisme, ce n'est pas seulement une vision "trumpienne". Joe Biden, durant sa mandature, a mis en place l'"Inflation Reduction Act", un paquet de mesures visant à favoriser la relocalisation et la réindustrialisation du pays. Bien entendu, Trump version 2.0 va plus loin encore. Les portes du marché américain se ferment, alors que les États-Unis sont les grands gagnants de l'éviction des Russes sur le marché des hydrocarbures européens. Ils raflent tout ou presque, notamment concernant le gaz naturel.



L'économie européenne, ventre mou

La situation peut se résumer ainsi : la politique industrielle américaine cherche à écarter les produits européens du marché américain, que ce soit par des droits de douane élevés ou par des subventions généreuses accordées aux entreprises produisant aux États-Unis ; l'arrêt des approvisionnements en hydrocarbures russes a non seulement gonflé les profits des groupes pétroliers américains, mais a aussi fait grimper les prix de l'énergie en Europe, compliquant encore plus la tâche des industriels européens. Bref, l'Europe fait de plus en plus office de ventre mou face à une offensive commerciale qui met face à face la Chine et les États-Unis. Sans stratégie défensive, elle risque d'y laisser beaucoup de plumes ».

On peut ajouter à ce panorama deux énormes difficultés qu'ont l'UE et tous ses membres :

1) La difficulté à se réindustrialiser : comme le note Michael A. Arouet le 12 juillet, « il y a 25 ans, chaque grande entreprise américaine avait son équivalent en Allemagne et/ou en France. Aujourd'hui, les concurrents des géants technologiques américains sont en Asie, et l'Europe est prisonnière d'industries du siècle dernier, d'une surréglementation grotesque, d'un manque d'innovation et d'une logique de redistribution socialiste ».
2) La difficulté à dégager une marge de manœuvre budgétaire pour financer tous les investissements à faire, dans un contexte de déficits et dettes publics déjà excessifs.
   Voir l'article publié le 14 juillet par Robin Brooks : https://robinjbrooks.substack.com/p/creating-fiscal-space-in-the-euro.

Le 31 juillet, Daniel Foubert fait une réflexion dérangeante : « L'Europe occidentale est désormais l'Europe de l'Est : l'Occident a échangé avec l'Est. Le modèle de l'Europe occidentale est en faillite – moralement, socialement et institutionnellement. Les services publics s'effondrent, la confiance s'évanouit, les élites se replient dans des bulles protectrices. La corruption n'est plus cachée, elle est formalisée. Les médias sont subventionnés par l'État, l'opposition criminalisée et les élections réduites à des rituels de consentement.
Pendant ce temps, l'Est se construit, se stabilise, se définit.
Ce que l'Occident raillait comme étant arriéré – le contrôle des frontières, la fierté culturelle, l'identité religieuse – apparaît désormais comme le fondement de la survie.
Les rôles se sont inversés ».

II- 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.
Note : en mai 2025, M. Taschereau-Dumonchel fait reparaître un article écrit en novembre 2024 sur les fermetures d'entreprises qui montre une propagation au point d'entraîner de véritables cascades de fermetures, avec un impact sur les fluctuations globales : « Cascades and Fluctuations in an Economy with an Endogenous Production Network » (https://www.mathtd.info/files/papers/Network/paper.pdf).
Par ailleurs, le 30 juillet paraît sur Atlantico.fr un article qui lui aussi fait transition avec le paragraphe précédent : « Et au fait, que pesait la France en Europe en 2017 et que pèse-t-elle après 8 ans de présidence Macron ? » (https://atlantico.fr/article/decryptage/et-au-fait-que-pesait-la-france-en-europe-en-2017-et-que-pese-t-elle-apres-8-ans-de-presidence-macron).

• « Le rendez-vous douloureux de nos faiblesses et de nos contradictions »

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 ».
Une façon de vérifier le point de vue de Dominique Reynié est de consulter la récente étude (25 juin) de François Ecalle sur son site concernant la comparaison de l'évolution des finances publiques en France et en Allemagne de 1996 à 2024 : https://www.fipeco.fr/pdf/Fipu%20France%20Allemagne.pdf

En septembre 2024, voici la France vue de Suisse :

France: le vertige amer du déclin

MUTATION • Décadence. C'est le premier mot qui vient à l'esprit, quand on songe à la France. Notre grand voisin et ami est devenu un temple du bavardage. Il mérite tellement mieux. A quand le grand réveil?

Pascal Décaillet

J'aime et admire la France. Pour son rôle dans l'Histoire. Pour ses écrivains, ses poètes. Tenez, je suis par exemple un amoureux de la musique française (Rameau, Berlioz, Debussy, et tant d'autres), que je tiens pour largement sous-estimée, et qui vient pour moi immédiatement après la musique allemande et autrichienne. Et puis, la France, ce sont de bouleversants paysages, si variés, une gastronomie, des vins, un art de vivre que nous adorons tous. Mais aujourd'hui, comme beaucoup de Suisses romands, j'ai mal à la France. Je souffre pour ce grand voisin, si important pour nous, face à l'ampleur impressionnante de son déclin. Politiquement, elle ne pèse plus. Stratégiquement, elle s'est effacée avec la défaite de 1940, et ne s'est pas relevée, malgré les mirages gaulliens de puissance nucléaire. Economiquement, elle a bazardé sa sidérurgie, sa métallurgie, délocalisé des fleurons, elle s'est désindustrialisée de façon épouvantable. Financièrement, elle est endettée jusqu'au cou, et c'est gravissime. Mais à part ça, Madame la Marquise, tout va très bien.

Notre grand voisin ne pèse plus ni économiquement ni politiquement dans le monde. ump

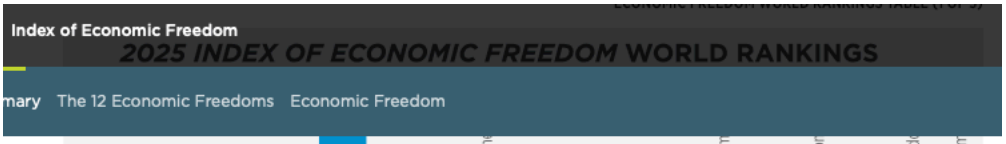
Chacun son génie propre

Nous, petite Suisse, pays sept fois moins peuplé que la France, minuscule, en superficie, en comparaison, doté d'une défense stratégique quasiment inexistante, désert industriel à cause des errances des quarante dernières années, nous n'avons aucun intérêt à la faiblesse de la France. Tout au plus pouvons-nous nous prévaloir d'un système décentralisé, d'une démocratie directe unique au monde, qui donne le pouvoir aux citoyens, et d'une non-appartenance bienheureuse à la machinerie bureaucratique de Bruxelles. Mais ne commettons pas l'erreur, celle de la France justement, de vouloir projeter notre système sur les autres pays. Chacun a son génie propre, la France est centralisée pour des raisons historiques bien précises: pendant des siècles, le pouvoir royal a lutté avec acharnement pour s'imposer face aux grands féodaux, la Révolution et la République jacobine ont accentué cette tendance, c'est ainsi. Il faut savoir analyser un pays dans sa diachronie, entendez sur la durée historique. Pour cela, il faut lire, lire, et lire encore.

Occuper le terrain de la parole

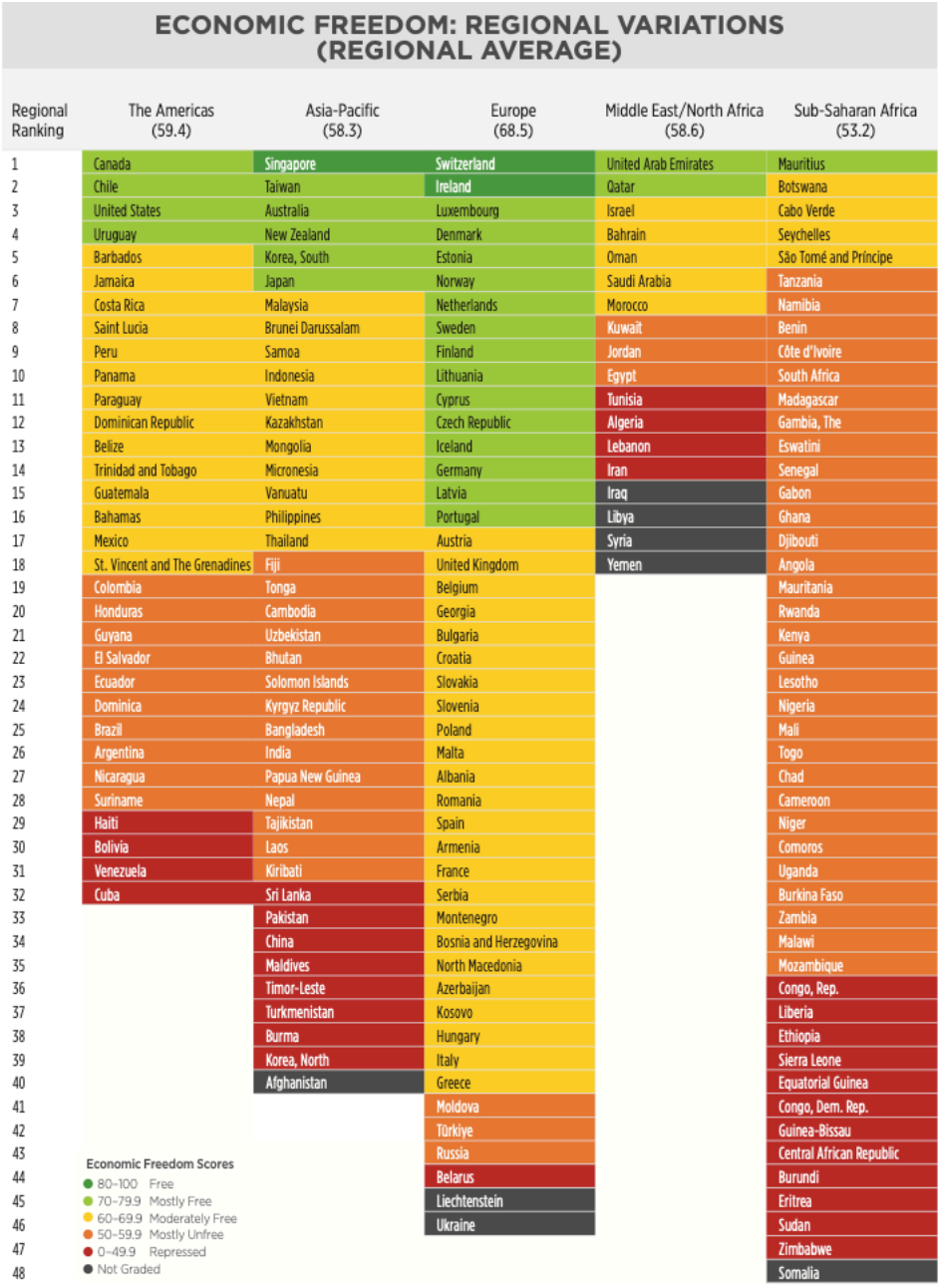
Notre petit pays n'a pas de leçons à donner à la France. Tout au plus pouvons-nous regretter que cette grande nation, naguère si inventive, soit devenue un temple du bavardage. Les chaînes privées, toutes tendances politiques confondues, sont devenues des moulins à paroles vaines, des usines à polémiques, des combats de coqs où prospèrent des «chroniqueurs» qui ne livrent nulle chronique, mais se surexcitent sur les sujets du jour, tout et n'importe quoi, juste occuper le terrain de la parole. Dieu merci, ce microcosme de snobinards parisiens, cooptés, consanguins, qui n'en peuvent plus de tenir salon, ne reflète pas la France! Il y a les régions, il y a le pays rural, il y a la province, laborieuse et silencieuse, il y a les savoir-faire des travailleurs. La France n'est évidemment pas morte, elle sommeille. Ce grand pays, ami, mérite tellement mieux que cette torpeur. A quand son grand réveil?■

- L’Index Economie Freddom



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



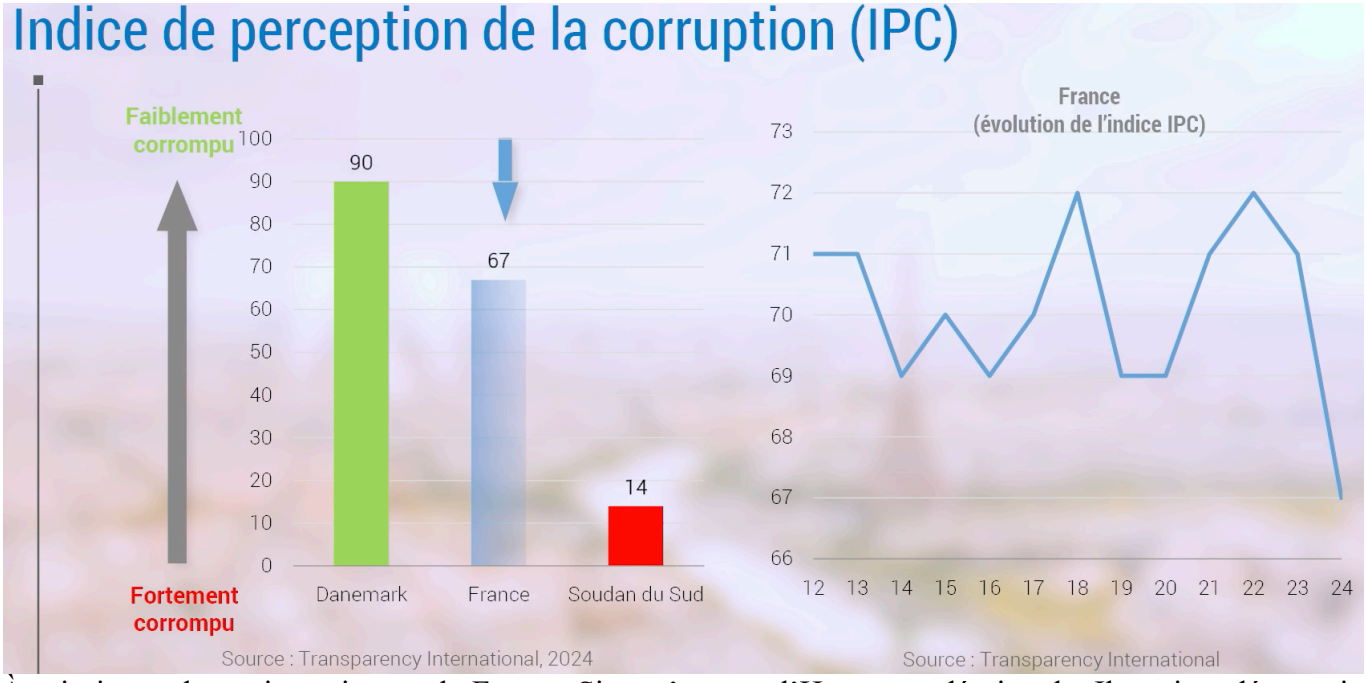
ECONOMIC FREEDOM: REGIONAL VARIATIONS (REGIONAL AVERAGE)

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

En complément de cette information donnée par l'Index Economic Freedom, on peut regarder la **vidéo proposée par Alexandre Mirlicoutois sur XerfiCanal le 22 juillet**, « Le bond spectaculaire de la corruption en France » :

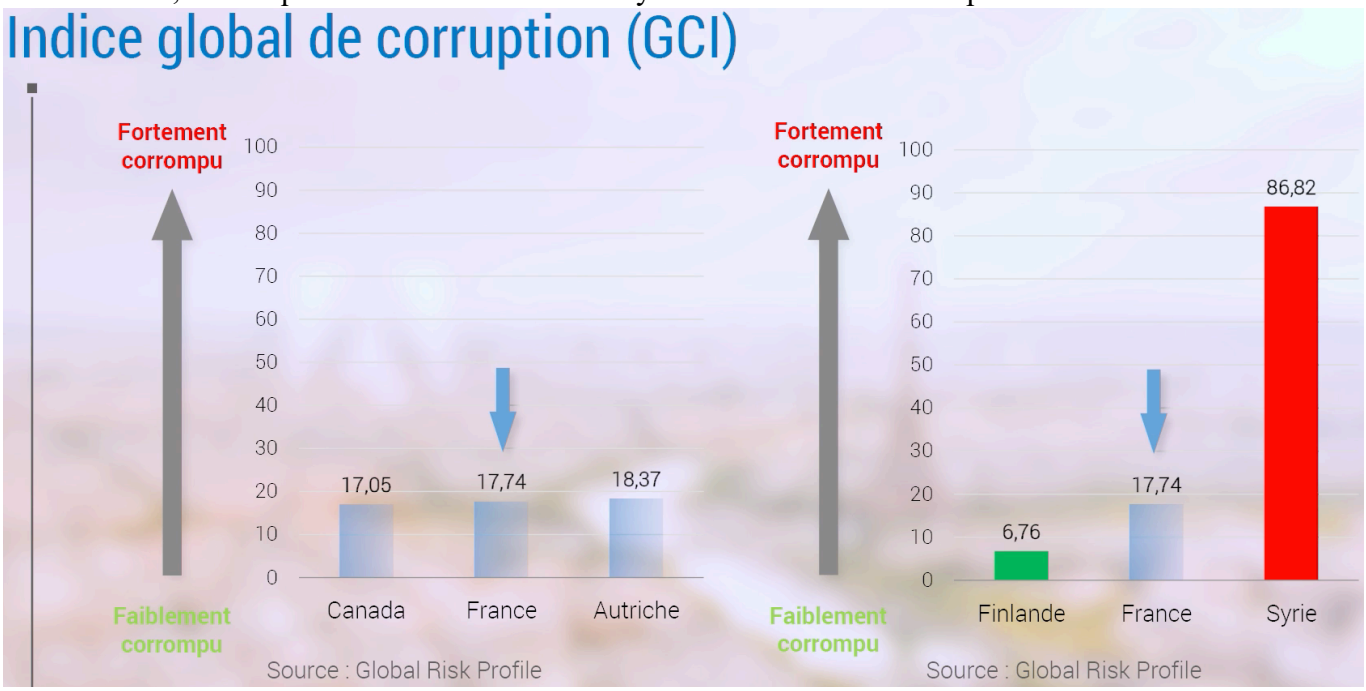
« La véritable question n'est plus de savoir si la corruption existe en France, mais bien de la quantifier, de mesurer son évolution et de la comparer à celle des autres pays. Le degré de corruption dans les administrations publiques et la classe politique peut s'appréhender à travers l'indice de perception de la corruption de l'ONG Transparency International. Les scores varient de 0 (fortement corrompu) à 100 (très peu corrompu). Aux côtés de l'Autriche et de Taïwan, la France se situe à la 25ème place sur 180 pays analysés, avec un score de 67. Parmi les meilleurs élèves, majoritairement des pays du nord de l'Europe, Danemark en tête. En bas du classement, des pays en proie aux conflits et à des gouvernances autocratiques tels que le Yémen, la Syrie, le Venezuela, la Somalie et le Soudan du Sud.



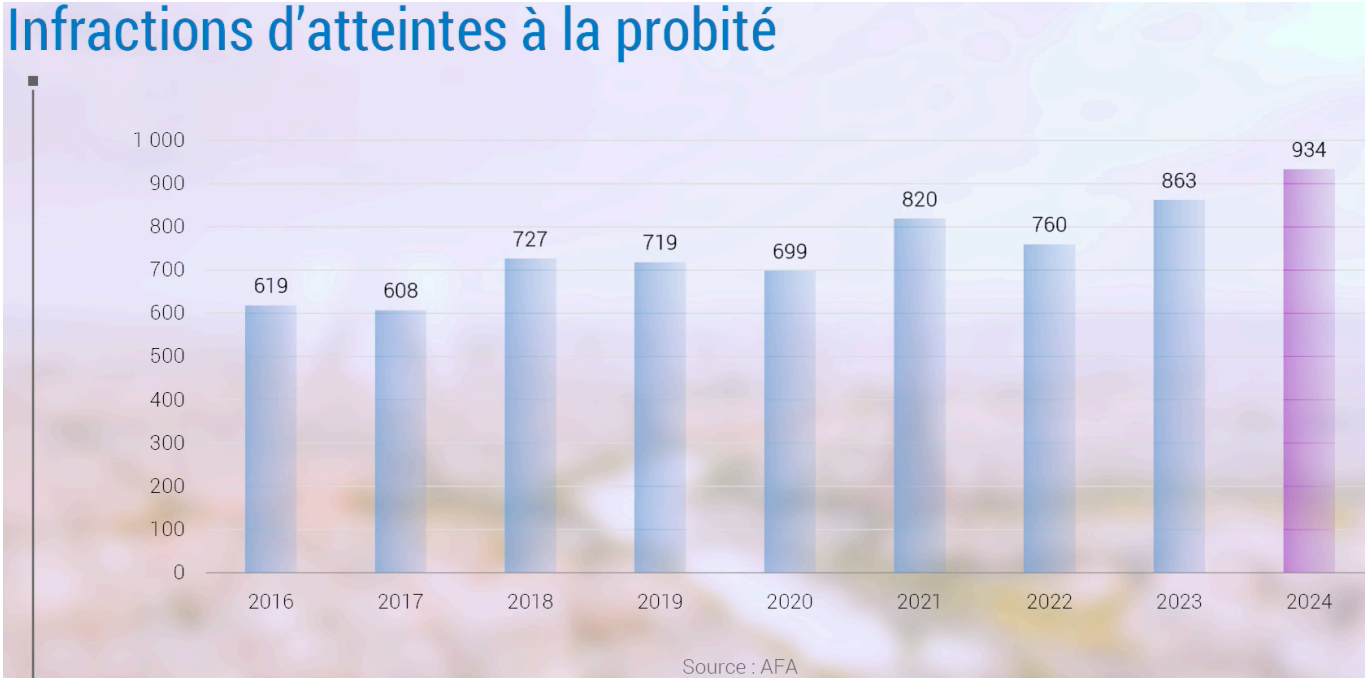
À priori, pas de quoi rougir pour la France. Si ce n'est que l'Hexagone dégringole. Il se situe désormais en dessous de la moyenne des pays catégorisés comme « pleinement démocratiques » et a perdu 5 places dans le classement mondial en une année, un record.

Une vision globale, mais imparfaite

L'indice global de corruption publié par GRP, une société suisse, se veut plus exhaustif. Il évalue l'exposition des pays aux risques de corruption publique, privée et autres crimes en col blanc. Les scores des pays sont présentés sur une échelle de 0 (risque le plus faible) à 100 (risque le plus élevé). La France se classe 17ème sur 196 pays, derrière le Canada. Encore une fois, les pays d'Europe du Nord dominent le classement, tandis que la Corée du Nord et la Syrie restent aux dernières positions.

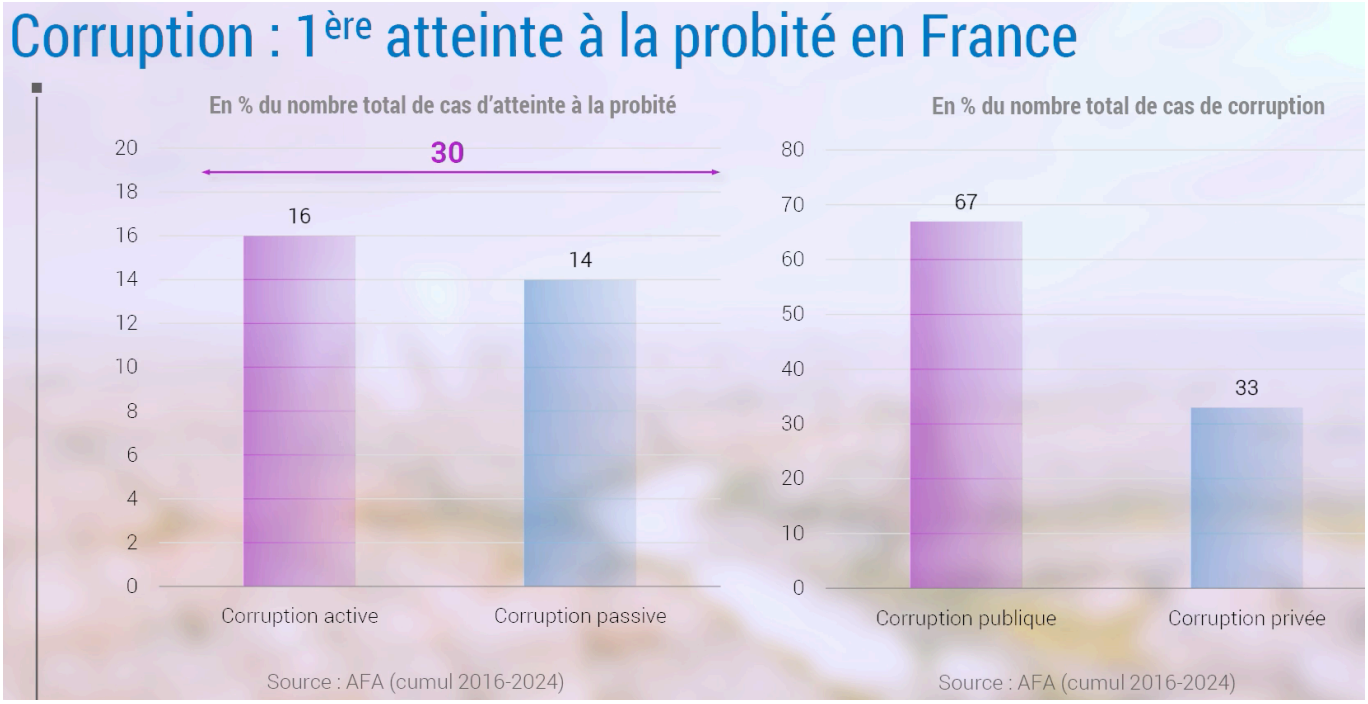


L'analyse de ces indices donne toutefois une vision trop macroscopique. Les statistiques de l'Agence française anticorruption apportent des détails supplémentaires : près de 950 infractions d'atteintes à la probité ont été constatées en 2024, en hausse de plus de 50% sur les 8 dernières années.

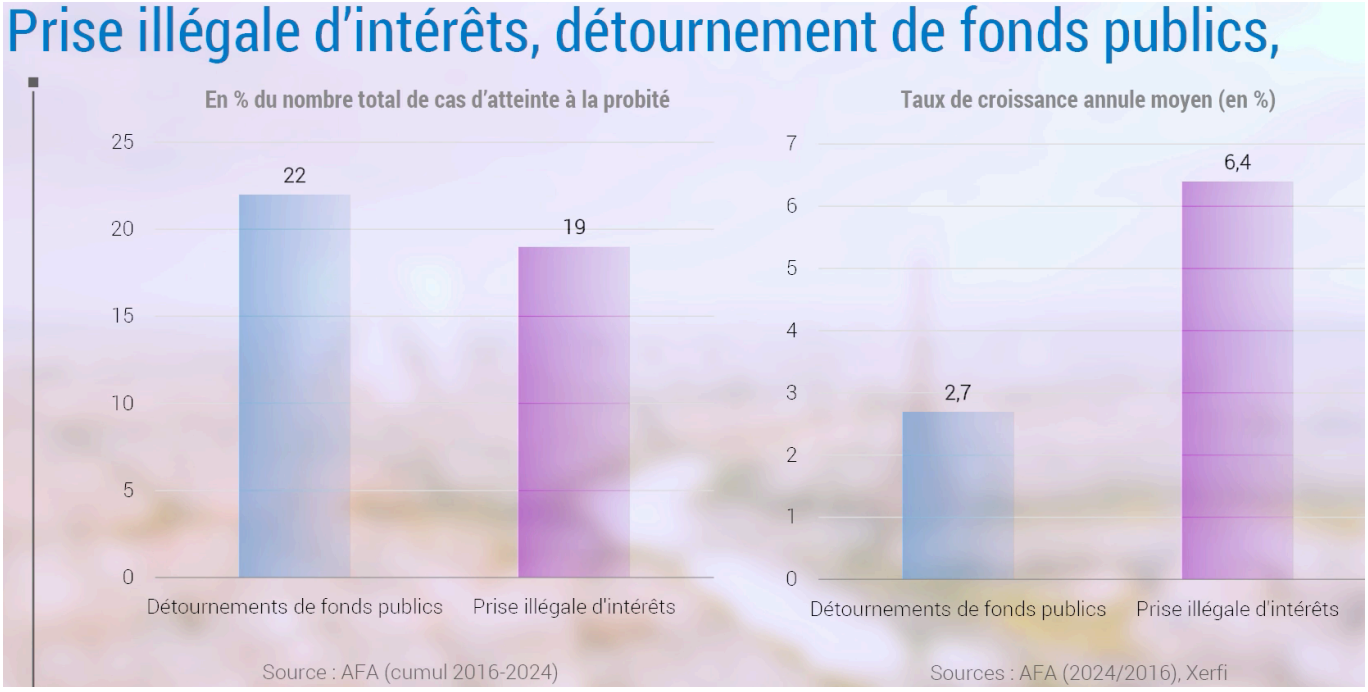


Détails sur les types d'infractions

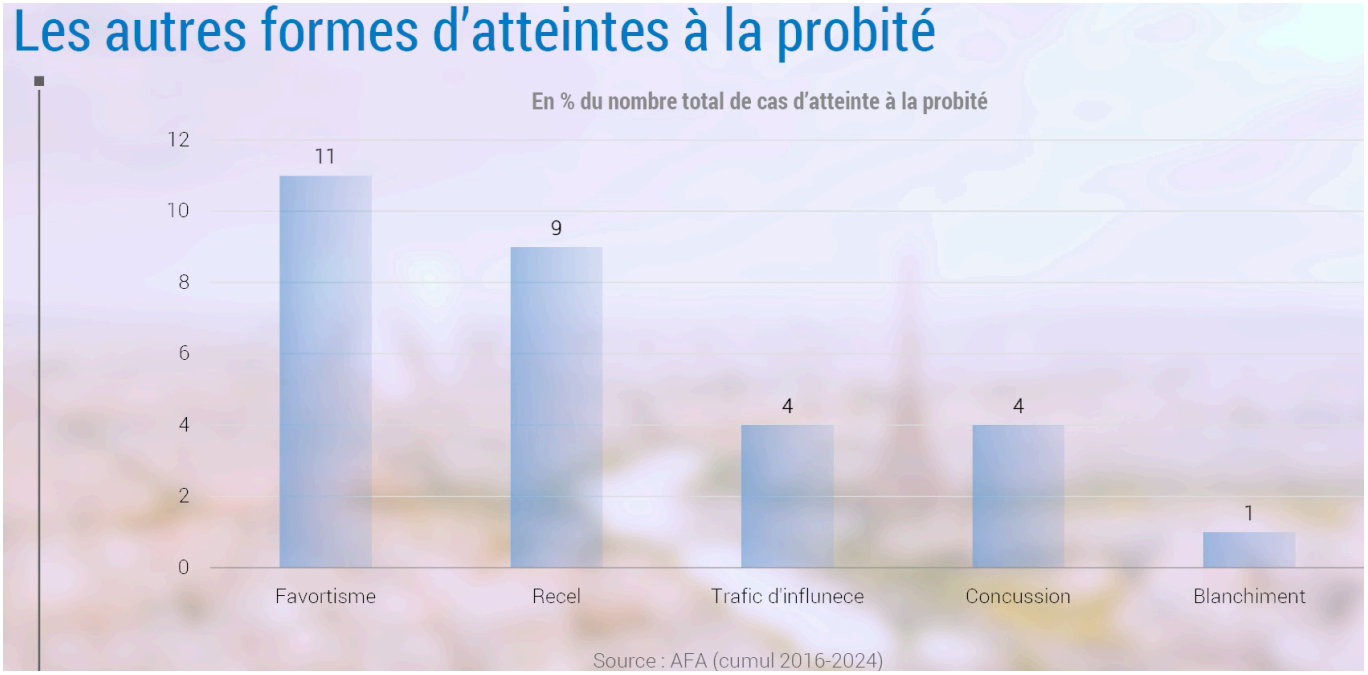
La corruption, stricto sensu, représente près du tiers des infractions identifiées, avec une majorité de cas de corruption active, définie comme le fait pour une personne de rémunérer l'accomplissement ou le non-accomplissement d'une action par un agent compétent. Autre caractéristique, la corruption est beaucoup plus présente dans le secteur public, peut-être parce que plus traçable ou investiguée.



La corruption est aussi l'infraction qui a le plus progressé ces 8 dernières années, tant en pourcentage qu'en valeurs absolues. Le détournement de biens ou de fonds publics et la prise illégale d'intérêts (c'est-à-dire le fait de participer à un processus décisionnel tout en détenant un intérêt privé susceptible d'orienter la décision) constituent les 2ème et 3ème infractions, avec une explosion du nombre de cas concernant cette dernière.



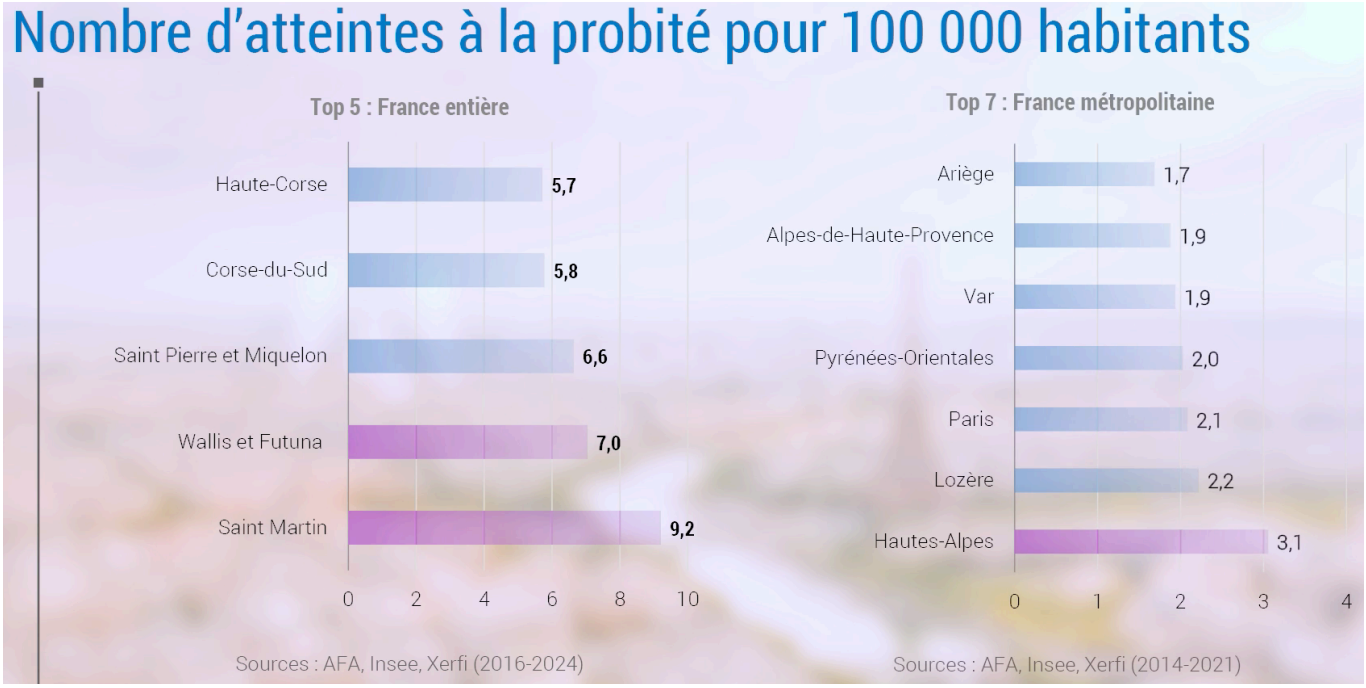
Les autres formes d'atteintes à la probité, telles que le favoritisme, le recel, le trafic d'influence et la concussion (perception d'une somme non due par un agent public), s'ajoutent à cette liste.



La cartographie des infractions affine le diagnostic. Rapportées à la population, elles se concentrent dans les territoires ultramarins et en Corse, avec environ 6 infractions pour 100 000 habitants, contre une moyenne nationale de 1.

La recherche de transparence

En métropole, elles sont davantage présentes dans l'Est et le Sud, à l'exception de l'Île-de-France, en particulier Paris, qui centralise de nombreuses institutions gouvernementales, sièges sociaux d'entreprises et organisations internationales propices aux dérives.



Le tableau n'est pas glorieux, et la France est sur une pente dangereuse… Mais c'est aussi le fait que l'on cherche plus, et en la matière, plus on cherche, plus on trouve ».

- Réindustrialisation ou pas ?

  - **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.

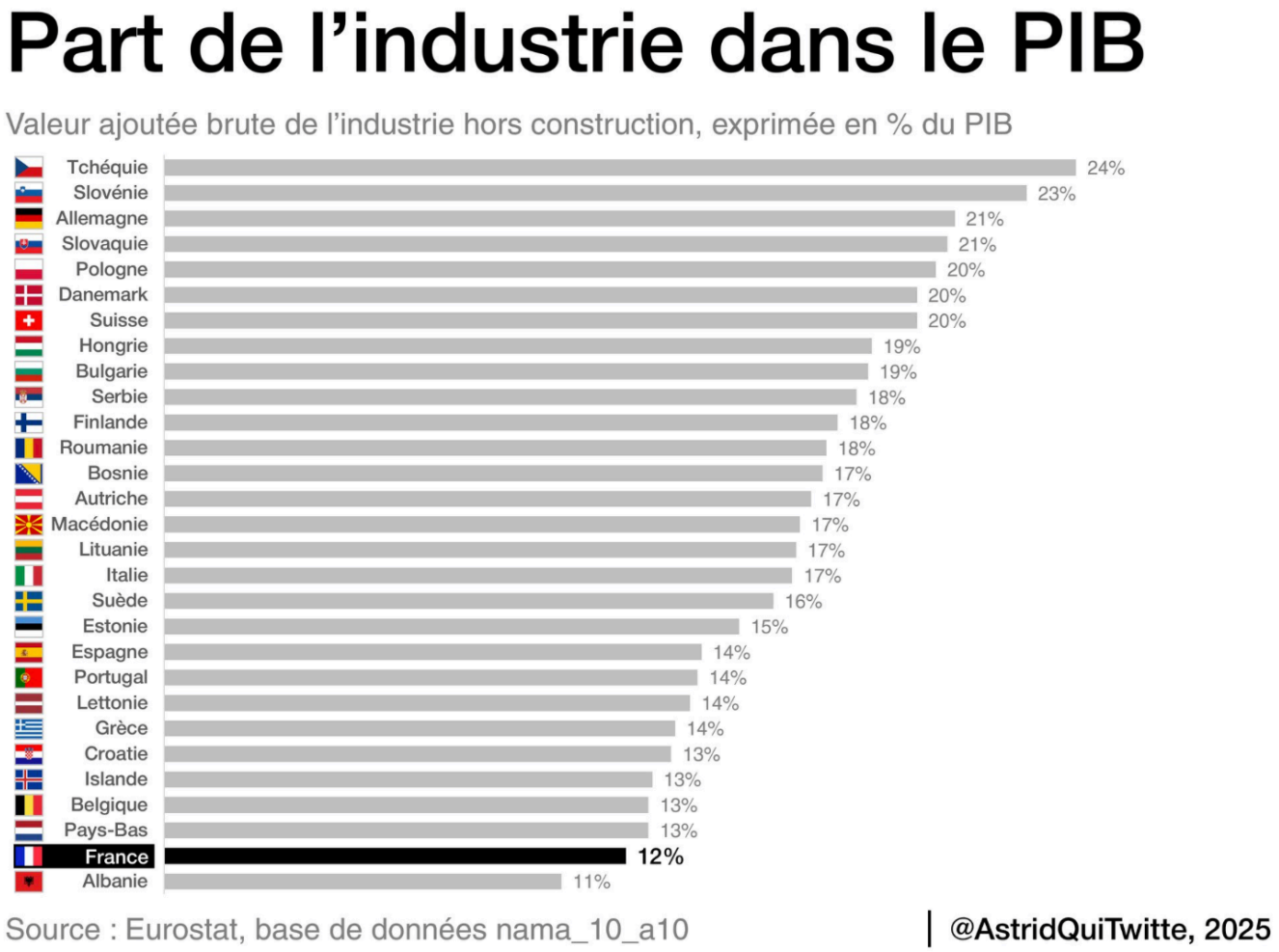
Pour réussir notre politique de réindustrialisation et faire écho au "désir d'industrie" des Français, nous devons accélérer la mise en œuvre d'initiatives nationales à court terme, indépendantes des politiques européennes : image de l'industrie, promotion du "made in France", ancrage territorial, formation,

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’article de Sharon Wajsbrot, Les Echos du 17 juin**

« Le verre est-il à moitié vide ou à moitié plein ? Alors que le climat politique est propice au bilan “des années Macron“ et de sa fameuse politique de l'offre censée rebooster les entreprises et les usines, les débats sont vifs pour évaluer la santé réelle de l'industrie en France.
Dans une étude présentée à ses clients ces dernières semaines, l'institut d'études économiques Rexecode pointe un début de désindustrialisation dans l'Hexagone. “On a connu les prémices d'une réindustrialisation entre 2016 et 2023, 2024 a été un point d'inflexion et début 2025 n'est pas bon. On est entré dans une phase de contraction du tissu industriel“, estime Anthony Morlet-Lavidalie, économiste chez Rexecode. Il en veut pour preuve le score, dans le rouge, du nouvel indicateur mis sur pied par l'institut pour tenter d'objectiver les débats. Ce dernier mêle la valeur ajoutée industrielle créée, l'évolution de l'emploi dans l'industrie, les parts de marché à l'export ou encore, par exemple, les mises en chantier de bâtiments industriels. Et il met en exergue des signaux d'alerte très sérieux : depuis la fin du premier trimestre, la part de l'industrie dans le PIB français est tombée sous la barre symbolique des 10 %, à 9,4 %, les destructions d'emplois, enrayées ces dernières années, sont réapparues, à -0,1 %, -0,2 %. (.. .) ».

- **Le graphique proposé sur X par Astéride le 6 août :**



• La question des compétences

L'évaluation du Plan d'investissement dans les compétences (PIC) par 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 ».

- Le 19 juillet, « Deedy » communique la liste des caractéristiques des 44 membres de l'équipe « Superintelligence » de Meta :

— 50 % sont originaires de Chine
— 75 % sont titulaires d'un doctorat, 70 % sont chercheurs
— 40 % sont issus d'OpenAI, 20 % de DeepMind, 15 % de Scale
— 20 % sont de niveau L8+
— 75 % sont des immigrants de première génération
Chacune de ces personnes perçoit probablement entre 10 et 100 millions de dollars par an. »

• 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. »

• Le lundi 23 juin, publication du HCOB PMI Flash pour la France :

Points clés :
L'indice PMI Flash composite HCOB de l'activité globale en France(1) s'est replié à 48,5 en juin (49,3 en mai), plus bas de 2 mois.
L'indice PMI Flash HCOB de l'activité de services en France(2) s'est replié à 48,7 en juin (48,9 en mai), plus bas de 2 mois.
L'indice PMI Flash HCOB de la production manufacturière en France(4) s'est replié à 47,2 en juin (51,0 en mai), plus bas de 4 mois.
L'indice PMI Flash HCOB de l'industrie manufacturière en France(3) s'est replié à 47,8 en juin (49,8 en mai), plus bas de 4 mois.
Données recueillies du 12 au 19 juin

Commentaire de Jonas Feldhusen, Junior Economist à la Hamburg Commercial Bank :
« Le secteur privé français a essuyé un léger revers en juin. L'indice PMI HCOB composite pour la France s'était, depuis le milieu du premier trimestre 2025, nettement redressé et avait ainsi suscité des espoirs de reprise économique dans les mois à venir. Cette tendance haussière a notamment été portée par une amélioration des performances du secteur manufacturier. Ce dernier ayant toutefois enregistré des résultats décevants en juin, l'élan global a été rompu et l'indice composite s'est replié par rapport au mois de mai. Les performances du secteur des services sont quant à elle restées faibles, mais ne se sont pas, contrairement à celles du secteur manufacturier, détériorées par rapport au mois précédent.
Reste à savoir si cette baisse de la production manufacturière enregistrée en juin n'est qu'un reflux temporaire ou marque déjà la fin de la tendance haussière amorcée récemment. Les perspectives d'activité se sont incontestablement assombries, en raison notamment d'une détérioration de la demande de biens, comme le suggère la baisse des nouvelles commandes enregistrée en juin. Si les baisses de taux d'intérêt de la BCE, les efforts de déréglementation au sein de l'UE et les investissements prévus dans le domaine de la défense devraient continuer à soutenir le secteur manufacturier, les incertitudes entourant le commerce mondial et la géopolitique – actuellement exacerbées par l'escalade du conflit au Moyen-Orient – ainsi que la concurrence mondiale pèsent sur les perspectives du secteur.
Depuis le début de l'année en cours, l'évolution des prix n'a pas été particulièrement favorable, ce qui a également été le cas en juin. Après un recul en mai, les prix facturés se sont légèrement redressés au cours de la dernière période d'enquête, se maintenant toutefois à un niveau faible. Les prix payés ont en revanche conservé un niveau relativement élevé en juin, tant dans le secteur manufacturier que dans celui des services, pesant sur les marges bénéficiaires des entreprises. Une hausse structurelle potentielle du prix du pétrole, conséquence économique du conflit au Moyen-Orient, pourrait encore exacerber ce problème. »
Complément : le 1er juillet paraît l'indice HCOB PMI pour l'industrie manufacturière de la France. On note ceci dans les commentaires : « (…) L'indice des acheteurs PMI HCOB pour l'industrie manufacturière française, produit par S&P Global, s'est replié de 49,8 en mai à 48,1, se maintenant ainsi sous la barre du 50,0 du sans changement pour un vingt-neuvième mois consécutif, et signalant une nouvelle détérioration de la conjoncture du secteur manufacturier français. Bien que modérée, la contraction enregistrée en juin a été la plus forte depuis février dernier.
L'enquête signale une dégradation de la conjoncture dans les trois sous-secteurs étudiés, mais les fabricants des biens d'équipement ont affiché les plus faibles performances en juin.
Les mauvaises performances du secteur s'expliquent principalement par une forte diminution du volume global des nouvelles commandes, que les entreprises interrogées attribuent à un affaiblissement général de la demande, tant sur les marchés intérieurs qu'à l'étranger. Le taux de contraction s'est en outre redressé par rapport au mois précédent, et a affiché son plus haut niveau depuis quatre mois. (…) ».

• 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 :

II- Perspectives 20258-2026 pour l'économie française
Synthèse : l'incertaine croissance -> https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/3-189OFCE.pdf

III-Perspectives 2025-2026 pour l'économie mondiale et européenne
Synthèse : climats hostiles -> https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/9-189OFCE.pdf

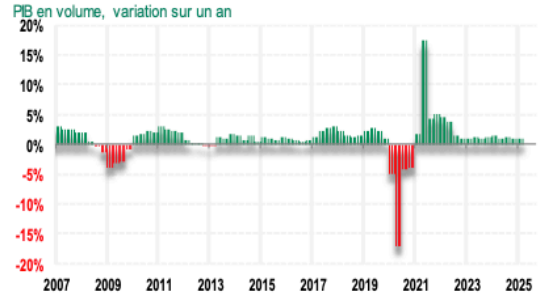
• Extrait du « Petit atlas de l'économie française » (BNPParibas, 14 mai 2025)

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	-

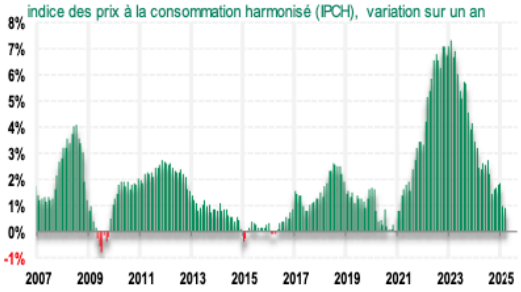
France, taux de croissance annuel

PIB en volume, variation sur un an



France, taux d'inflation annuel

indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), variation sur un an



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.*

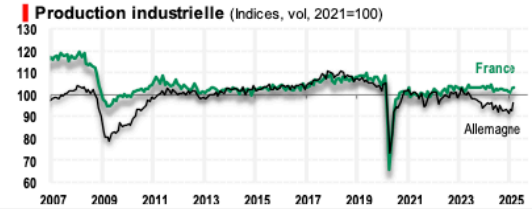
La consommation privée *désigne celle des ménages et des institutions privées à but non lucratif.*

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.

Fév. 2025
Déc. 2024

Production industrielle (Indices, vol, 2021=100)



Sources : Insee , Eurostat, OCDE, Commission européenne [AMECO], BNP Paribas

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	16.5
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	66.7
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	-

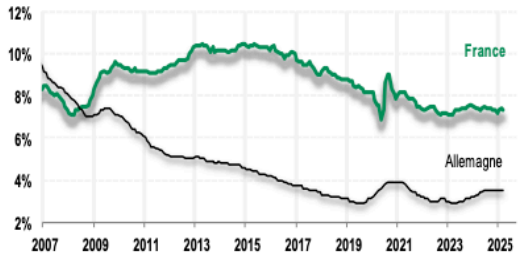
Notes

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.*

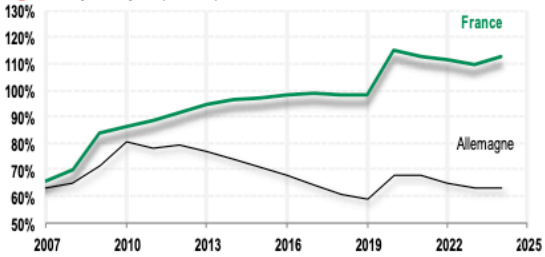
***Le solde primaire** exprime le solde financier des administrations publiques avant paiements des intérêts sur la dette.*

***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**

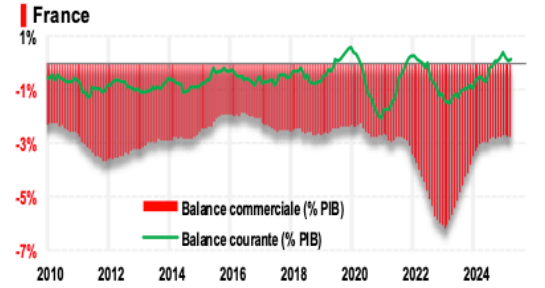
Notes

***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.*

France



Sources : Eurostat, BNP Paribas

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**

Juin 2024

Notes :

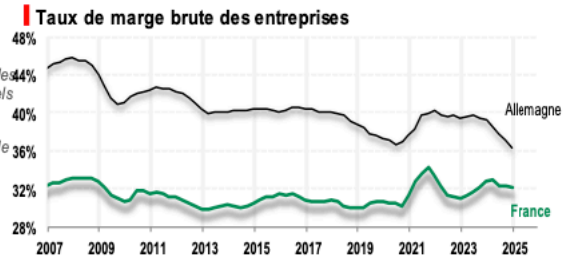
***Les entreprises** désignent les sociétés non financières.*

***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.*

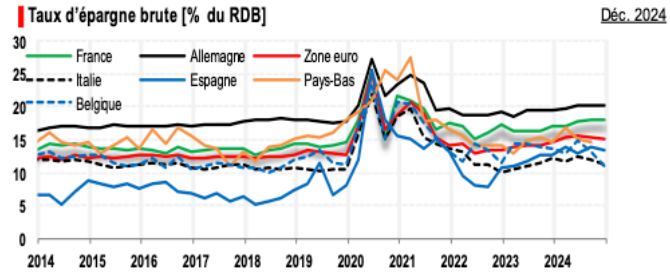
***Taux d'autofinancement** ≈revenu disponible brut / formation brute de capital fixe.*

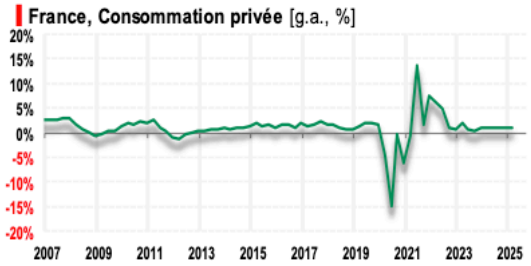
Taux de marge brute des entreprises



Sources : Eurostat, BNP Paribas

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





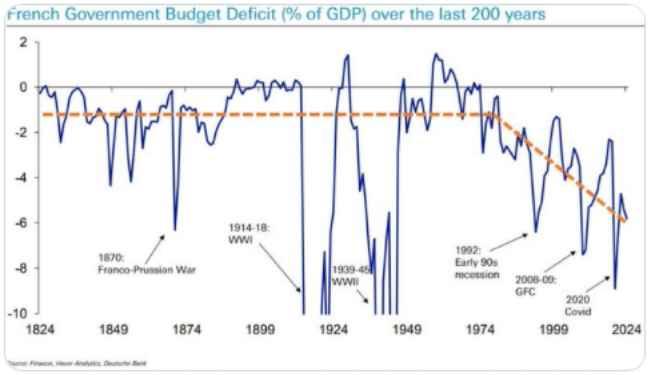
Sources : Eurostat, BNP Paribas

Note : une version actualisée de ce « Petit Atlas de l'économie française » est parue début juillet (https://economic-research.bnpparibas.com/pdf/fr-FR/Petit-Atlas-economie-francaise-Juillet-2025-03/07/2025,51708).

• « Budget français : le plus dur est devant nous » (EcoWeek du 19 mai, BNPParibas)

Graphique en guise d'introduction :

Deux siècles d'histoire budgétaire montrent que jusqu'en 1980, la France a toujours su rétablir l'équilibre de ses finances publiques après chaque crise.
Depuis le déficit public se creuse inexorablement.



(Source : Anthony Morlet-Lavidalle, X, le 9 juillet)

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.

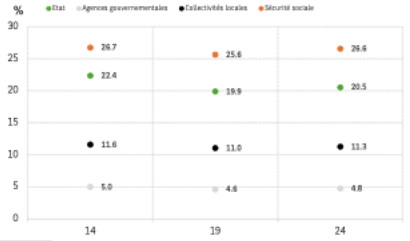
Les dépenses publiques ont globalement suivi la croissance nominale du PIB sur la période d'inflation. Le niveau de leur poids dans le PIB est demeuré élevé au-delà du niveau pré-Covid. Ainsi, le budget a totalement compensé l'inflation, là où une compensation partielle aurait permis de revenir au poids 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 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).

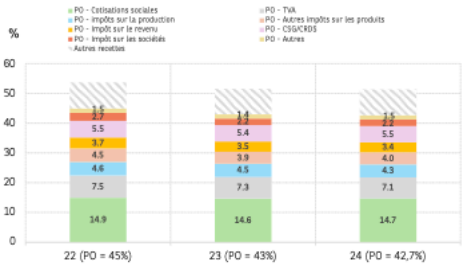
DÉPENSES PUBLIQUES PAR ADMINISTRATION EN % DU PIB EN 2014, 2019 ET 2024 (DONNÉES NON CONSOLIDÉES)



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

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.

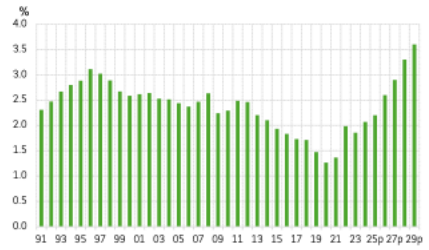
Davantage de marges de manœuvre apparaissent du côté des dépenses publiques, tout d'abord parce que leur poids dans le PIB est supérieur à celui d'avant Covid-19. Avec l'indexation intégrale des prestations sociales sur l'inflation en 2023-24, ces dernières ont pris un poids majeur dans la dynamique 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

• La 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.

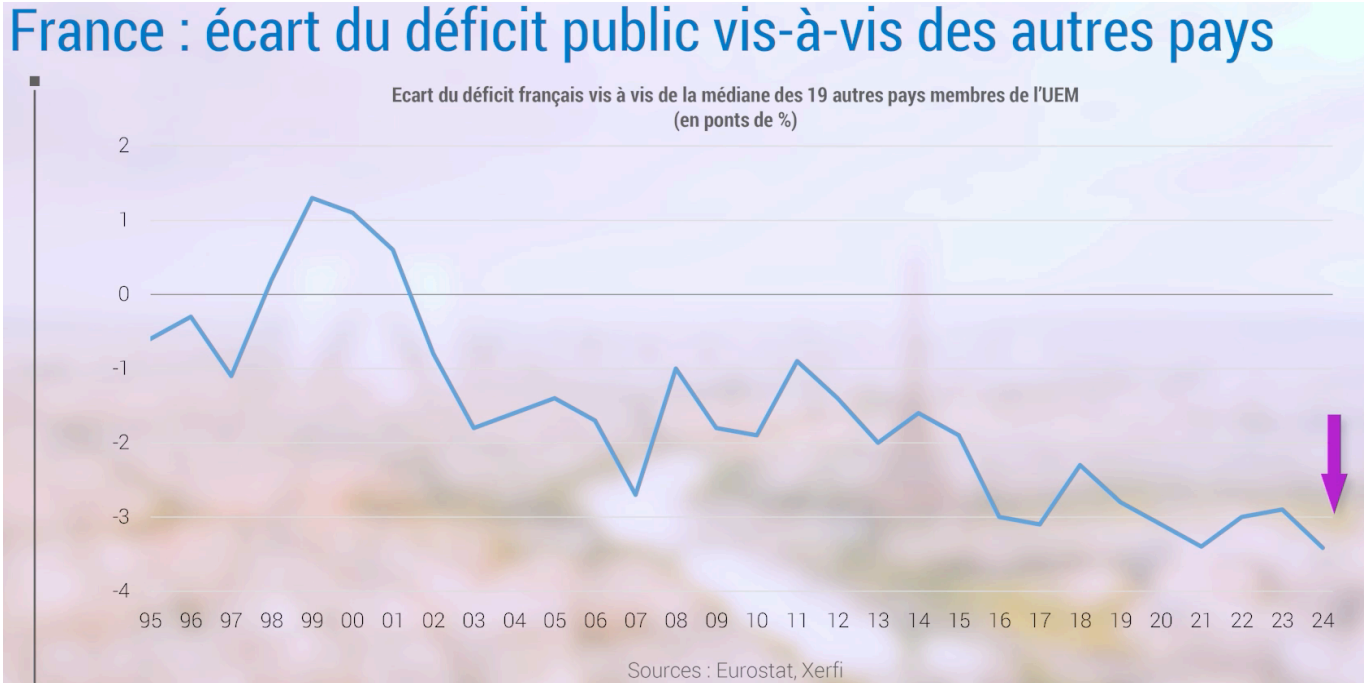
Il faudra sans doute attendre qu'une forte tension sur le marché de la dette publique de la France apparaisse pour que la situation des finances publiques soit rétablie par un effort collectif.

• « France, le cumul de tous les déficits ? »

Alexandre Mirlicourois, XerfiCanal, le 10 juin.

« La France, pays des déficits. À peine dit, le réflexe est immédiat : penser au déficit public en premier lieu. Et pour cause. L'Hexagone décroche le bonnet d'âne européen. Un simple graphique de l'écart de

notre solde public par rapport aux autres membres de la zone euro, soumis aux mêmes contraintes que nous, en fait la démonstration.



La conclusion est implacable : notre déficit n'est pas une fatalité, c'est un choix politique.

La compétitivité en berne

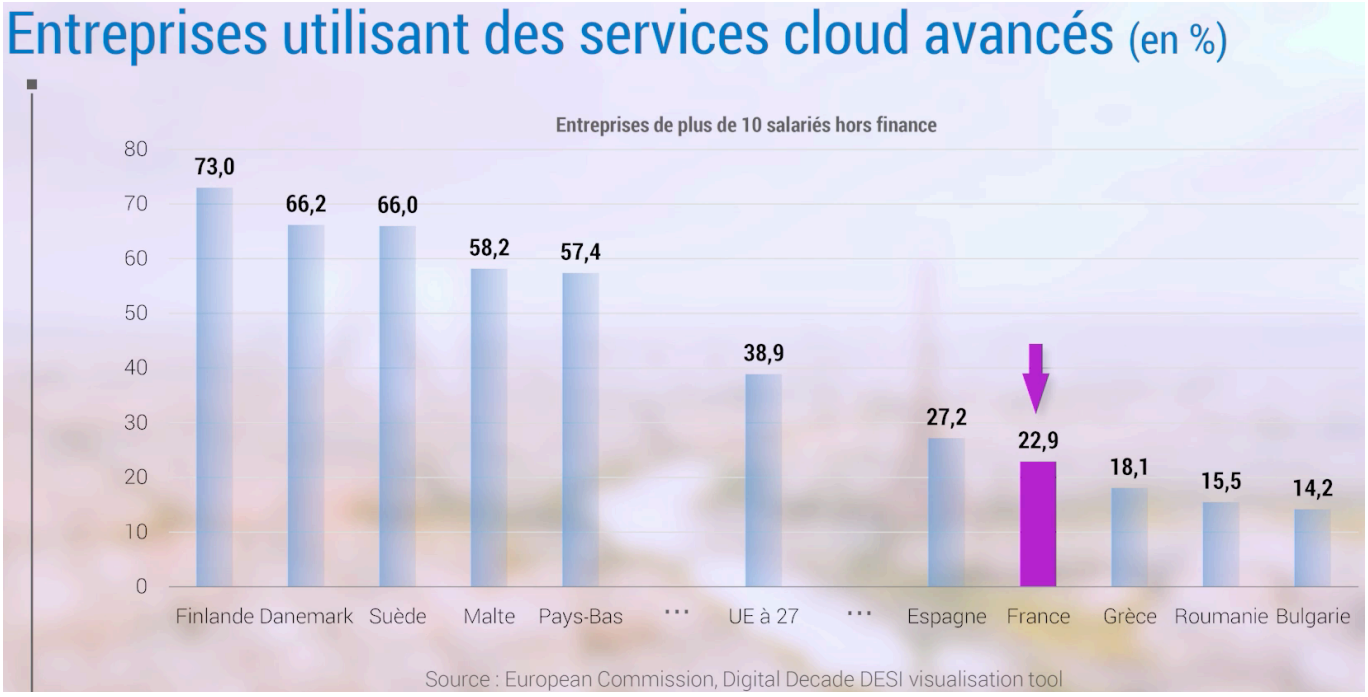
Mais il est d'autres déficits qui dessinent tout autant le portrait d'une France en profond déséquilibre.

En voici quatre, à commencer par le déficit commercial. Rapportée au PIB, la balance commerciale dévoile une France dans le rouge depuis près de 25 ans. À force de soutenir la consommation, le pays a sacrifié ses producteurs et creusé sa dépendance au "made in ailleurs". Il a importé son confort et exporté ses usines. Résultat : seules quelques filières s'en sortent — les IAA (sauvées par les boissons), l'aéronautique-navale, les parfums-cosmétiques et la chimie-pharma. Tout le reste est déficitaire, massivement déficitaire.

Tous ces déficits sont la suite logique d'un autre : celui de notre compétitivité.

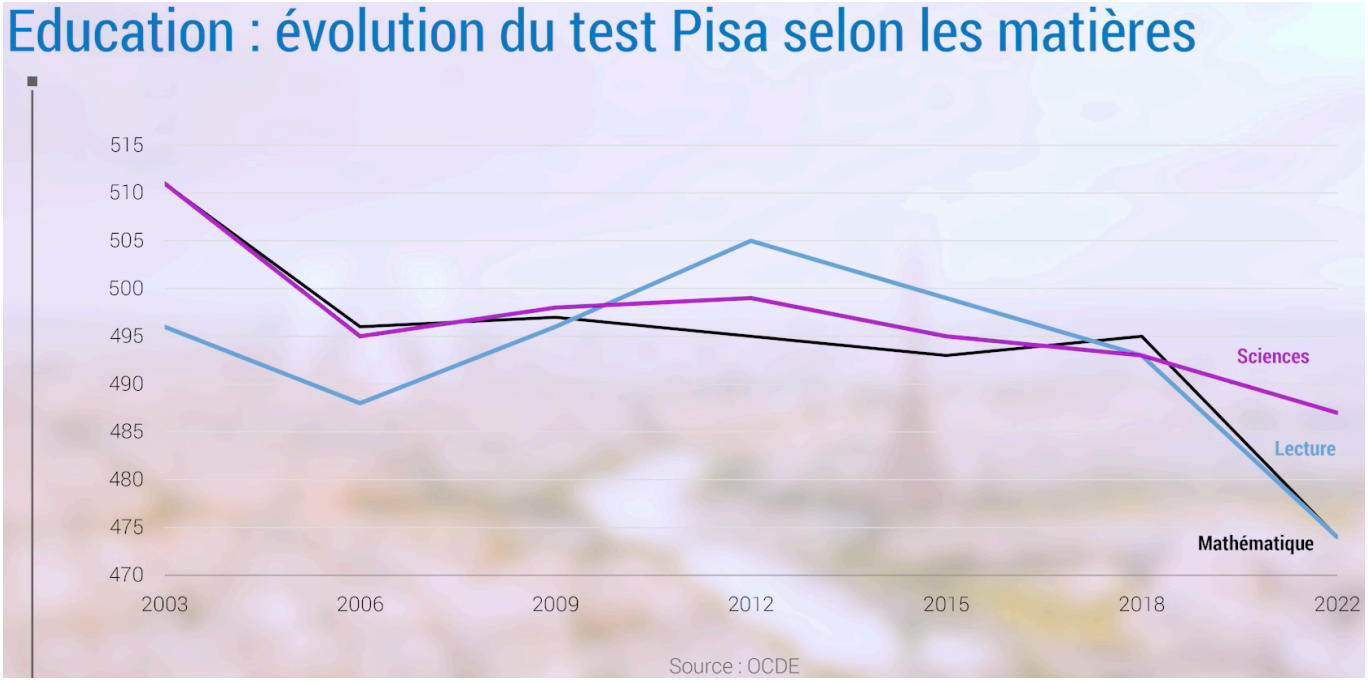
Son origine est multifactorielle, mais il faut insister sur deux points.

D'abord, notre déficit technologique, reflet d'un retard numérique inquiétant dans les entreprises. À peine 23% des sociétés françaises utilisent des services cloud avancés, contre 73% en Finlande et 66% au Danemark. Non seulement la France est loin de la moyenne européenne, mais elle se classe 24ème sur 27, ne devançant que la Grèce, la Roumanie et la Bulgarie.



D'autres indicateurs existent, ils pointent tous dans le même sens.

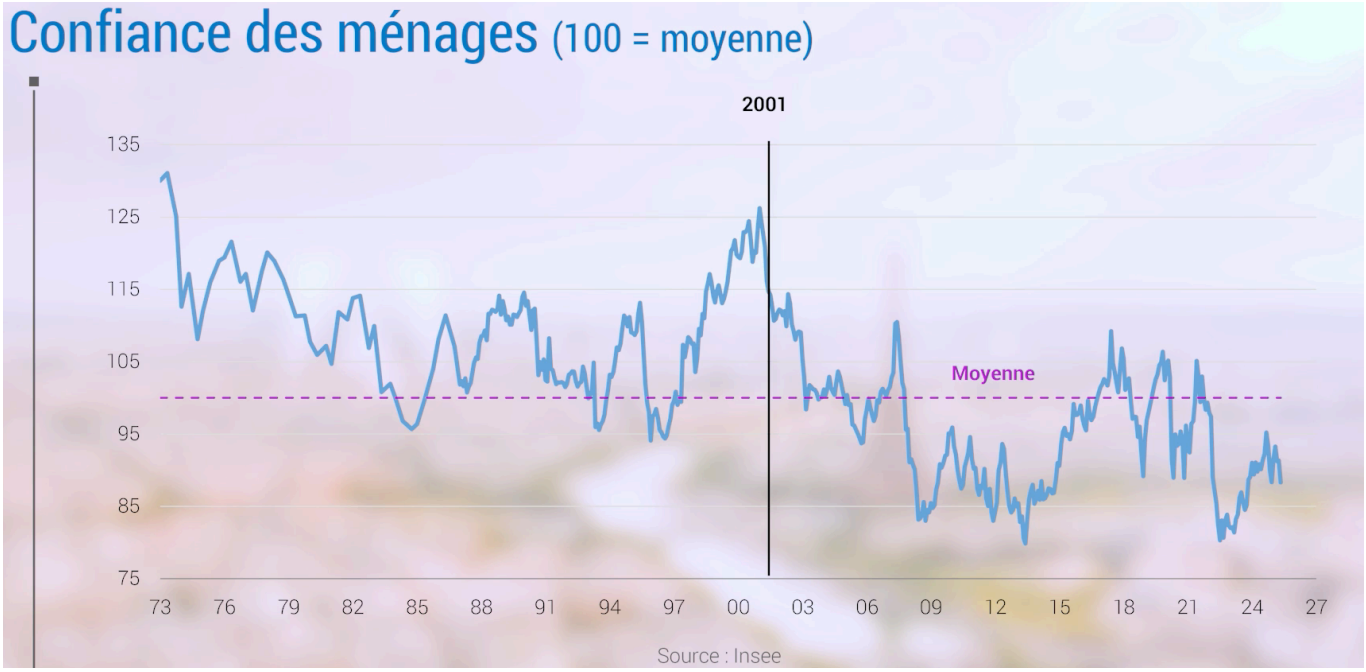
Second point : le capital humain… déficit de formation oblige. Il peut s'appréhender à travers la dégradation des résultats aux tests Pisa, la plus grande étude internationale sur le suivi des acquis éducatifs.



Ce déficit éducatif menace directement la compétitivité économique du pays : une main-d'œuvre moins qualifiée, un capital humain sous-exploité, freinent l'innovation et la croissance. Autre symptôme : le pays connaît depuis plusieurs années une pénurie de profils scientifiques, et il faudrait former 60 000 ingénieurs de plus par an, selon l'Institut Montaigne.

L'érosion de la confiance et ses conséquences

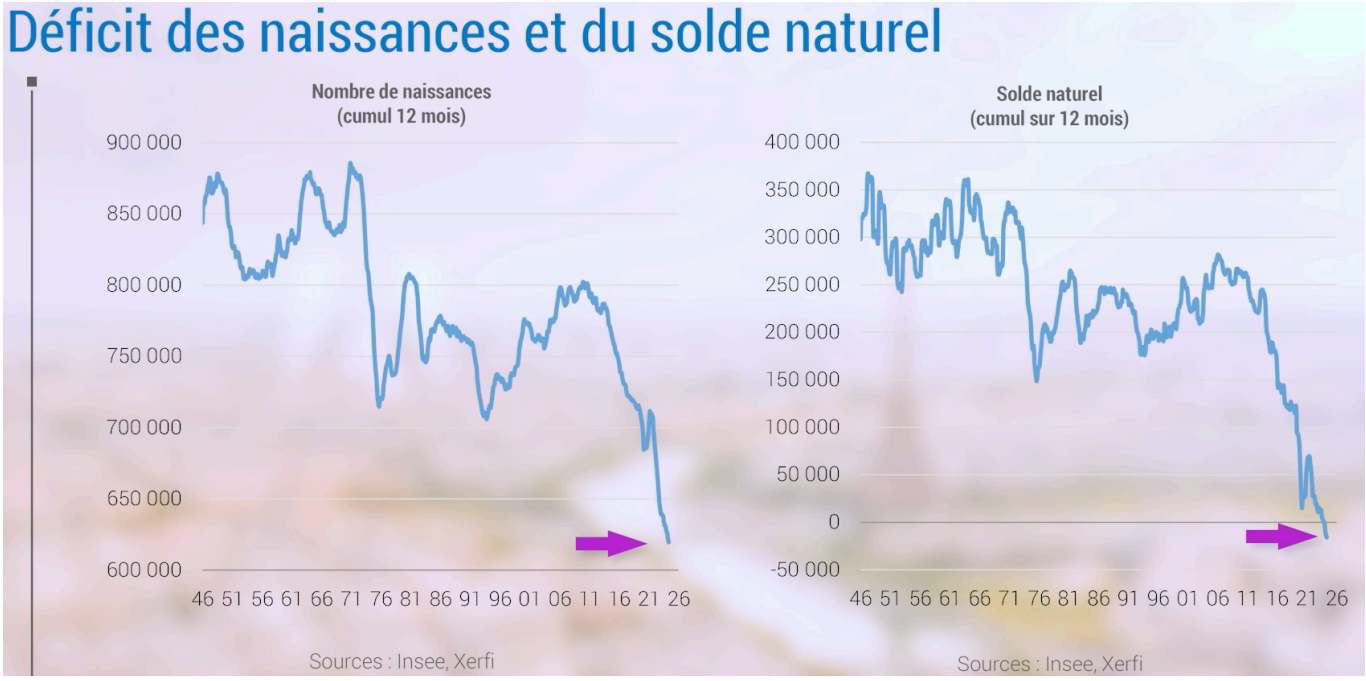
Autre déficit devenu une marque de fabrique française : celui de la confiance. Les Français ne sont pas pessimistes par nature, ils le sont devenus.



La cassure survient au début des années 2000. Depuis, les ménages ont sombré dans une morosité latente qui s'est amplifiée avec le temps. Or, une société qui doute d'elle-même peine à se projeter, à réformer, à innover. Ce climat délétère paralyse les initiatives, bloque les consensus et nourrit l'instabilité… et est certainement l'un des éléments d'explication du déficit le plus spectaculaire, celui des naissances.

La menace silencieuse du déficit des naissances

Les Français font de moins en moins de bébés ; le plancher des 600 000 naissances annuelles se rapproche, son plus bas niveau depuis la Seconde Guerre mondiale. Comme le nombre de décès progresse parallèlement, la différence entre les deux — c'est-à-dire le solde naturel — est devenue déficitaire en 2024 pour la première fois depuis 1946, et il se creuse rapidement.



Ce déficit silencieux prépare un futur où la population active déclinera, pesant davantage sur un système de retraites déjà sous tension et freinant la croissance. C'est moins visible qu'une crise économique, mais bien plus durable. Un déficit isolé est une alerte ; plusieurs déficits simultanés deviennent une menace, les symptômes d'un modèle à bout de souffle. Les ignorer, c'est accepter le déclin comme horizon ».

• Six documents sur la situation française, fin-juin/mi-juillet

1) « Sortir la France de l'enlisement » :

https://www.rexecode.fr/media/documents/document-de-travail/2025/sortir-la-france-de-l-enlisement-document-de-travail-n.95-juin-2025

Le résumé et les principales conclusions sont les suivantes :

« La politique économique française se cherche sans offrir la moindre vision de moyen terme. Une double menace se profile :
1. L'impossibilité de répondre aux attentes collectives avec des ressources économiques trop faibles,
2. La nécessité d'avoir à donner un coup d'arrêt brutal au déficit public pour éviter d'entrer dans une spirale incontrôlable.
Ce document de travail s'interroge sur les moyens d'échapper à ces perspectives. Il montre qu'il est possible par une politique de croissance, de sortir de l'ornière dans laquelle la France s'est enlisée : pas assez de productivité, trop de dette publique, un écart qui augmente entre les besoins sociaux et les ressources économiques.

- L'objectif est de surmonter un enchaînement économique pervers et conflictuel

• Un écart se creuse entre l'addition d'attentes sociales considérées comme des "besoins", voire des exigences, et l'enveloppe des moyens rendus disponibles par la croissance. Les besoins supplémentaires affichés, qui correspondent tous à des attentes légitimes, seraient de plus de 100 milliards d'euros chaque année : augmentation des dépenses de décarbonation pour tenir l'objectif 2050 (évaluées à elles seules à 70 milliards d'euros), investissements numériques et d'innovation pour rester dans la course mondiale, amélioration de nos services publics, éducation, sécurité intérieure, hôpital, dépendance, sans compter la défense nationale et la demande récurrente de pouvoir d'achat.
Face à ces attentes, l'accroissement annuel du volume du PIB, qui mesure le supplément annuel de biens et services disponibles, s'est réduit de moitié au cours des dix dernières années et serait au mieux de l'ordre de 25 à 30 milliards d'euros dans les prochaines années.
• La grande désindustrialisation et la perte de compétitivité ont conduit à un déficit persistant des échanges extérieurs.
Depuis le milieu des années 2000, les emplois intérieurs de biens et services (consommation et investissement intérieurs) augmentent plus que ce que la France produit (le PIB). L'égalité de l'ensemble des emplois et des ressources de biens et services implique de ce fait un écart, qui est comblé par un déficit des échanges extérieurs.
• Les comptes publics sont de plus en plus déficitaires
Pour tenter de répondre aux différentes demandes sociales, les gouvernements ont laissé depuis une vingtaine d'années gonfler le déficit public, ce qui revient à distribuer dans l'instant un surplus espéré ultérieurement. La menace est de voir s'amorcer une spirale perverse, un effet "boule de neige", entre déficit, charges, d'intérêt et dette, spirale qui deviendrait difficilement contrôlable.

- Les perspectives tendancielles des prochaines années ne laissent pas espérer un redressement spontané

• La croissance tendancielle moyenne de la France pour la période 2025- 2030 est au mieux de 1 % par an, et plus probablement comprise entre 0,7 % et 0,9 % par an. Cette perspective laisse subsister un écart durable entre les besoins affichés et le surplus annuel disponible, et elle ne permet aucune amélioration spontanée des comptes publics. Sauf mesures fortes, le risque d'effet "boule de neige" s'accentuera, le déficit augmentant la dette, l'augmentation de la dette augmentant les charges d'intérêt, et l'augmentation des charges d'intérêt augmentant le déficit. Les réactions devraient être d'autant plus brutales qu'elles seraient tardives.
• Les simulations macroéconomiques tendancielles montrent qu'une poursuite des tendances impliquerait des mesures de forte réduction de la dépense publique pour éviter la boule de neige et retrouver un régime de croissance équilibrée. Ces mesures auront à court terme un impact négatif sur la croissance et elles pèseront sur les recettes. Elles conduiraient probablement à une phase récessive. Quant à la tentation de réduire le déficit par une augmentation des prélèvements obligatoires, sa mise en œuvre aurait des effets durablement négatifs sur l'économie. Elle serait contreproductive et devrait être écartée.

- Une politique de croissance permettrait de sortir l'économie fran- çaise de l'enlisement . Elle faciliterait la réduction des trois déséquilibres : le déséquilibre entre les ressources et les besoins collectifs, le déséquilibre extérieur, et le déséquilibre entre les dépenses et les recettes publiques .

• Le taux de croissance potentiel de l'économie française pourrait être porté progressivement d'environ 1 % par an à 2 %. Le supplément annuel de revenu national créé doublerait, passant de 30 milliards par an à 60 milliards. Cela permettrait de couvrir les besoins collectifs prioritaires et d'atténuer sensiblement les conflits d'objectifs.
• Le déficit public pourrait être ramené à moins de 3 % du PIB avant 2030 sans nécessiter une baisse trop brutale du niveau de la dépense publique. Cela impliquerait toutefois une certaine réallocation de la dépense publique en faveur de mesures de croissance, et par conséquent des réductions au moins équivalentes d'autres postes de dépense.
• Une politique de croissance est possible. Elle implique une vision claire et partagée des perspectives et des risques de moyen terme, une cohérence des priorités et des efforts et, avant tout, une réelle volonté collective de croissance . En augmentant le revenu national distribuable, une politique de croissance serait favorable non seulement à la réduction du déficit public, mais aussi aux besoins de décarbonation, de réarmement et de pouvoir d'achat de tous.

- Quatre leviers peuvent être mobilisés pour une politique de croissance : la productivité, l'épargne, le travail, une nouvelle industrialisation

• Productivité
Les politiques publiques peuvent agir sur la productivité depuis le niveau de l'entreprise jusqu'au niveau macroéconomique. Pour les entreprises proches de la frontière technologique, une augmentation du volume de R&D, publique et privée, permet de repousser la frontière. Pour les entreprises au-dessous de la frontière (*lagging firms*, ou entreprises « à la traîne »), l'objectif est de créer un environnement favorable à leur développement, de renforcer l'adaptation du niveau de compétence de la main d'œuvre et de soutenir l'émergence et le dé- veloppement des entreprises nouvelles en stimulant l'accès au capital-risque. Au

niveau plus global, il s'agit de faciliter une bonne allocation des ressources au sein de chaque secteur (concurrence, accès au marché) et d'orienter l'économie vers les secteurs de croissance.

• Epargne

L'épargne est bien protégée en France, mais elle est peu active pour la croissance. Elle va pour sa quasi-totalité financer le logement social, le crédit bancaire, la dette publique et des achats d'actions cotées, françaises ou étrangères. Les principaux produits de placement sont en effet assortis d'une double garantie de capital et de liquidité. Ce biais pénalise, voire exclut, l'épargne tentée de s'orienter vers les entreprises de croissance, par conséquent en risque.

Il n'est pas surprenant dans ces conditions que le volume d'épargne placée dans le capital-risque et les entreprises de croissance reste en France extrêmement modeste. On peut en estimer le flux entre 1 et 2 % du flux annuel d'épargne nouvelle.

Les obstacles à l'investissement de l'épargne privée dans le capital risque sont le risque de perte en capital et l'immobilisation du placement pendant une période longue. La création de fonds d'investissement à capital garanti (FCG) constituerait une innovation financière de rupture et lèverait les vrais obstacles à l'investissement de l'épargne dans les fonds propres d'entreprises de croissance. Il faut aussi admettre que peu d'épargnants souhaitent immobiliser leur capital pour une longue durée. Les fonds à capital garanti devraient donc être rachetables à tout moment, sans perte en capital, en abandonnant bien sûr, en contrepartie, l'espoir de plus-value future. La garantie de capital allégerait en outre la contrainte d'exigence de fonds propres imposée par Solvabilité 2. Les assureurs pourraient dès lors investir de façon très significative dans le capital investissement.

Les fonds à capital garanti pourraient attirer progressivement un volume d'épargne d'une centaine de milliards d'euros, directement tournés vers les fonds propres et l'investissement des entreprises.

• Travail

Augmenter la quantité de travail libère un potentiel de croissance supplémentaire. L'augmentation de la quantité de travail ne peut pas être un facteur permanent de croissance, elle doit être plutôt envisagée comme une remise à niveau.

Les raisons d'augmenter le volume de travail en France ne manquent pas comme l'a montré le *Repères Rexecode n° 13* d'Olivier Redoulès. Un supplément de 0,4 point par an du volume des heures travaillées, au-delà du scénario tendanciel, peut être obtenu soit par un nouveau report de l'âge de la retraite soit par une augmentation de la durée moyenne du travail par emploi, ou par une combinaison des deux. L'augmentation de l'âge effectif moyen de départ à la retraite est le seul levier de rééquilibre des régimes de retraites dont les effets économiques sont clairement positifs pour les revenus de l'ensemble des agents économiques, y compris des travailleurs actifs, parce qu'il augmente la taille de l'économie et le revenu national distribuable.

• Nouvelle industrialisation

Un quatrième levier peut résulter d'une orientation plus marquée de la composition sectorielle de l'économie vers les secteurs les plus moteurs. C'est le rôle des politiques sectorielles de soutenir l'effort d'investissement dans les industries ou les services dont les perspectives d'expansion du marché mondial sont particulièrement favorables. Aucun secteur ne doit être négligé dans la recherche d'activités motrices nouvelles. Certaines d'entre elles existent certaine- ment par exemple dans la chimie, la métallurgie, le médicament. Deux domaines en fort développement devraient être particulièrement soutenus : la décarbo-nation et la digitalisation. Un doublement, voire un triplement du plan France 2030 stimulerait fortement l'avancée vers une nouvelle industrialisation ».

2) Trésorerie : les grandes entreprises et les ETI sous pression

https://www.rexecode.fr/conjoncture-previsions/enquetes-de-conjoncture/enquete-tresorerie-grandes-entreprises-et-eti/tresorerie-les-grandes-entreprises-et-les-eti-sous-pression

« L'opinion des trésoriers des grandes entreprises et des ETI sur les trésoreries reflète la dégradation de l'environnement économique sur fond de guerre commerciale et de tensions géopolitiques. Les soldes d'opinions sur la trésorerie globale et la trésorerie d'exploitation se détériorent sensiblement en juin et touchent un point bas inédit depuis la crise sanitaire. (…) ».

3) Rien n'est perdu, quand on remarque la récupération inespérée de la Grèce !

Dans le Magazine de Finances et Développement (FMI), on lit : « Autrefois considérée comme le talon d'Achille économique de l'Europe, la Grèce émerge aujourd'hui comme une réussite inattendue. Ce redressement remarquable s'appuie sur des taux de croissance positifs supérieurs à la moyenne de l'Union européenne, un rebond significatif des investissements, des exportations historiquement élevées et une baisse du chômage à des niveaux jamais observés depuis plus de dix ans. La politique budgétaire reste cohérente, générant des excédents primaires croissants, et la dette publique a diminué de près de 55 points de pourcentage du PIB, l'une des baisses les plus marquées jamais enregistrées en Europe.

Au-delà des indicateurs budgétaires et macroéconomiques, la transformation revêt également une dimension qualitative : un climat des affaires de plus en plus favorable aux investisseurs, des conditions de financement améliorées, un État qui se montre plus habile en matière de gestion économique et, bien sûr, le rétablissement de la note de crédit de la Grèce.

Cette solide performance économique n'est pas le fruit du hasard. Elle est le fruit de la mise en œuvre d'un dosage judicieux de politiques : une politique budgétaire prudente pour restaurer la confiance des marchés, un effort soutenu pour assainir notre système bancaire et l'achèvement de réformes structurelles propices à la croissance.
Sur le plan budgétaire, nous avons constamment amélioré nos performances depuis la pandémie, l'excédent primaire ayant atteint 4,8 % du PIB en 2024, ce qui a conduit à un excédent budgétaire global de 1,3 % cette année-là. Ce résultat n'a pas été obtenu grâce à une austérité draconienne, mais grâce à la croissance économique et, surtout, à une lutte résolue contre la fraude fiscale, qui, selon nos estimations, a permis d'accroître les recettes de près de 3 % l'an dernier.
Du côté du secteur bancaire, nous avons réussi à assainir nos bilans et à maîtriser les créances douteuses. Cette étape majeure a permis aux prêteurs grecs de retrouver pleinement leur rôle essentiel dans le financement de l'économie réelle. Parallèlement, les dépôts ont augmenté régulièrement et une forte rentabilité a encore renforcé les ratios de fonds propres. La vente réussie par le Fonds hellénique de stabilité financière de ses participations dans des banques locales, qui a suscité un vif intérêt de la part d'investisseurs étrangers de longue date réputés, constitue un véritable gage de confiance envers le système bancaire grec.
Concernant les réformes structurelles, nous avons réduit les impôts et les cotisations sociales, allégeant ainsi le fardeau des entreprises et des consommateurs. Nous avons allégé les formalités administratives en simplifiant les procédures d'octroi de licences et en modernisant la législation du travail, l'adaptant ainsi à l'évolution des besoins des entreprises et des salariés. Nous avons mis en place l'un des cadres d'incitation les plus compétitifs pour la recherche et l'innovation, incluant des amortissements pouvant atteindre 315 % des dépenses de R&D. Les privatisations se sont poursuivies à un rythme record, générant des recettes publiques et, surtout, ouvrant de nouvelles opportunités d'investissement et de création d'emplois.
Nous avons mis en place un cadre d'insolvabilité de pointe, classé par l'Organisation de coopération et de développement économiques comme répondant aux meilleures pratiques internationales, qui contribue à désendetter le secteur privé, comme en témoigne la baisse de l'encours de la dette privée en termes absolus et par rapport au PIB. La restructuration du Fonds de croissance, qui gère les actifs publics, constitue une nouvelle étape vers une utilisation plus efficace des ressources. Des réformes ont été menées dans tous les domaines, notamment dans la numérisation, la justice, l'éducation, la formation continue et la reconversion professionnelle, le système de retraite et les normes de transparence. Bien sûr, il reste du chemin à parcourir. Nous ne minimisons pas les défis. Le ratio dette/PIB de la Grèce reste élevé, malgré une structure et des conditions de taux d'intérêt favorables qui atténuent les risques. L'inflation, bien qu'en baisse, reste stable, notamment dans le secteur des services. L'investissement s'améliore, mais reste inférieur à la moyenne de l'UE, ce qui souligne la nécessité de mobiliser davantage de capitaux. La productivité, bien qu'en hausse, reste inférieure à la moyenne de l'UE. Il en va de même pour la participation au marché du travail, notamment des femmes. Et bien sûr, nous devons renforcer la résilience et l'adaptabilité de notre économie face aux défis extérieurs, notamment les transitions écologique et numérique et la fragmentation croissante de l'économie mondiale. (…) ».

4) « Comment empêcher une faillite de la France »

Chronique de Patrick Careil dans Les Echos du 8 juillet (https://www.lesechos.fr/idees-debats/editos-analyses/comment-empecher-une-faillite-de-la-france-2175270)
« Il n'y a pas de difficultés techniques à concevoir un plan de redressement : les mesures à prendre sont connues et répertoriées. Mais des arbitrages politiques difficiles devront être rendus après la prochaine présidentielle pour déterminer les parts respectives de la diminution des dépenses et de l'augmentation des impôts, la nature des dépenses à réduire et des impôts à augmenter, la répartition de la charge du redressement entre actifs et non-actifs, entre revenus du travail et revenus du capital et entre revenus et patrimoine. Il faudra de plus déterminer s'il est encore possible, pour arrêter la croissance exponentielle de la dette, d'étaler les mesures dans le temps. (…) ».
Suit dans cette chronique une sorte d'ordonnance pour soigner nos finances publiques et éviter à notre pays la faillite.

5) La dette publique française se dégrade !

Patrick Artus, Flash Economie n° 83 du 11 juillet :
« Les intervenants des marchés financiers comprennent progressivement que la France aura beaucoup de mal à réduire son déficit public, avec le vieillissement démographique, la nécessité de dépenser plus pour l'éducation, les transitions énergétique et numérique, en l'absence de majorité parlementaire et d'acceptation par la plupart des partis politiques et par une majorité de Français qu'il faut réduire les dépenses publiques. Il y a globalement refus de toute mesure qui freinerait la consommation des ménages. Enfin, la hausse du taux d'emploi, qui génèrerait des recettes fiscales supplémentaires, ne peut être obtenue qu'à long terme avec l'amélioration de la qualité du système éducatif et du système de formation professionnelle.
On voit, en conséquence, que le taux d'intérêt à 10 ans de la France montre un spread important vis-à-vis de celui de l'Allemagne, malgré le plan de hausse des dépenses publiques de l'Allemagne, est passé au-dessus du taux d'intérêt à 10 ans de l'Espagne, et va probablement passer rapidement au-dessus de celui de l'Italie. Mais ces évolutions ne sont pas assez brutales pour provoquer une réaction des hommes politiques et de l'opinion en France ».

Obligations d'Etat

Pays	Taux	+ Haut	+ Bas	Var.	Var. %	Vs. Bund	Vs. T-Note	Heures
Afrique du Sud	9,875	9,935	9,790	+0,095	+0,97%	719,0	545,9	11/07
Allemagne	2,6850	2,6950	2,6430	+0,0240	+0,90%	0,0	-173,1	11/07
Australie	4,330	4,338	4,310	+0,038	+0,89%	164,5	-8,6	11/07
Autriche	3,079	3,114	3,038	+0,025	+0,82%	39,4	-133,7	11/07
Bangladesh	12,355	12,380	12,350	+0,055	+0,45%	967,0	793,9	10/07
Belgique	3,267	3,290	3,240	+0,010	+0,31%	58,2	-114,9	11/07
Brésil	13,865	13,962	13,855	0,000	0,00%	1.118,0	944,9	11/07
Bulgarie	3,850	3,850	3,850	0,000	0,00%	116,5	-56,6	11/07
Canada	3,499	3,519	3,412	+0,093	+2,73%	81,4	-91,7	00:28:59
Chili	5,600	5,600	5,600	-0,020	-0,36%	291,5	118,4	11/07
Chine	1,662	1,671	1,661	-0,001	-0,06%	-102,3	-275,4	11/07
Chypre	3,124	3,143	3,079	+0,053	+1,73%	43,9	-129,2	11/07
Colombie	12,110	12,110	12,105	-0,020	-0,16%	942,5	769,4	11/07
Corée du Sud	3,146	3,146	2,805	+0,285	+9,96%	46,1	-127,0	10/07
Côte D'Ivoire	7,010	7,010	7,010	0,000	0,00%	432,5	259,4	11/07
Croatie	3,147	3,147	3,147	0,000	0,00%	46,2	-126,9	10/07
Danemark	2,602	2,669	2,569	+0,018	+0,70%	-8,3	-181,4	11/07
Égypte	21,920	22,270	22,220	-0,050	-0,23%	1.923,5	1.750,4	10/07
Espagne	3,331	3,345	3,310	+0,010	+0,30%	64,6	-108,5	11/07
États-Unis	4,416	4,427	4,340	+0,067	+1,54%	173,1	0,0	11/07
Finlande	3,129	3,147	3,073	+0,001	+0,03%	44,4	-128,7	11/07
France	3,415	3,423	3,378	+0,014	+0,41%	73,0	-100,1	11/07
Grèce	3,400	3,447	3,397	+0,020	+0,59%	71,5	-101,6	11/07
Hong-Kong	3,036	3,036	2,984	0,000	0,00%	35,1	-138,0	11/07
Hongrie	6,960	7,020	7,020	+0,010	+0,14%	427,5	254,4	11/07
Île Maurice	5,574	5,641	5,641	+0,001	+0,02%	288,9	115,8	11/07
Inde	6,304	6,334	6,301	-0,014	-0,22%	361,9	188,8	11/07
Indonésie	6,564	6,586	6,569	-0,013	-0,20%	387,9	214,8	11/07
Irlande	3,004	3,024	2,964	-0,001	-0,03%	31,9	-141,2	11/07
Islande	6,986	7,036	7,036	-0,029	-0,41%	430,1	257,0	11/07
Israël	4,092	4,092	4,092	-0,027	-0,66%	140,7	-32,4	10/07
Italie	3,600	3,618	3,585	+0,011	+0,31%	91,5	-81,6	11/07
Japon	1,529	1,529	1,504	+0,038	+2,55%	-115,6	-288,7	11/07
Kazakstan	15,663	15,663	15,564	+0,292	+1,90%	1.297,8	1.124,7	11/07
Kenya	13,355	13,460	13,340	-0,105	-0,78%	1.067,0	893,9	11/07
Lituanie	3,234	3,234	3,234	-0,003	-0,09%	54,9	-118,2	11/07
Malaisie	3,431	3,438	3,429	+0,009	+0,26%	74,6	-98,5	11/07
Malte	3,319	3,319	3,319	+0,040	+1,22%	63,4	-109,7	11/07

6) Quelle France en 2040 ?

Rapport de l'Institut Montaigne (juillet 2025) : https://www.institutmontaigne.org/publications/france-2040-projections-pour-laction-politique?utm_source=newsletter&utm_medium=email&utm_campaign=montaigne-expressions&utm_term=france-2040

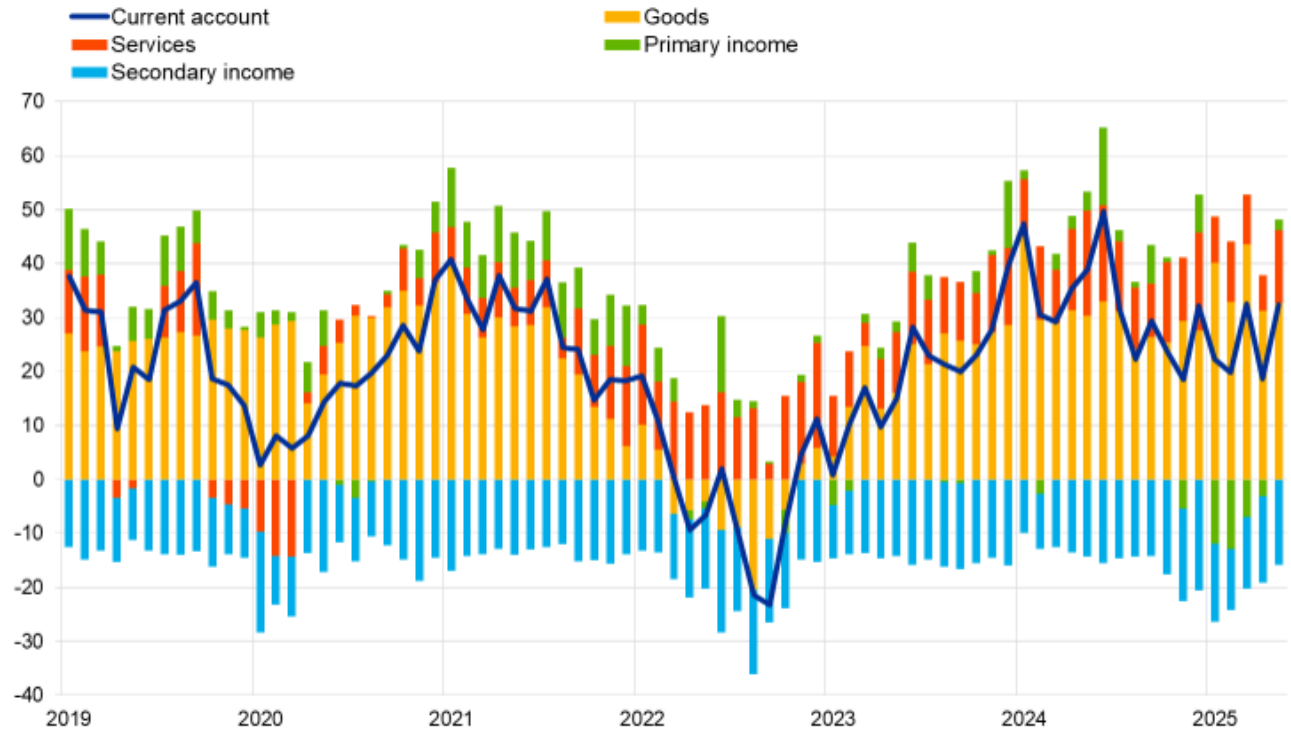
Avec 3 volets : Cohésion sociale ; Compétitivité économique ; Efficacité de l'État.
Avec 5 scénarios qui s'expriment en 5 R : Renoncement (l'enlisement), Repli (protection par l'isolement), Retouche (prolongation du statu quo), Rupture (réformes bruatles), Révocation (faire table rase).
Sous 13 angles d'analyse :

7) La balance des paiements de la zone neuro pour mai 2025 (publiée par la BCE le 18 juillet)
https://www.ecb.europa.eu/press/stats/bop/2025/html/ecb.bp250718~c317111a5c.en.html

Chart 1

Euro area current account balance

(EUR billions unless otherwise indicated; working day and seasonally adjusted data)



Source: ECB.

Table 1

Current account of the euro area

		Cumulated figures for the 12-month period ending in						
		May 2024		May 2025		May 2024	Apr 2025	May 2025
			% of GDP		% of GDP			
Current account	Balance	364	2.5%	333	2.1%	39	19	32
	Credit	5,780	38.9%	5,978	38.6%	496	490	495
	Debit	5,416	36.5%	5,645	36.4%	457	471	463
Goods	Balance	346	2.3%	378	2.4%	30	31	33
	Credit (exports)	2,814	19.0%	2,877	18.6%	236	239	237
	Debit (imports)	2,468	16.6%	2,499	16.1%	206	208	205
Services	Balance	153	1.0%	146	0.9%	19	7	13
	Credit (exports)	1,451	9.8%	1,541	10.0%	130	127	129
	Debit (imports)	1,298	8.7%	1,396	9.0%	111	120	115
Primary income	Balance	34	0.2%	-5	0.0%	4	-3	2
	Credit	1,332	9.0%	1,364	8.8%	115	108	113
	Debit	1,298	8.7%	1,369	8.8%	112	111	111
Secondary income	Balance	-169	-1.1%	-185	-1.2%	-14	-16	-16
	Credit	183	1.2%	196	1.3%	15	16	16
	Debit	352	2.4%	381	2.5%	29	32	31

Source: ECB.

Note: Discrepancies between totals and their components may be due to rounding.

Table 2

Financial account of the euro area

	Cumulated figures for the 12-month period ending in					
	May 2024			May 2025		
	Net	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities
Financial account	420	619	198	459	1,501	1,042
Direct investment	184	-215	-398	75	200	126
Portfolio investment	-126	575	701	14	758	744
Equity	-191	84	275	-192	203	395
Debt securities	65	490	426	206	555	349
Financial derivatives (net)	37	37	-	17	17	-
Other investment	316	212	-104	345	518	172
Eurosystem	73	-3	-76	51	-3	-53
Other MFIs	348	166	-182	334	426	92
General government	-11	-5	6	-56	0	55
Other sectors	-94	54	148	16	95	79
Reserve assets	10	10	-	8	8	-

Source: ECB.

Notes: Decreases in assets and liabilities are shown with a minus sign. Net financial derivatives are reported under assets. "MFIs" stands for monetary financial institutions. Discrepancies between totals and their components may be due to rounding.

• Le 19 juillet, Ben Kâplan fait une réflexion économique qui rappelle des théories économiques connues : « La grande erreur des politiques économiques en France : croire que c'est la consommation qui fait la croissance économique, ce qui est pourtant faux. En France, une idée fausse domine le débat économique : la consommation serait le moteur de la croissance. Cette croyance, largement relayée par les politiques et les médias, inverse la réalité. Ce n'est pas la consommation qui crée la richesse, mais le travail, la production et l'innovation qui la rendent possible. Croire que stimuler la consommation suffit à faire croître l'économie revient à confondre la conséquence avec la cause. La croissance naît de la capacité à produire des biens et services, grâce au travail, au capital et à la productivité. Sans production préalable, il n'y a ni revenus ni ressources pour consommer. Une économie qui mise tout sur la consommation sans renforcer sa base productive s'essouffle, creusant dettes et déséquilibres commerciaux. Pourquoi cette idée erronée persiste-t-elle ? D'abord, elle repose sur une lecture biaisée des chiffres. La consommation des ménages représente 55 à 60 % du PIB français, ce qui donne l'impression qu'elle est le principal levier de la croissance. Pourtant, cette part importante reflète simplement que la consommation dépend des revenus générés par la production. Ensuite, l'héritage de Keynes, mal compris, joue un rôle central. Ses idées, qui préconisent de stimuler la demande en période de crise, ont été déformées en un dogme permanent. Keynes ne niait pas que la production est la source de la richesse ; il proposait seulement des solutions de court terme pour relancer l'activité en cas de sous-emploi. En France, cette vision s'est figée, éclipsant le rôle fondamental du travail et de l'investissement.
Le discours politique amplifie cette méprise. Les mesures visant à « relancer le pouvoir d'achat », comme les primes ou les baisses d'impôts, sont populaires et visibles, contrairement aux réformes structurelles, plus complexes et moins immédiates. Ce biais de court terme, privilégié pour des raisons électorales, renforce l'idée que consommer davantage crée de la croissance. À cela s'ajoute une tradition française d'interventionnisme étatique, avec un État-providence qui soutient la consommation par des aides sociales ou des hausses du SMIC. Ces politiques donnent l'illusion que la consommation est une solution universelle, masquant la nécessité de produire pour financer ces dépenses. Enfin, la consommation, tangible et quotidienne, est plus intuitive pour le grand public que les concepts abstraits de production ou de productivité, ce qui entretient la confusion. Pour dépasser cette illusion, il faut rétablir une vérité économique : la croissance repose sur l'offre, c'est-à-dire la capacité à produire. Cela exige du travail qualifié, des investissements dans les technologies et les infrastructures, ainsi qu'une productivité accrue par l'innovation. Une meilleure éducation économique est nécessaire pour expliquer que la consommation n'est possible que grâce à la production. Les responsables politiques doivent aussi cesser de privilégier des mesures populistes au détriment de réformes favorisant la compétitivité et l'investissement. Une économie saine ne consomme pas plus qu'elle ne produit. En recentrant le débat sur la production et notamment sur l'industrie, le travail et l'innovation, la France peut bâtir une croissance solide et durable, loin des mirages démagogiques du dopage de la consommation par la dette ».

Le 28 juillet, André Babeau écrit : « on entend de plus en plus de gens fantasmer sur le caractère salutaire d'un défaut sur notre dette. Que se passerait-il ?
•Perte immédiate de la confiance des marchés : plus personne ne prête.
•Coupes massives immédiates pour retraites et services publics
•Effondrement des banques françaises, bourrées d'obligations d'État.
•Panique des épargnants, retraits massifs, crise de liquidité.
•Chute de l'euro, contagion à toute la zone euro.
•Explosion du coût du crédit pour des décennies.
•Isolement économique, austérité brutale imposée de l'intérieur.
Un défaut, c'est un effondrement. Pas une victoire sur "les marchés"».

Le 13 août, les spreads sont les suivants en milieu d'après-midi :

Obligations d'Etat

Pays	Taux	+ Haut	+ Bas	Var.	Var. %	Vs. Bund	Vs. T-Note	Heures
Afrique du Sud	9,620	9,685	9,605	-0,045	-0,47%	692,7	537,3	15:35:21
Allemagne	2,6930	2,7445	2,6914	-0,0510	-1,86%	0,0	-155,2	15:45:17
Australie	4,206	4,273	4,200	-0,031	-0,73%	151,3	-3,9	15:45:16
Autriche	2,995	3,090	2,994	-0,054	-1,77%	30,4	-125,0	15:45:18
Bangladesh	10,510	10,510	10,480	+0,030	+0,29%	781,7	626,3	09:14:23
Belgique	3,195	3,280	3,189	-0,054	-1,66%	50,3	-104,9	15:45:17
Brésil	13,735	13,735	13,703	0,000	0,00%	1.104,2	948,8	12/08
Bulgarie	3,850	3,850	3,850	0,00	0,00%	115,7	-39,5	12/08
Canada	3,422	3,449	3,403	-0,013	-0,38%	72,9	-82,3	15:45:11
Chili	5,590	5,590	5,590	0,000	0,00%	289,7	134,5	11/08
Chine	1,725	1,735	1,722	-0,003	-0,17%	-96,8	-252,0	08:58:59
Chypre	3,005	3,029	3,005	-0,047	-1,54%	31,2	-124,2	15:43:25
Colombie	11,730	11,875	11,680	-0,078	-0,66%	903,7	748,5	12/08
Corée du Sud	2,813	2,824	2,796	+0,006	+0,21%	12,0	-143,2	08:29:43
Côte D'Ivoire	7,010	7,010	7,010	0,00	0,00%	431,7	276,5	12/08
Croatie	3,144	3,144	3,144	0,00	0,00%	45,1	-110,1	11/08
Danemark	2,604	2,658	2,553	-0,011	-0,42%	-12,0	-167,4	15:45:19
Égypte	23,700	23,890	23,700	-0,190	-0,80%	2.100,7	1.945,5	12:22:56
Espagne	3,249	3,305	3,244	-0,051	-1,55%	55,6	-99,6	15:45:18
États-Unis	4,249	4,299	4,244	-0,059	-1,37%	155,4	0,0	15:45:21
Finlande	3,070	3,128	3,062	-0,054	-1,73%	37,2	-118,0	15:45:21
France	3,353	3,412	3,349	-0,054	-1,58%	66,0	-89,2	15:45:19
Grèce	3,345	3,417	3,345	-0,068	-1,99%	65,2	-90,2	15:45:24

On voit que le spread est maintenant plus important pour la France que pour la Grèce !
C'était déjà la cas la veille, d'où la réflexion de Gilles Babinet faite le 12 : « Aujourd'hui pour la première fois les taux d'emprunt à dix ans de la France sont supérieurs à ceux de la Grèce (3.41% vs 3.38%). Et on continue de polémiquer sur le fait de trouver brutale l'économie de 50 milliards sur le budget de la nation. Les Français devraient se renseigner pour savoir ce que fut la brutalité du plan d'ajustement grec ».

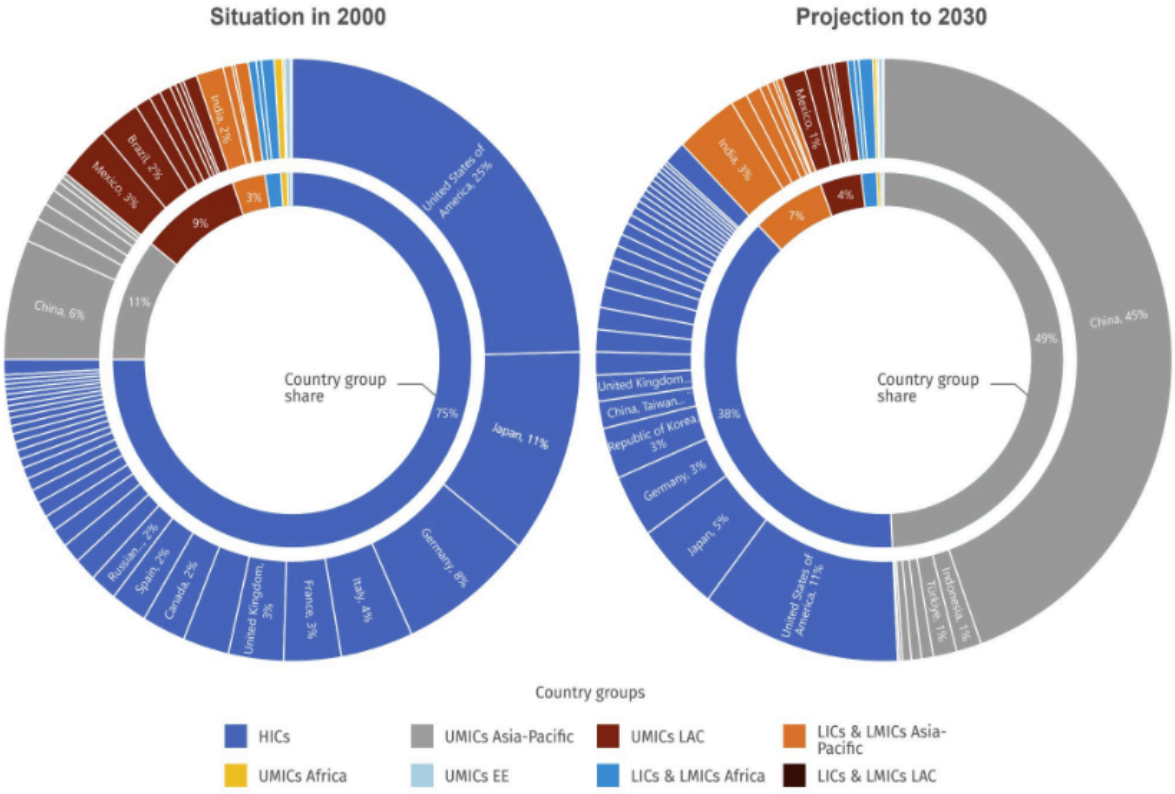
III- Et la Chine ? ?

A) La Chine, un bouc-émissaire ?

Préambule : Alain Peyrefitte a écrit en 1971 « Quand la Chine s'éveillera… le monde tremblera », puis en 1996 « La Chine s'est éveillée ». Ce 4 juin, Bertille Bayart donne en quelque sorte une suite à ces deux ouvrages (dans Figaro Vox) : « Quand la Chine nous submergera ».

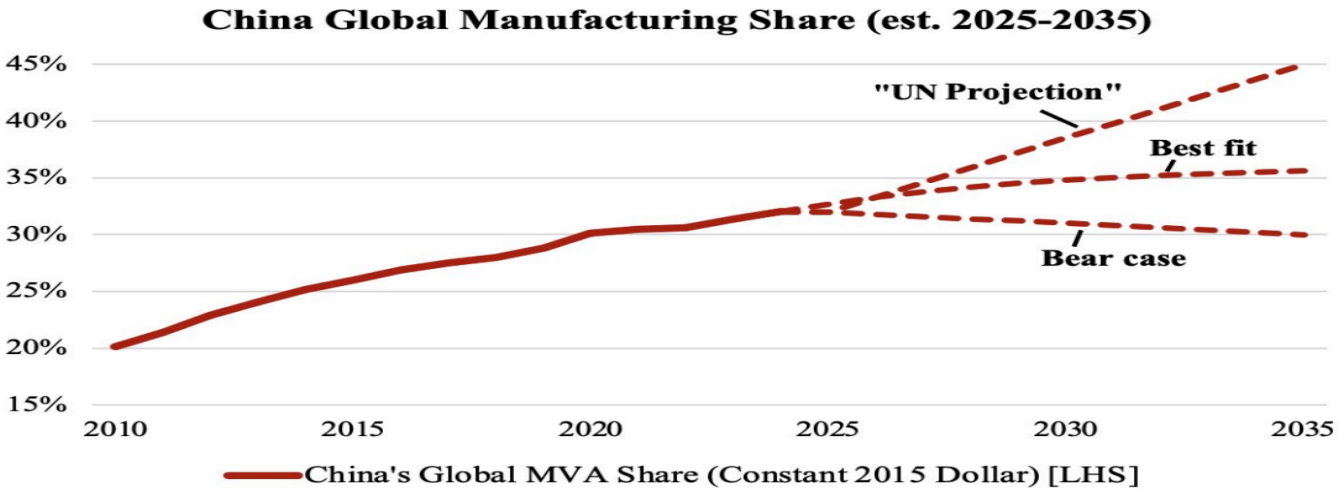
Selon l'UNIDO (l'Organisation des Nations Unies pour le Développement Industriel), la Chine représentera 45 % de la production mondiale dans les prochaines années… c'est une statistique qui revient sans cesse mais est-ce réellement vraisemblable ? Cette statistique est tirée d'un rapport de l'ONU de 2024 (https://www.unido.org/sites/default/files/unido-publications/2024-11/The%20Future%20of%20Industrialization%20-%20Building%20Future-ready%20Industries%20to%20Turn%20Challenges%20into%20Sustainable%20Solutions.pdf
.

FIGURE 4. A CHANGING STRUCTURE OF GLOBAL INDUSTRIAL PRODUCTION



Source: UNIDO elaboration based on UNIDO National Accounts Database.
Note: Projections to 2030 are made based on historical average annual growth rates (between 2010 and 2019) and applied to the latest available observations (2024) up to 2030. LICs = Low-income countries; LMICs = Lower middle-income countries; UMICs = Upper middle-income countries; HICs = High-income countries; EE = Eastern Europe; LAC = Latin America and the Caribbean.

Le schéma suivant semble plus raisonnable :



Le 12 juillet, William Huo écrit : « La Chine a développé un cerveau IA capable de penser avec la lumière. Ses performances ont surpassé celles des modèles numériques. Les médias occidentaux sont restés silencieux. Voici ce qu'ils ont peur d'admettre. Un réseau optique multisynapse surpasse les modèles numériques d'IA ».

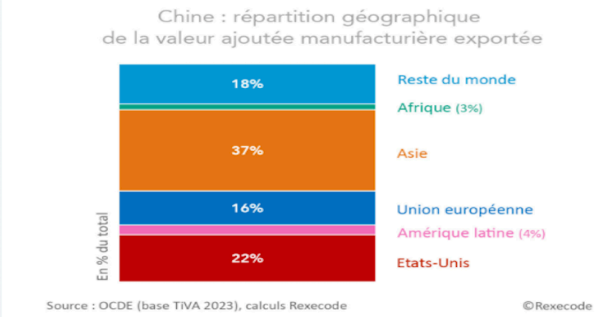
Dans Les Echos du 16 avril, on a un article qui a pour titre : « Selon France Chimie, 15 à 30 milliards d'euros de produits chimiques américains et chinois pourraient inonder l'Europe, suite à la mise en place des barrières douanières entre Washington et Pékin. Un coup qui serait fatal pour un secteur déjà fragilisé ».

POINTS D'ACTUALITÉ

L'Europe, un débouché opportun pour la Chine ?

L'Union européenne n'absorbe que 16% des exportations en valeur ajoutée de la Chine, un marché encore relativement peu captif mais une cible de choix

17 avr. 2025



Auteur(s)

Célia COLIN

Contacter

Anthony MORLET-LAVIDALIE

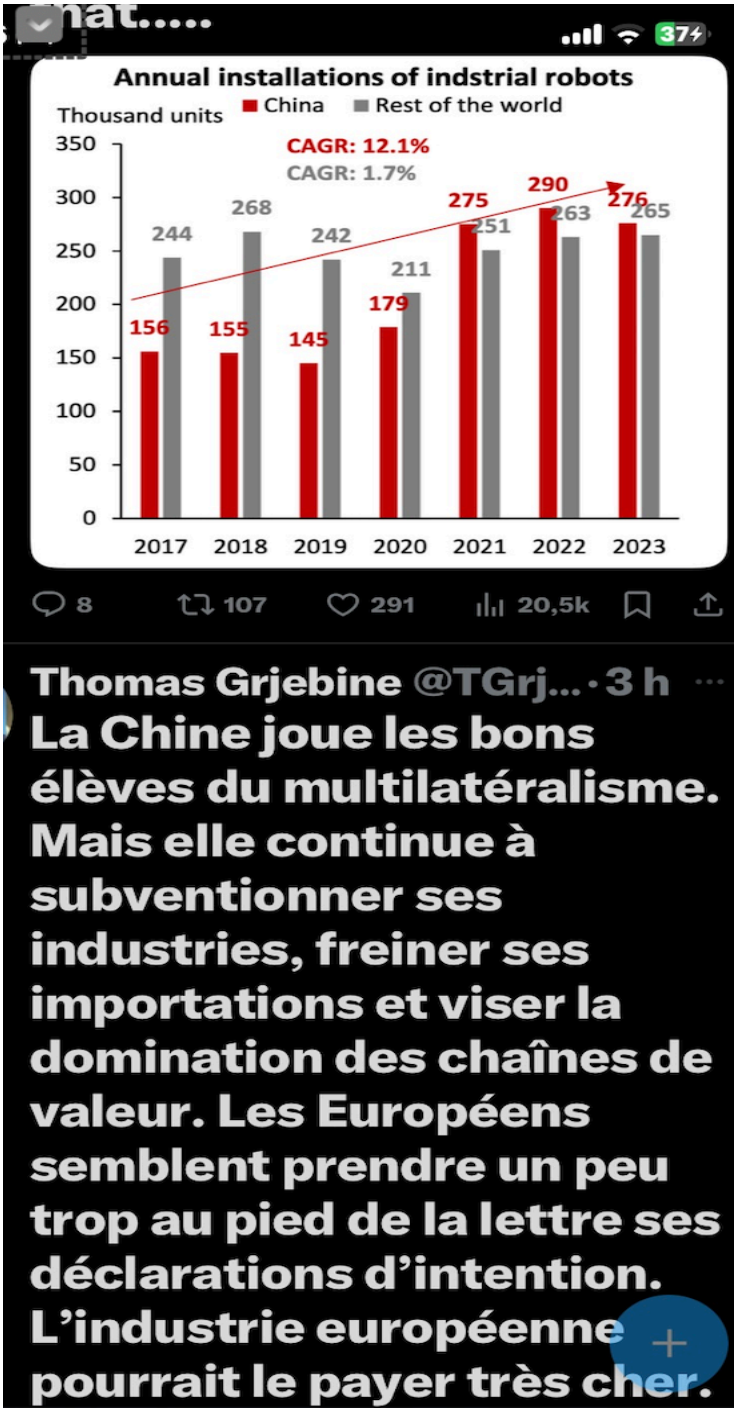
Contacter

Réservé aux abonnés Rexecode Se connecter

Alors que les relations entre les États-Unis et l'Europe se tendent du fait de la guerre commerciale initiée par Donald Trump, la Chine semble vouloir en profiter pour se rapprocher du Vieux Continent. Derrière cette coopération apparente se cache probablement un objectif clair : gagner des parts de marché en Europe afin de trouver de nouveaux débouchés à son industrie en situation de surcapacité. Dans un contexte où la Chine constitue la première menace pour l'industrie européenne, toute naïveté à son égard risquerait de se solder par une érosion de notre tissu industriel.

Téléchargements

PA-327 - La Chine et le marché européen (avril 2025)



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.

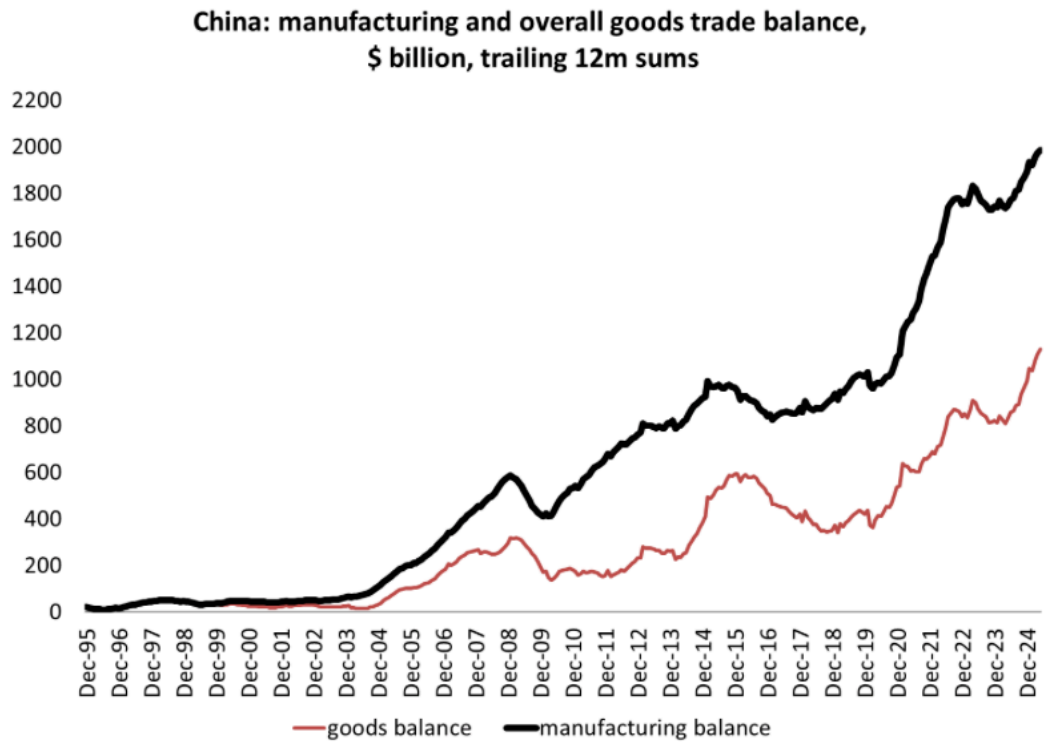
Atlantico : La Chine est souvent pointée du doigt pour sa tendance supposée à tricher dans le cadre du commerce international. Pourquoi peut-on dire, selon vous, que la Chine triche ?
Pierre Bentata : Il est possible de dire que la Chine triche parce que, normalement, dans un système de libre-échange 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

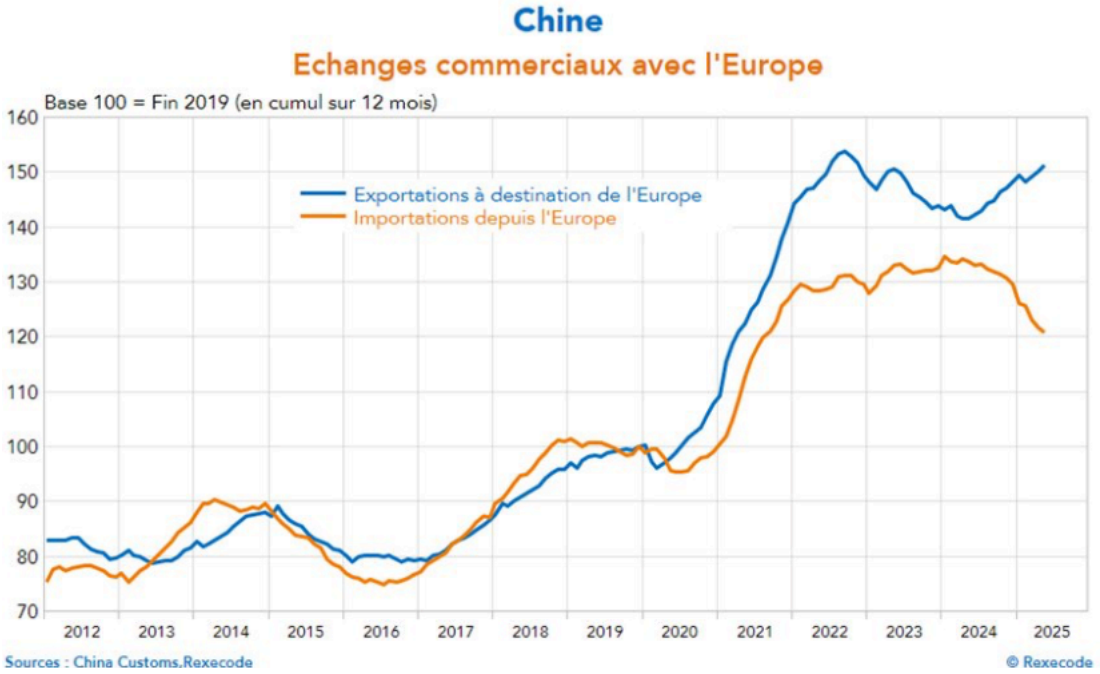
domestique. Ce constat est d'autant plus dramatique que la population chinoise dépasse le milliard d'individus. Normalement, un tel marché intérieur suffirait à soutenir la croissance.
Ce qui complique encore les choses, c'est que cette stratégie n'est pas durable. Plus une économie est tirée par les 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 ».

Publication le 3 juin 2025 d'un article d'Alasdair Macleod, dans « MacleodFinance Substrack » (https://alasdairmacleod.substack.com/p/china-is-moving-fast?r=33ucg8&utm_campaign=post&utm_medium=web&triedRedirect=true
Où on lit en introduction : « La Chine avance à grands pas !
La Chine intensifie ses projets de remplacement du dollar par un yuan adossé à l'or. La Bourse de l'or de Shanghai ouvre des coffres à l'étranger, et l'accès aux marchés à terme de Shanghai s'ouvre également.
La loi des conséquences imprévues est bien vivante : lorsque le président Trump a tenté de mettre la Chine hors d'état de nuire par des droits de douane punitifs, la Chine a immédiatement réagi en accélérant les négociations commerciales en vue d'un accord de libre-échange avec le Japon et la Corée du Sud. Le président Xi a ensuite effectué une tournée éclair dans les principaux pays de l'ASEAN. Peu après, la Banque populaire de Chine (BPC) a lancé une politique d'ouverture du commerce de l'or et de l'argent hors de Chine, avec de nouveaux coffres proposés à Hong Kong et en Arabie saoudite.
Quel est l'avenir de tout cela ? Et y a-t-il des conséquences pour le dollar et l'ensemble du système financier occidental ? (…) ».

Le 10 juin, Brad Setser publie le schéma suivant, qui exprime l'évolution de l'excédent manufacturier estimé sur la base de l'excédent global, en considérant qu'il est l'un des plus important du moment puisqu'il « illustre un aspect crucial de l'économie mondiale actuelle » :



De plus, comme le dit Denis Ferrand, de Rexecode, (le 9 juillet), « Pendant que Trump sursature l'avant-scène avec ses droits de douane, relever le vrai défi, celui d'une relation moins déséquilibrée avec la Chine, devient un pari impossible » :



Pour faire transition avec le paragraphe suivant, il est intéressant de reproduire ici la réponse que donne **Jean-Marc Siroën**, professeur d'économie spécialisé en économie internationale, à la question de savoir quelles sont les différences, notamment en terme de résilience, entre les entreprises américaines et les entreprises chinoises (Atlantico.fr, 4 mai) :

« Les deux systèmes sont très différents.

Les firmes américaines relèvent d'un capitalisme qui se projette moins sur les profits immédiats que sur leurs cours boursiers. L'État intervient peu même si la tentation planificatrice n'est pas totalement absente de l'histoire américaine. Certains plans Biden et tout particulièrement l'IRA (Inflation Reduction Act) allaient d'ailleurs dans ce sens en faveur, notamment des automobiles électriques. La résilience du

système américain tient surtout à sa capacité à faire apparaître de nouveaux géants capables d'imposer ses normes, ses technologies et à les faire évoluer : IBM autrefois, Microsoft et Apple ensuite, Facebook, Twitter et Amazon après, Space X-tesla, etc. La crise Covid les a convaincus de diversifier leurs fournisseurs et, le cas échéant, leurs lieux de production ce que fait maintenant Apple qui veut achever de déplacer en Inde l'assemblage des iPhones destinés aux États-Unis. Encore faut-il qu'il ne vienne pas à Trump l'idée de trop surtaxer l'Inde !
La Chine s'est reposée sur trois types d'entreprises : d'abord les entreprises d'État subventionnées et peu résilientes. Puis, les firmes multinationales étrangères implantées dans des "zones spéciales d'exportation" de type Shenzhen -le vrai "atelier du monde" - qui bénéficient d'avantages notamment douaniers. Ce sont elles qui seront les premières pénalisées par les droits de douane américains mais leur déclin était déjà en cours bien avant Trump 2. Restent les entreprises chinoises d'abord associées à des entreprises occidentales (joint-ventures) pour favoriser les transferts de technologies ("pillage" dirait Trump), puis les dépasser, devenir autonomes et prêtes, au-delà du marché régional, à conquérir les marchés mondiaux. Pour les géants chinois actuels comme Ali Baba ou Huawei, inspirés au départ des géants américains, leur défi a été de rattraper puis de dépasser les technologies occidentales à la fois par leur performance, mais aussi par leurs coûts. Leur résilience, mais aussi leur vulnérabilité, pourrait s'appuyer, comme chez le constructeur automobile BYD, sur l'intégration de la chaîne de valeur qui gagne en compétitivité en évitant le cumul des marges. C'est une inversion complète du modèle qui avait permis à la Chine de devenir le premier exportateur mondial ».

Le 12 juin, réflexion fort juste sur X de Bloomberg : « alors que Trump vante des victoires commerciales rapides, Xi Jinping met en place une stratégie plus lente, qui donne du temps à la Chine, apaise les tensions et construit un cadre à long terme pour gérer la pression américaine ».
Le même jour, le Secrétaire d'État au Trésor américain (Scott Bessent) déclare : « L'une des questions les plus importantes des prochaines années sera de savoir si les États-Unis et la Chine parviendront à rééquilibrer leurs relations économiques.
Les dirigeants chinois souhaitent que leur économie se concentre davantage sur la consommation, tandis que les dirigeants américains souhaitent que leur économie se concentre davantage sur la production. Ces objectifs sont complémentaires.
Ce n'est qu'en travaillant ensemble de bonne foi que les États-Unis et la Chine pourront parvenir à un rééquilibrage majeur et harmonieux qui placera le commerce mondial sur une trajectoire plus durable ».
Scott Bessent déclare aussi : « Les politiques du président Trump contribuent à la prospérité des entreprises américaines et font des États-Unis le meilleur endroit au monde pour faire des affaires.
Le projet de loi One Big Beautiful rétablira non seulement la déduction à 100 % des dépenses d'équipement de la TCJA, mais l'étendra également aux structures industrielles. Cela améliorera le rendement après impôts, stimulera l'investissement et créera davantage d'emplois bien rémunérés pour les Américains qui travaillent dur ».

• La Chine n'est pas un bouc-émissaire ; elle est même mieux perçue que les États-Unis !

« Il s'est produit en avril dernier une bascule inimaginable. Pour la première fois dans l'histoire moderne, la communauté internationale a jugé que la Chine était plus susceptible d'exercer une influence positive sur les affaires mondiales que les États-Unis. Après une décennie de suivi des attitudes mondiales, l'institut de sondages Ipsos a enregistré ce moment où le "soft power" américain a cédé la place à Pékin : Chine 49 %, Amérique 46 %.
Les États-Unis ont connu une baisse significative de leur cote de popularité mondiale, passant de 66 % en 2015 à 46 % en 2025. Une dégringolade qui reflète les inquiétudes suscitées par l'incohérence de Donald Trump depuis son retour à la Maison-Blanche le 20 janvier et la polarisation politique aux États-Unis qui s'accentue.
De son côté, l'image de la Chine enregistre une embellie constante passant de 47 % en 2015 à 49 % en 2025 du fait d'une perception globale cohérente, conséquence probable des engagements stratégiques internationaux de la Chine. (…) ». (Pierre-Antoine Donnet, dans Les Echos du 16 juin).

• Et ses performances peuvent faire envie ! ?

Certes, l'économie chinoise n'est pas sans problème : on critique souvent son mal-investissement, la baisse de l'efficacité marginale du capital, le marasme immobilier, le décalage entre les chiffres de la croissance et l'enrichissement réel des ménages, et on constate un développement des protestations sociales, etc.

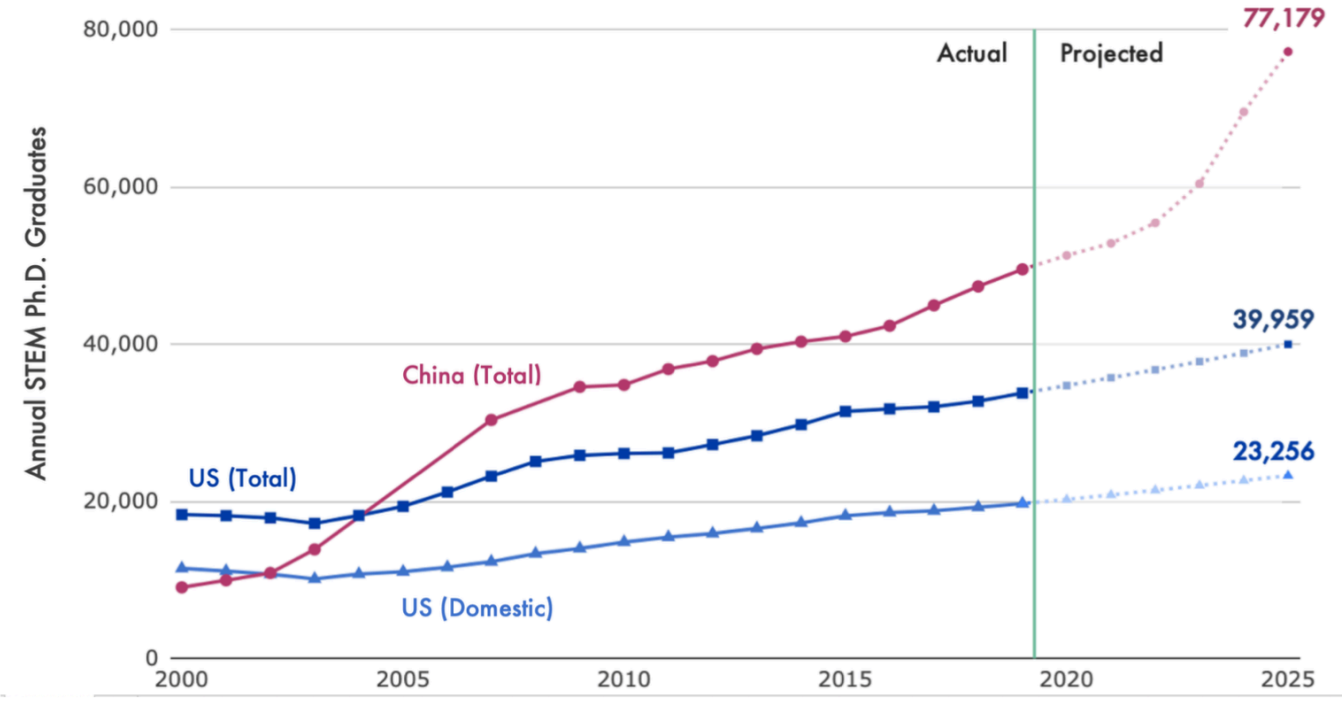
Mais,
Comme l'indique Jonathon P. Sine (le 19 juin), « L'OCDE réalise des études de données parmi les plus performantes sur la Chine et sa politique industrielle. L'OCDE examine 14 industries manufacturières et 482 grandes entreprises : les deux tiers de la production mondiale, la moitié dans l'OCDE et un tiers en Chine. Dans presque tous les secteurs, les entreprises chinoises investissent davantage, sont plus productives, mais réalisent moins de bénéfices ».
Par ailleurs, la Chine truste le haut du dernier « Index top science »

1505 Index top science

Position	Institution	Country/territory	Count	Share
1	Chinese Academy of Sciences (CAS)	China	9782	2849.9308681887
2	Harvard University	United States of America (USA)	3875	1142.2843482027
3	University of Science and Technology of China (USTC)	China	2737	893.74452416492
4	Zhejiang University (ZJU)	China	2232	877.0248780326
5	Peking University (PKU)	China	3220	848.49917555952
6	University of Chinese Academy of Sciences (UCAS)	China	4028	810.51893983711
7	Tsinghua University	China	2635	800.2407867268
8	Shanghai Jiao Tong University (SJTU)	China	2020	759.52103631667
9	Nanjing University (NJU)	China	1893	757.58334068829
10	Max Planck Society	Germany	2855	753.27174314672
11	Fudan University	China	1891	710.29031581136
12	French National Centre for Scientific Research (CNRS)	France	4672	645.7301244369
13	Sun Yat-sen University (SYSU)	China	1631	635.50290351635
14	Sichuan University (SCU)	China	1171	611.81772099076
15	Helmholtz Association of German Research Centres	Germany	3024	600.32413604086
16	Stanford University	United States of America (USA)	1991	541.85836089218
17	Massachusetts Institute of Technology (MIT)	United States of America (USA)	2140	510.54222318837
18	Jilin University (JLU)	China	913	461.8399936423
19	Shandong University (SDU)	China	1213	451.70695632832
20	Nankai University (NKU)	China	1102	445.44742012469
21	University of Oxford	United Kingdom (UK)	1791	440.70651027073
22	Wuhan University (WHU)	China	954	426.5678590728
23	Huazhong University of Science and Technology (HUST)	China	929	422.24245460605
24	Soochow University	China	882	418.31142290948
25	National Institutes of Health (NIH)	United States of America (USA)	1175	414.10909070785
26	University of Cambridge	United Kingdom (UK)	1538	413.30824408992
27	Southern University of Science and Technology (SUSTech)	China	1119	412.44841770832
28	The University of Tokyo (UTokyo)	Japan	1270	411.82736168234
29	University of Michigan (U-M)	United States of America (USA)	1449	408.159877746
30	Xiamen University (XMU)	China	843	389.32420539887
31	Swiss Federal Institute of Technology Zurich (ETH Zurich)	Switzerland	1127	380.63700866878
32	University of Pennsylvania (Penn)	United States of America (USA)	1300	377.55618732765
33	Yale University	United States of America (USA)	1382	371.83193000813

Déjà un rapport datant d'août 2021 (« China is Fast Outpacing U.S. STEM PhD Growth ») publiait ce schéma :

Figure 1. China projected to nearly double U.S. STEM PhD graduates by 2025



Source: National Center for Education Statistics' Integrated Postsecondary Education Data System (IPEDS) for U.S. data, Ministry of Education for Chinese data (see Appendix A).

Et le 15 juillet, « Le Grand Continent » publiait un article « La Chine devance l'Europe et les E1tats-Unis dans la recherche sur l'IA » à partir d'un rapport publié le 11 juillet par Digital Science et le projet Dimensions. : la Chine devient incontestableùent le leader mondial dans ce domaine fondamental pour l'avenir.

Le 15 juillet aussi, William Huo prend un recul historique très utile : « Tout a commencé par un baptême du feu.

Dans les années 1980 et 1990, la Chine s'est emparée des sales boulots : ateliers clandestins, chaînes de montage, main-d'œuvre exploitée. Ce n'est pas une tragédie. C'était une stratégie.

Les entreprises occidentales pensaient externaliser pour des salaires bas. Mais la Chine absorbait la technologie, maîtrisait la logistique et préparait le terrain pour conquérir des secteurs entiers. Voilà où en est l'Inde aujourd'hui. L'assemblage d'iPhone à faibles marges est salué comme un progrès. Mais la vraie question n'est pas de savoir comment entrer dans cette phase, mais comment en sortir.

À la fin des années 90, la Chine construisait déjà les fondations d'un nouveau type d'État. Ports. Autoroutes. Réseaux électriques. Trains à grande vitesse. Zones d'exportation câblées pour la vitesse. Aucun autre pays ne pouvait égaler ce débit.

Puis est apparu l'avantage institutionnel. Les gouvernements provinciaux se sont disputés les IDE. Les élus locaux étaient jugés sur leur croissance. Les infrastructures étaient une arme. La bureaucratie est devenue axée sur la performance. La Chine ne s'est pas limitée aux exportations de main-d'œuvre peu qualifiée. Elle s'est diversifiée dans les secteurs des machines, des produits chimiques, de l'électronique, des véhicules électriques et des semi-conducteurs. Chaque avancée a été guidée par une politique industrielle. Financée, protégée et mise en œuvre. L'Occident a crié au scandale. Il a déclaré que ce n'était

pas juste. Il a affirmé que cela enfreignait les règles. La Chine s'en fichait. Elle construisait une base industrielle complète. Pas une illusion financière.
Mais rien de tout cela n'aurait fonctionné sans l'aspect le plus souvent ignoré. La Chine a bâti un système éducatif conçu pour la puissance nationale. Pas pour l'ambiance. Pas pour une mise en scène de l'équité. Pour des résultats. Alors que les États-Unis ont transformé l'université en un piège de la dette et que l'Inde lutte toujours contre l'analphabétisme de masse, la Chine a construit une méritocratie à haute pression enracinée dans la discipline confucéenne. La Chine est désormais en tête mondiale des résultats PISA. Les États-Unis se retirent discrètement après s'être sentis gênés. L'Inde n'est même pas sur le terrain. Plus de 250 millions d'Indiens ne savent pas lire correctement. Et voilà le rebondissement : lors du rude examen d'entrée à l'université chinoise Gaokao, les filles obtiennent désormais de meilleurs résultats que les garçons. Il ne s'agit pas seulement d'égalité des sexes. Il s'agit d'une mobilisation massive du capital humain. Alors que l'Occident célèbre ses slogans et que le monde en développement reste prisonnier des castes et des classes sociales, la Chine a libéré toute sa population. Pas seulement les hommes. Pas seulement les élites. Tout le monde. Il ne s'agit pas d'une éducation axée sur le développement personnel, mais sur la force nationale. Elle alimente directement les moteurs industriels, scientifiques et militaires de la Chine. Alors que Washington s'accroche aux rachats d'actions et que Delhi court après les contrats textiles, Pékin construit des usines, des ingénieurs et des armes. Tout cela en même temps. Ignorez cela à vos risques et périls. Les usines ne sont qu'un début. Le véritable moteur, c'est le talent. La Chine l'a compris. Le reste d'entre nous ne l'a toujours pas compris ».
Remarque : le lendemain, William Huo nous apprend que La Chine vient de construire un réacteur au thorium dans le désert. Les États-Unis disposaient de cette technologie dans les années 1970, mais l'ont abandonnée. Voici pourquoi c'est important : le thorium n'est pas seulement un combustible nucléaire différent. Il représente une menace pour l'ensemble de l'économie basée sur l'uranium : plus sûr, plus propre et plus difficile à militariser. Et la Chine l'industrialise déjà (…) ».
Et le 18 juillet, W. Huo nous apprend aussi que la Chine vient de construire un bouclier thermique capacable d'absorber 3600° C, ce qui révolutionne l'hypersonique.
Le journaliste américain Jason Smith (qui vit en Chine) remarque de son côté : « La Chine a développé le plus long réseau ferroviaire à grande vitesse du monde en une dizaine d'années. Au début des années 1990, lors de ma dernière année de lycée en Californie, j'ai rédigé un article sur le développement imminent du train à grande vitesse en Californie. Trente ans plus tard, toujours rien ».
Et, le 19 juillet, « Peacemaker » nous apprend de son côté que « La Chine a développé et testé un engin explosif non nucléaire à base d'hydrogène, capable de créer une boule de feu extrêmement intense et durable. Il ne s'agit pas d'une explosion ordinaire : l'hydrure de magnésium crée une flamme stable à plus de 1 000 °C, dont la durée de vie est environ 15 fois supérieure à celle d'une explosion de trinitrotoluène. Imaginez un « torche à gaz » géant capable de provoquer des dégâts thermiques étendus, sans contamination radioactive. Cette technologie de pointe pourrait révolutionner les tactiques militaires, en mettant l'accent non plus sur une onde de choc immédiate, mais sur un effet thermique à long terme ».

Mais ce même 15 juillet, Rod D. Martin avertit : « L'alliance la plus importante que vous ne surveillez pas : Trump construit avec l'Inde un partenariat commercial et militaire si puissant qu'il met en péril l'avenir de la Chine. Cela pourrait être le plus grand changement géopolitique du siècle. Et Pékin panique.
Le plan de Trump est simple :

- Mettre fin au monopole de la Chine sur l'industrie manufacturière américaine
- Transférer les échanges commerciaux vers un allié fiable
- Encadrer militairement la Chine

Cet allié ? L'Inde. Et l'alliance avec l'Inde n'est pas encore "en route" ; elle n'est peut-être pas formelle, mais elle est déjà là.
Depuis le retour de Trump :

- Le vice-président J.D. Vance s'est rendu en Inde pour négocier un nouvel accord commercial de 500 milliards de dollars.
- Modi s'est rendu à Washington et a qualifié l'accord de "méga-partenariat".
- La directrice de l'information Tulsi Gabbard a participé aux discussions sur la sécurité nationale de l'Inde.

L'objectif des deux parties ? Remplacer la Chine, sur tous les fronts.
Quel est l'impact économique ?
Nike, Dell, HP, Hasbro, Blizzard et des dizaines d'autres délaissent la Chine pour l'Inde. Apple délocalise 25 % de sa production d'iPhone en Inde. Les échanges commerciaux entre les États-Unis et l'Inde explosent, avec un objectif de 500 milliards de dollars d'ici 2030.

Et il ne s'agit pas seulement d'échanges commerciaux. L'Inde devient un acteur clé de la stratégie indo-pacifique de Trump :

- Renforcement des liens de défense QUAD
- Participation à des opérations de sécurité régionales conjointes
- Alignement de l'approvisionnement en terres rares sur la sécurité nationale des États-Unis.

Pékin est de plus en plus confiné. La Chine sait qu'elle est en difficulté.
Elle implore donc :

- Des offres pour mettre fin au dumping de produits bon marché en Inde
- Des promesses d'assouplissement des droits de douane
- Des “amitiés“ dans les médias d'État

Tout cela est faux. Le régime chinois est terrifié et s'affaiblit.
Leurs seuls atouts désormais ?

- Interrompre les exportations de machines-outils vers l'Inde : inutile
- Présenter le Pakistan comme une menace régionale : limité

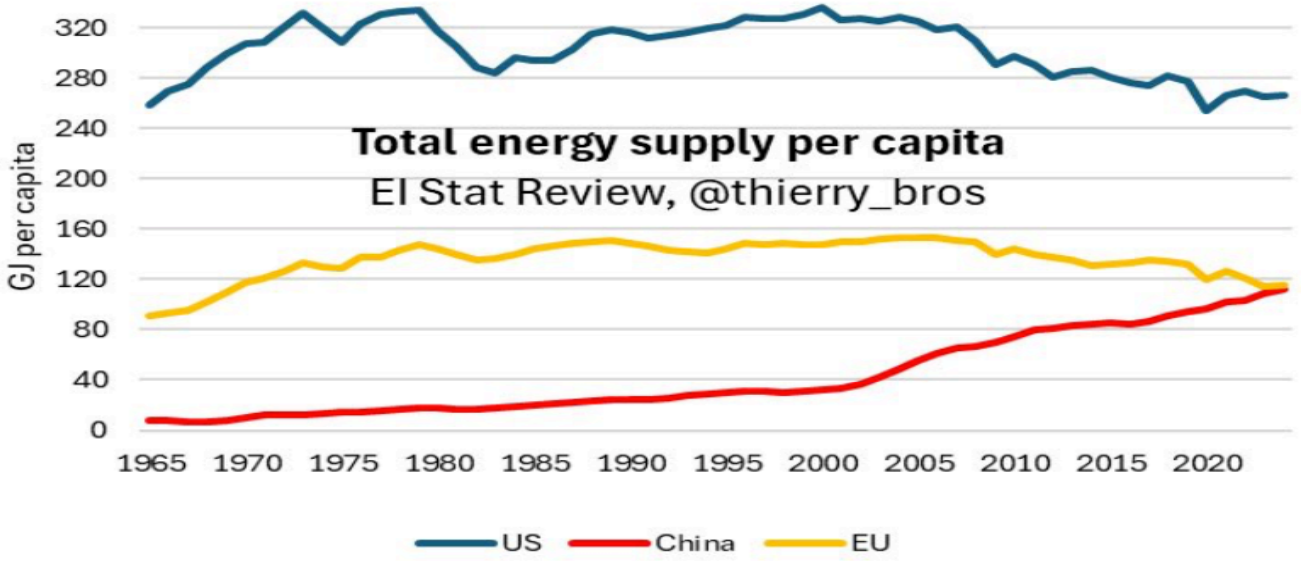
L'Inde s'en rend compte. Trump aussi ».
Le partenariat américano-indien est le coup de maître géopolitique de Trump. Il détruit le monopole de la Chine. Il construit une base industrielle pour le monde libre. Et il offre à l'Amérique un allié industriel, et non une menace communiste. Appelez cela la “doctrine de Delhi“. Et ce n'est que le début ».
Note : voici le Top 10 des grandes économies mondiales (en PIB, PPA)

1. Chine - 37,07 milliards de dollars
2. États-Unis - 29,17 milliards de dollars
3. Inde - 16,02 milliards de dollars
4. Fédération de Russie - 6,91 milliards de dollars
5. Japon - 6,57 milliards de dollars
6. Allemagne - 6,02 milliards de dollars
7. Brésil - 4,7 milliards de dollars
8. Indonésie - 4,66 milliards de dollars
9. France - 4,36 milliards de dollars
10. Royaume-Uni - 4,28 milliards de dollars

Également le 15 juillet, Michael Pettis publie un article : « Why China Should Revalue the Renminbi ; And Why It Can’t Easily Do So” (https://carnegieendowment.org/posts/2025/07/why-china-should-revalue-the-renminbiand-why-it-cant-easily-do-so?lang=en).

Le 16 juillet, “China in English” rapporte que « Xi Jinping, s'exprimant devant Lavrov et Araqchi, a déclaré : “nous ne cherchons pas à gouverner le monde… mais seulement à le libérer de ceux qui croient le posséder“ ».

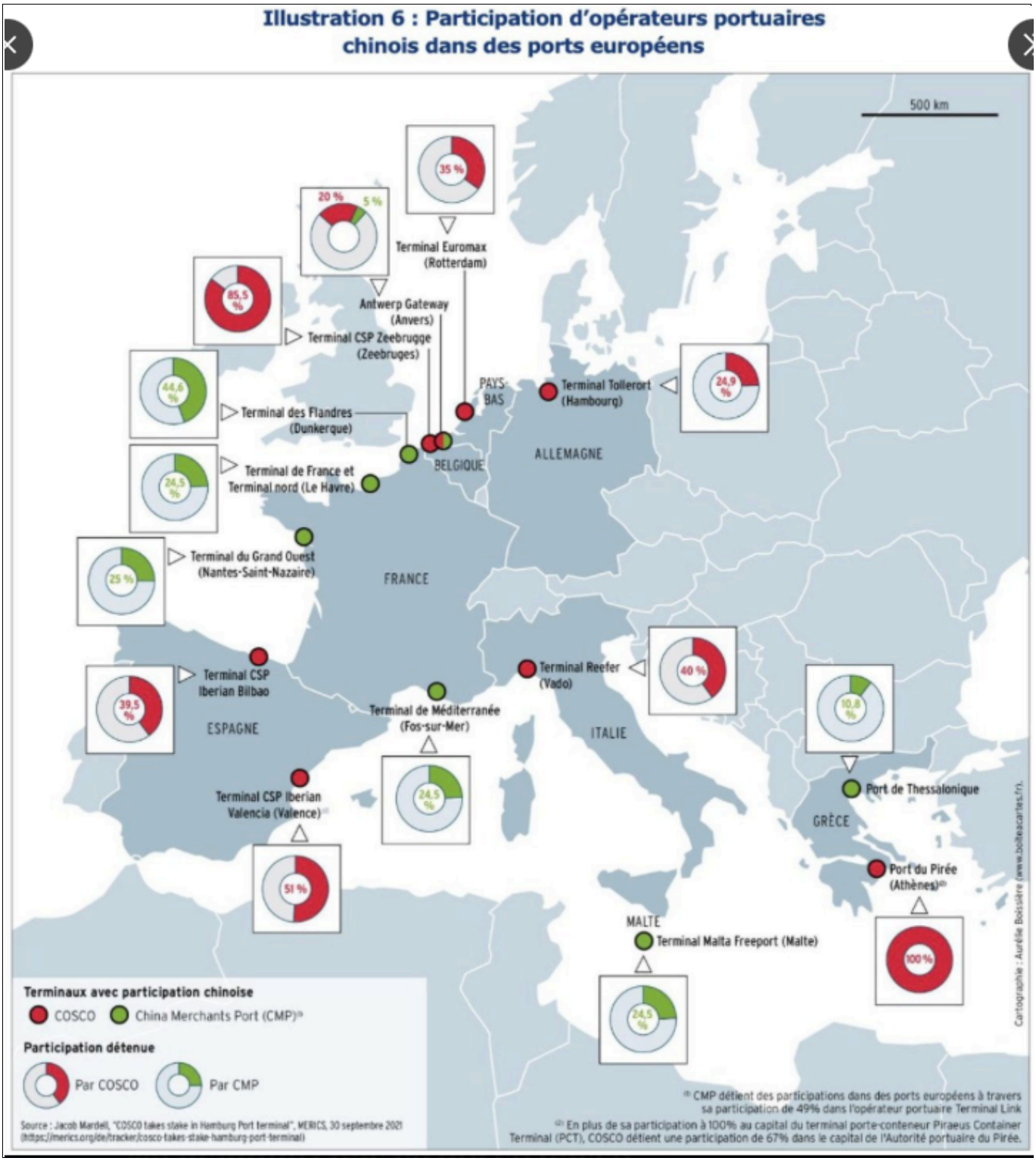
Le 17 juillet, la géopolitiste Velina Tchakarova écrit : « « En 2025, la Chine dépassera l’UE en termes de consommation énergétique par habitant. La Chine tente de rattraper son retard sur les États-Unis, tandis que l’UE détruit sa base industrielle en raison d’une gestion énergétique et d’une productivité défaillantes, combinées à une bureaucratie étouffante ».



Le 22 juillet, « Documentaire et Vérité » poste sur X l'information suivante :

« Au cours des deux dernières décennies, la Chine a discrètement mais méthodiquement tissé une toile d'investissements dans les principaux ports européens.
Les géants chinois COSCO et China Merchants, ainsi que Hutchison, basé à Hong Kong, détiennent maintenant des participations dans plus de 30 terminaux à travers l'UE. Les exemples les plus connus de cette stratégie sont visibles au Pirée en Grèce,Valence en Espagne, Zeebruges en Belgique, Hambourg en Allemagne ou encore Gênes en Italie.
En contrôlant ou en codirigeant ces infrastructures, la Chine peut
Orienter les flux maritimes à son avantage.
S'assurer des créneaux d'accès prioritaires pour ses propres navires.
Imposer ses normes logistiques et renforcer l'interdépendance économique avec l'Europe.
La surproduction chronique de la Chine, notamment en biens manufacturés trouve un débouché naturel grâce à ces ports. Le cas de Valence en est la meilleure preuve : en moins de 10 ans, le port est devenu plus actif que Le Pirée et le plus connecté de Méditerranée, servant de tête de pont pour inonder l'Europe de produits manufacturés.
En contrôlant ou influençant les hubs logistiques, la Chine sécurise des routes d'exportation fiables pour ses biens excédentaires et réduit le risque d'embouteillages ou de pressions tarifaires en cas de tensions commerciales.
La subtilité de la stratégie chinoise tient aussi à la diversité de ses niveaux d'implication :
* Dans certains cas (Pirée, Valence), la Chine détient une majorité et dirige les opérations.
* Dans d'autres (Hambourg, Zeebruges), elle détient une minorité mais reste un acteur essentiel.
* Ailleurs encore, elle s'associe à des opérateurs locaux dans des joint ventures, offrant un savoir-faire logistique tout en respectant les sensibilités politiques.
Cette gradation lui permet d'éviter des blocages politiques, de tester les résistances locales et d'accroître progressivement son influence sans provoquer de réaction frontale.
En mars, le conglomérat hongkongais Hutchison a annoncé la vente de son réseau mondial de plus de 40 terminaux portuaires (dans 23 pays) à un groupe d'investisseurs dirigé par l'américain BlackRock, pour un montant estimé à 23 milliards de dollars. L'accord devait être finalisé rapidement. Mais, selon le Wall Street Journal, la Chine cherche désormais à s'immiscer dans la transaction... La réaction de Pékin et la possible entrée de Cosco dans la transaction montrent combien il sera difficile pour l'Europe de se défaire de cette influence. Et combien ses ports sont devenus des points névralgiques d'un conflit économique plus large...

Illustration 6 : Participation d'opérateurs portuaires chinois dans des ports européens



Le 27 juillet, "Nuclear Buniess Plateform" poste sur X : « La Chine dévoile le CFR-1000 : l'avenir du nucléaire est arrivé. La Chine vient de dévoiler le design de son premier réacteur à neutrons rapides commercial, le CFR-1000. Ce réacteur Gen-4 refroidi au sodium, d'une puissance de 1,2 GW, pourrait révolutionner l'énergie nucléaire mondiale !

- Réacteur rapide de quatrième génération
- Économe en combustible et capable de recycler les déchets nucléaires
- Conception terminée, mise en service commerciale prévue d'ici 2034
- Étape importante de la stratégie nucléaire chinoise en trois étapes : thermique → Rapide → Fusion

Annoncé au Fujian lors d'un symposium nucléaire de haut niveau.
Il s'agit d'une initiative audacieuse de la Chine pour devenir un leader dans le domaine des énergies propres de nouvelle génération ».

B) L'analyse de la politique industrielle chinoise par le Professeur Lu Feng

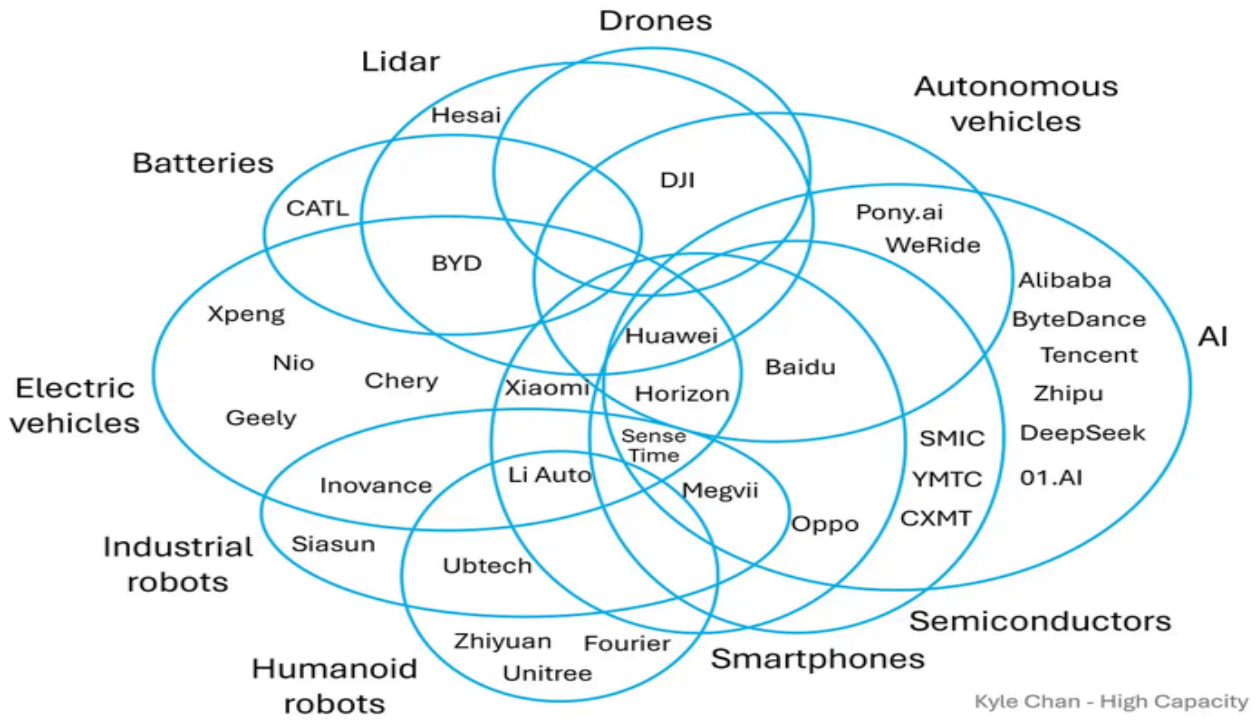
Entretien de Lu Feng par Kyle Chan le 19 juin (Kyle Chan est chercheur en politique industrielle à l'Université de Princeton)

« Lu Feng (路风) est un professeur renommé à l'École de gouvernement de l'Université de Pékin, spécialisé en politique industrielle, innovation technologique et développement. Ses théories influentes sur l'industrialisation et le développement font de lui un Friedrich List ou un Alexander Hamilton des temps modernes.

Dans une récente interview (traduction résumée ci-dessous), Lu Feng présente une théorie de ce qu'il appelle le « maximalisme industriel chinois ». À l'heure où la Chine est déjà la superpuissance manufacturière mondiale et est accusée de « surcapacité » par les États-Unis et l'UE, Lu Feng soutient que la Chine a besoin de plus de développement industriel, et non de moins. Il y a deux raisons principales à cela.

La première est qu'une base industrielle vaste et diversifiée est une condition préalable essentielle à l'innovation scientifique et technologique. Il soutient que « ce n'est qu'après être devenu une puissance industrielle qu'un pays peut devenir une puissance scientifique ». Lu Feng cite les exemples historiques des États-Unis et du Japon, qui ont commencé par produire en masse des biens inventés ailleurs, comme les voitures. La capacité industrielle qui en a résulté a ensuite généré la demande et les ressources nécessaires à l'innovation scientifique, notamment la création d'industries entièrement nouvelles, telles que les semi-conducteurs, l'informatique et les logiciels.

Lu Feng soutient que plus le "système industriel" (工业体系) d'un pays est vaste et diversifié – qui comprend non seulement différents secteurs, mais aussi des facteurs de soutien tels que l'éducation et le financement – plus son progrès technologique est rapide. Les "relations complémentaires" (互补关系) au sein du système industriel permettent aux avancées technologiques d'un secteur d'entraîner le progrès dans d'autres. Par exemple, les avancées chinoises en matière de batteries au lithium et de capteurs lidar renforcent ses industries des véhicules électriques, des drones et de la robotique grâce à ce que j'appelle des "écosystèmes technologiques et industriels imbriqués". De même, Lu Feng estime que la vaste base industrielle chinoise lui donnera un avantage en matière d'IA grâce à une boucle de rétroaction positive entre les applications industrielles concrètes et les modèles d'IA fondamentaux.



China's overlapping tech-industrial ecosystems

La deuxième raison de redoubler d'efforts en matière de développement industriel est la valeur géopolitique de la base industrielle chinoise. Lu Feng affirme que cette base constitue sa "plus grande force" (中国最大力量源泉) et un "atout stratégique" (战略性资产), comparable à l'hégémonie du dollar américain ou au pétrole et au gaz russes. Le fait que le monde entier dépende des capacités industrielles chinoises et qu'il lui soit quasiment impossible de les reproduire ailleurs fait de la Chine un élément indispensable de l'économie mondiale.

Cela confère à la Chine un levier géopolitique, comme l'a clairement démontré la guerre commerciale avec les États-Unis. L'escalade des droits de douane imposée par le président Trump à la Chine a eu l'effet inverse, révélant la dépendance des États-Unis à l'égard des produits manufacturés chinois, tels que les smartphones et les batteries. La Maison Blanche a été contrainte d'accorder rapidement des exemptions de droits de douane pour ces mêmes catégories de produits. (La Chine a également discrètement publié sa propre liste d'exemptions tarifaires.) Au fil du temps, la Chine a cherché à réduire sa dépendance à la technologie étrangère, en particulier à la technologie américaine, tout en augmentant la dépendance du reste du monde à son égard, comme l'a souligné Ryan Hass de Brookings.

Lu Feng soutient que le développement industriel de la Chine est plus important que jamais face à l'intensification de la concurrence sino-américaine. Plutôt que de céder à la notion de "surcapacité" due aux "influences étrangères" (外人之风) et de "se lier les mains" (自缚手脚) en limitant ses capacités industrielles, Lu estime que la Chine devrait progresser dans les secteurs traditionnels et de haute technologie. Cela est particulièrement crucial aujourd'hui, car il estime que "les États-Unis se préparent à une confrontation avec la Chine" (美国拉开架势要与中国对决).

Lu Feng considère la rivalité sino-américaine comme une lutte entre deux systèmes : le "socialisme industriel" chinois (工业社会主义) et le "capitalisme financier" américain (金融资本主义). Les États-Unis étaient autrefois une puissance industrielle, comme la Chine aujourd'hui, avec la moitié de la production mondiale et un "arsenal démocratique" qui a changé le cours de la Seconde Guerre mondiale. Mais, dans une critique à forte résonance politique aux États-Unis, Lu Feng affirme que l'économie américaine s'est de plus en plus "financiarisée" (金融化), dominée par les intérêts à court terme des

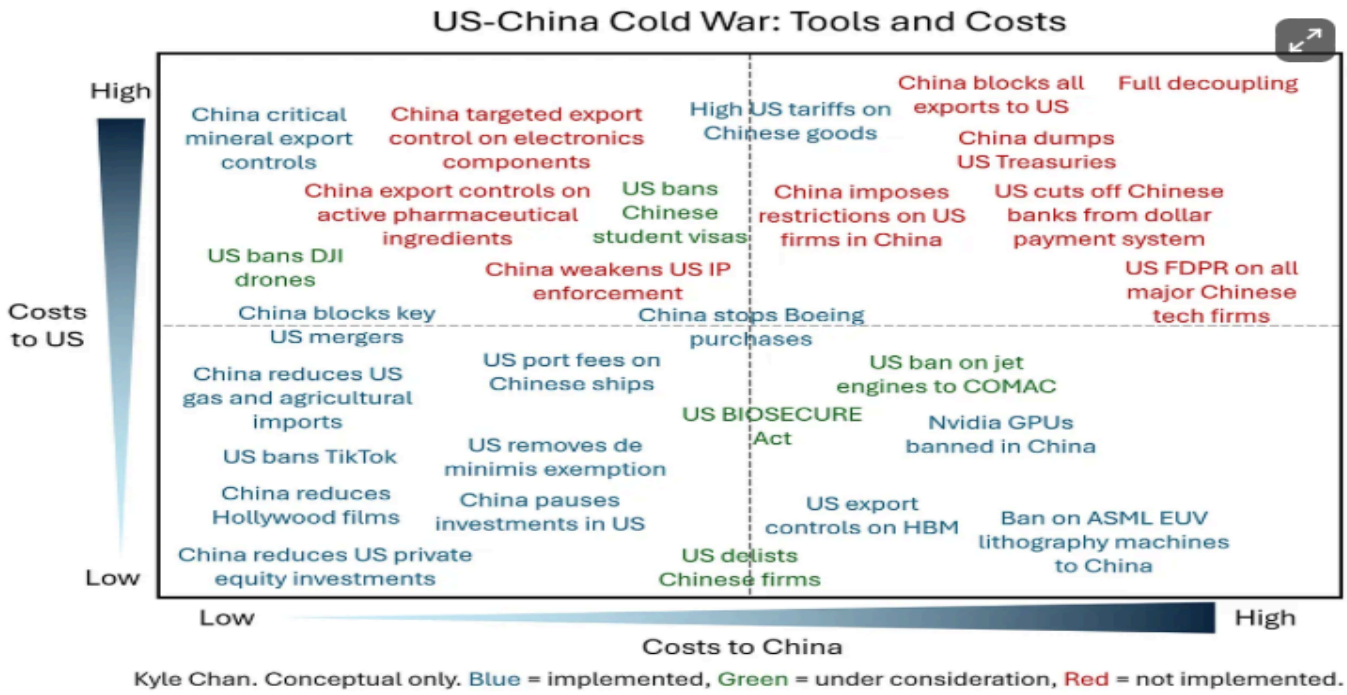
investisseurs de Wall Street, provoquant l'atrophie du tissu industriel américain. À l'inverse, le système socialiste chinois a veillé à ce que les ressources financières soient consacrées au soutien de l'"économie réelle" (实体经济) et à éloigner la Chine de la voie classique de la désindustrialisation.

Lu Feng conclut par une déclaration audacieuse : "Les 500 dernières années d'histoire mondiale montrent qu'une puissance industrielle n'a jamais perdu face à une puissance financière, même lorsque cette dernière est également une puissance hégémonique mondiale." Pour Lu, la réponse aux principaux défis de la Chine – rivalité stratégique avec les États-Unis, maintien du progrès technologique, ralentissement économique, emploi – réside dans une puissance industrielle encore plus grande sous toutes ses formes ». (Kyle Chan)

Notes :

Note 1 : Lu Feng a terminé son entretien par : « L'Amérique de Trump pourrait être obligée de ravaler sa fierté – et son vice-président, JD Vance, sera réduit à l'état de véritable rustre. »

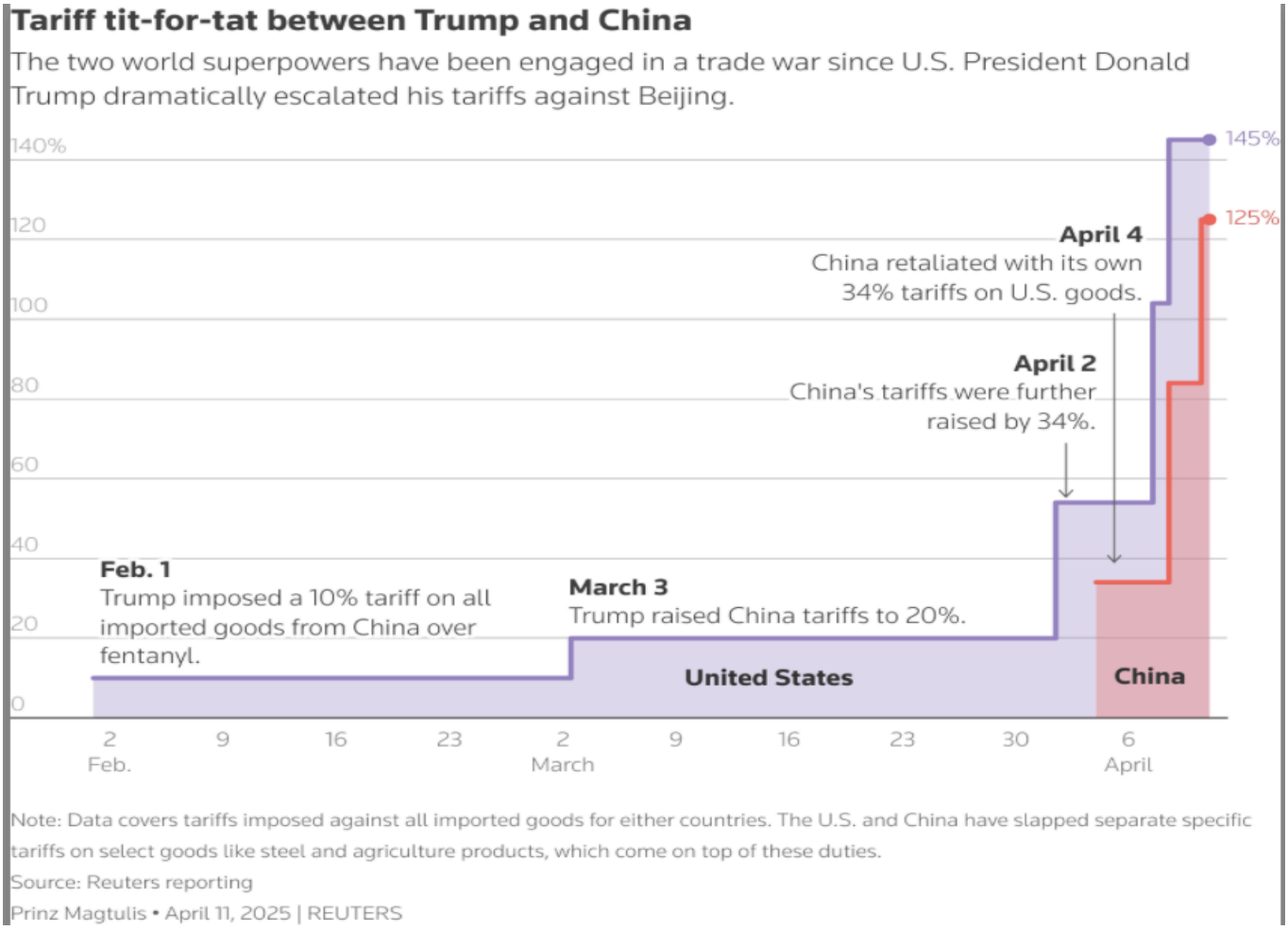
Note 2 : **Kyle Chan a écrit le 25 avril (2025) un article, « Les épées à double tranchant de la guerre froide entre les États-Unis et la Chine »**.
En voici l'essentiel :



Kyle Chan. Conceptual only. Blue = implemented, Green = under consideration, Red = not implemented.

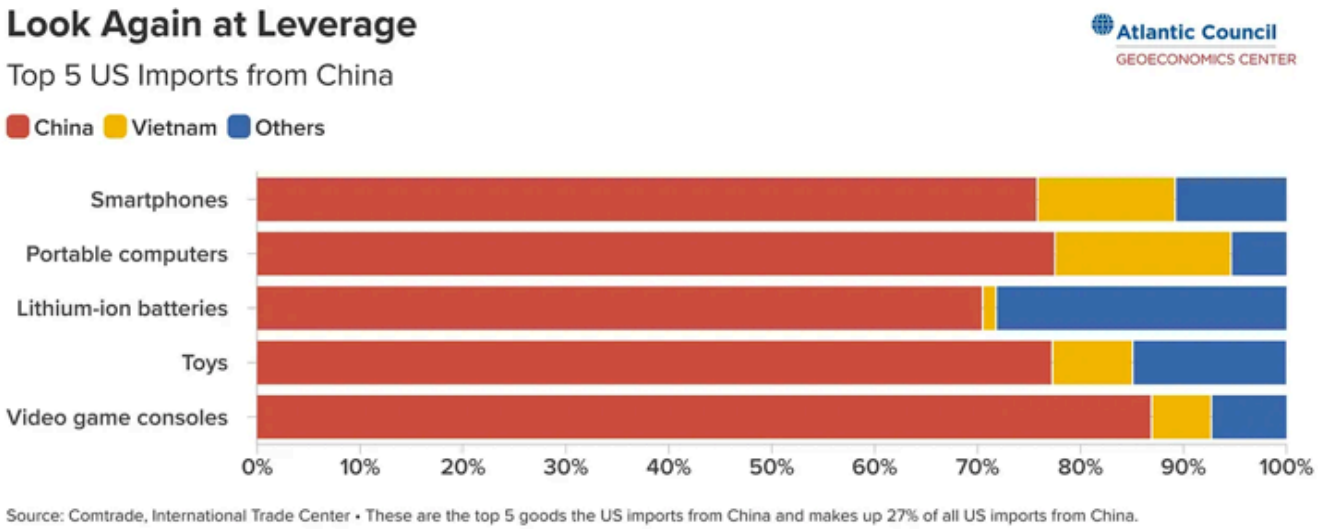
Les États-Unis et la Chine sont engagés dans une guerre froide, et non dans une guerre commerciale. Il s'agit d'un problème bien plus grave que les droits de douane et les déficits commerciaux. Il est bien plus grave que Taïwan ou les semi-conducteurs. Et cela a commencé bien avant Trump ou Xi. Les États-Unis et la Chine sont engagés dans une lutte de pouvoir mondiale qui se joue sur tous les plans : économique, technologique, militaire, cybernétique, soft power, prestige mondial. Les deux camps cherchent tous les outils, toutes les armes, tous les leviers possibles contre l'autre, hormis l'action militaire directe.
La domination par l'escalade n'existe pas. Trump pense que les États-Unis sortiront vainqueurs d'une guerre commerciale parce que la Chine leur vend davantage que l'inverse. Une escalade tarifaire réciproque signifie que les États-Unis pourront toujours taxer davantage de produits chinois que l'inverse. Adam Posen a récemment affirmé que c'est la Chine qui détient la « domination de l'escalade » (un concept RAND de dissuasion nucléaire), car elle dispose d'autres moyens d'escalade que les droits de douane, notamment en refusant potentiellement aux Américains l'accès aux produits fabriqués en Chine, des smartphones aux médicaments. Cependant, en réalité, aucune des deux parties ne détient la domination de l'escalade, car elles sont déjà allées bien au-delà des mesures commerciales. Si l'on

considère l'ensemble des mesures au-delà des outils commerciaux, il n'y a pratiquement aucune limite à ce que chaque partie peut faire.
Les États-Unis et la Chine estiment tous deux détenir la domination de l'escalade, ce qui aggrave le problème. Le secrétaire américain au Trésor, Scott Bessent, a déclaré sur CNBC que la Chine avait commis une « grave erreur » en ripostant aux droits de douane de Trump, car elle « jouait avec deux cartes ». Le ministère chinois du Commerce a déclaré que la Chine « se battrait jusqu'au bout » (中方必将奉陪到底). Même si des signes montrent déjà que Trump recule, la confiance que chaque camp ressent – ou du moins essaie de projeter – ne fait qu'alimenter une spirale descendante d'imprudence et de bravade motivée par l'émotion.



Dans la guerre froide sino-américaine, chaque arme est à double tranchant. L'intégration des États-Unis et de la Chine étant si profonde, tant par leurs liens bilatéraux que par leur appartenance à un système économique mondial hautement intégré, toute action d'un pays finira par nuire aux deux camps, dans une certaine mesure. La question devient alors : quel est l'équilibre des souffrances ? Êtes-vous capable d'infliger plus de souffrances à votre adversaire qu'à vous-même ? Il est utile de cartographier les différents outils et armes en fonction de leurs coûts relatifs pour chaque camp, comme j'ai tenté de le faire dans le diagramme ci-dessus. Quels outils se répartissent dans quels quadrants ?
Les deux camps recherchent des armes asymétriques où les dommages causés à l'autre dépassent largement les dommages causés à chacun. La Chine considère les minéraux critiques comme l'une de ces armes asymétriques (quadrant supérieur gauche). Les États-Unis considèrent le contrôle des exportations de semi-conducteurs comme l'une de leurs armes asymétriques (quadrant inférieur droit).
Il existe des armes qui pourraient faire exploser les deux camps (quadrant supérieur droit). Par exemple, si la Chine sévit trop durement contre les entreprises américaines opérant en Chine, cela aurait un effet dissuasif considérable sur toutes les entreprises étrangères présentes en Chine. Ou encore, comme Trump

l'apprend maintenant, imposer des droits de douane extrêmement élevés sur tous les produits chinois peut avoir des conséquences considérables pour les consommateurs et les producteurs américains. Une mesure visant à faire pression sur la Chine s'est soldée par un échec retentissant. Les PDG de grands distributeurs américains ont récemment mis Trump en garde contre de possibles pénuries de marchandises. Les États-Unis se sont ainsi imposé un embargo.



Source: Atlantic Council

Il est utile de considérer **les outils et les armes** utilisés par la Chine et les États-Unis en termes de catégories d'objectifs :

Outils commerciaux : Instruments politiques conventionnels visant à réguler les flux commerciaux, notamment les droits de douane, les licences d'importation, les quotas, les exigences de contenu local et autres barrières commerciales non tarifaires.

Outils de concurrence : Instruments politiques conçus pour protéger les entreprises nationales de la concurrence et ralentir la concurrence. Par exemple, les contrôles américains à l'exportation de semi-conducteurs et d'équipements de fabrication de semi-conducteurs vers la Chine visent, entre autres objectifs, à ralentir les progrès de la Chine en matière d'IA.

Sanctions relatives aux droits de l'homme : Mesures punitives visant à punir le pays visé pour violation des droits de l'homme. Par exemple, diverses interdictions américaines de produits solaires et textiles en raison de préoccupations concernant le recours au travail forcé au Xinjiang.

Outils de sécurité nationale défensive : Mesures défensives visant à prévenir ou à atténuer les risques potentiels pour la sécurité nationale, comme l'interdiction américaine des équipements de télécommunications Huawei ou la campagne chinoise « delete A » (c'est-à-dire delete America) visant à retirer du matériel et des logiciels américains des grandes entreprises publiques.

Outils de dégradation militaire offensive : Mesures visant à limiter les capacités militaires de l'autre pays. Par exemple, les contrôles chinois à l'exportation de terres rares lourdes, qui sont des intrants essentiels pour les systèmes d'armement américains. Ou encore les contrôles américains sur les puces et le matériel informatique avancés visant à limiter la capacité de la Chine à améliorer ses systèmes de missiles.

Outils de dégradation : Outils visant à infliger des souffrances économiques ou matérielles directes à la population. Par exemple, la Chine réduit ses achats de produits agricoles américains pour nuire aux agriculteurs américains. Ou encore, les États-Unis imposent une nouvelle série de droits de douane en représailles visant à aggraver les souffrances économiques des producteurs chinois.

US critical minerals supply risk matrix. Source: US Department of Energy

(…)

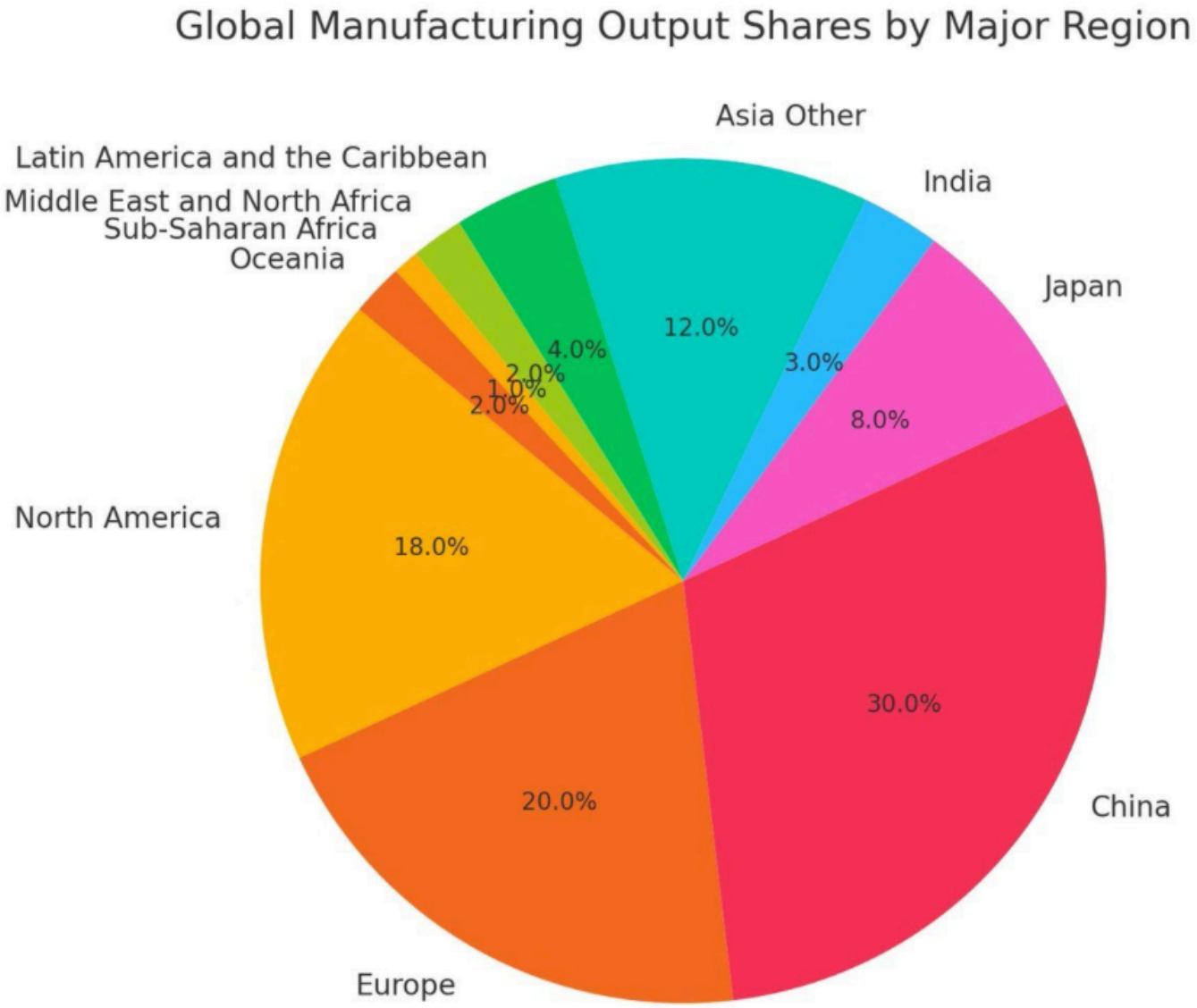
Enfin, alors que la guerre froide entre les États-Unis et la Chine s'intensifie et s'étend à de nouveaux domaines, **les actions de chaque camp renforcent de plus en plus les craintes de l'autre**. Il y a un véritable “cycle de la peur“.

L'expansion rapide des capacités militaires de la Chine, souvent affichée haut et fort, et les cyberattaques à grande échelle contre les infrastructures américaines alimentent les craintes américaines d'une menace géopolitique croissante. Un ballon espion chinois flottant au-dessus des États-Unis en 2023 n'a certainement pas arrangé les choses.

La Chine, de son côté, perçoit des États-Unis déterminés à la contenir à l'échelle internationale et à freiner son développement. Les actions américaines qui alimentent cette conviction comprennent les efforts visant à amener d'autres pays à conclure des accords commerciaux excluant la Chine, des contrôles de plus en plus stricts à l'exportation de semi-conducteurs, et même le cadre de diffusion de l'IA de l'administration Biden, qui visait à restreindre l'accès de la Chine aux puces américaines en restreignant l'accès du monde entier à ces puces.

Ces craintes mutuelles sont peut-être devenues trop profondément ancrées pour être apaisées. Mais les États-Unis devraient reconnaître que leurs actions pourraient en réalité renforcer la légitimité du PCC et valider l'accent mis par Xi Jinping sur la sécurité et le renforcement national. La Chine devrait également reconnaître que son assurance croissante alimente directement une réaction bipartite aux États-Unis ».

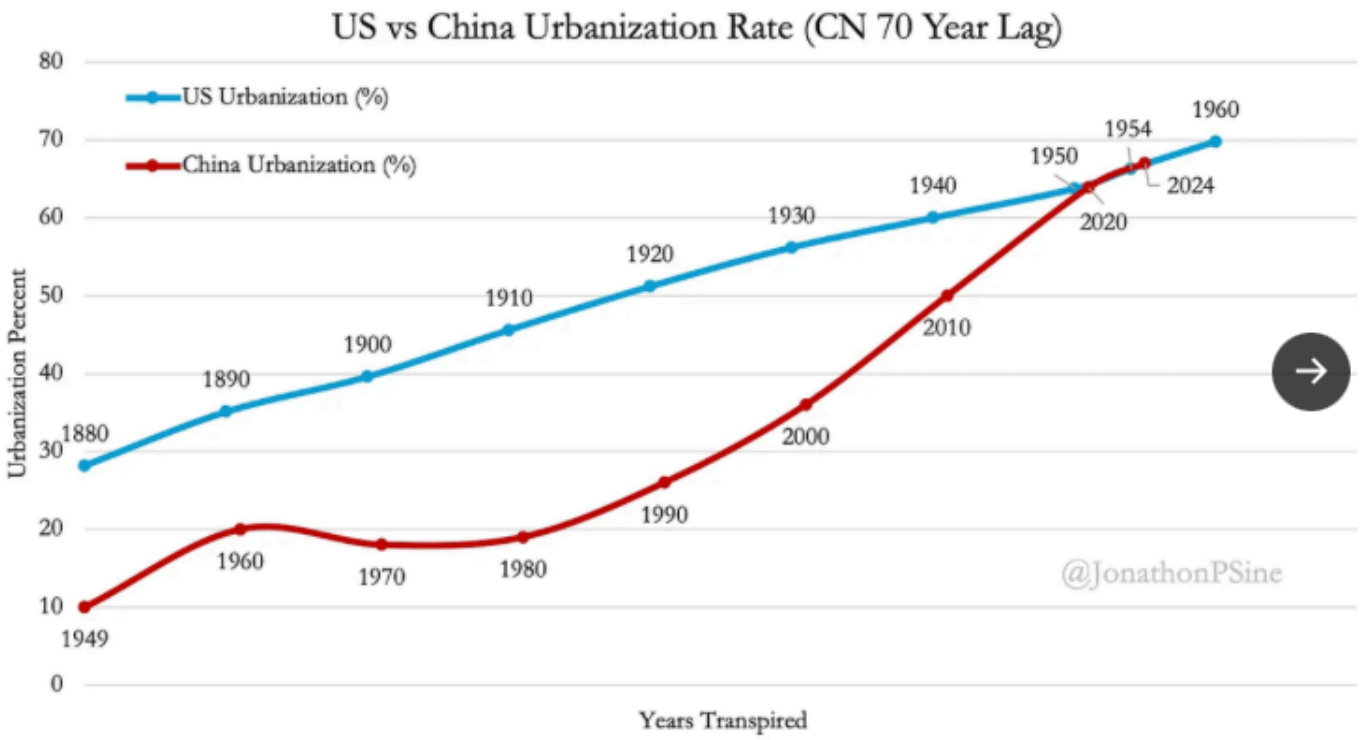
Note 3 : le 16 juillet, l'économiste **Jostein Hauge** propose : « L'Afrique et le Moyen-Orient ne représentent ensemble que 3 % de la production manufacturière mondiale. Si nous voulons vraiment contribuer au développement mondial, nous devons donner la priorité à l'industrialisation de ces deux régions ».

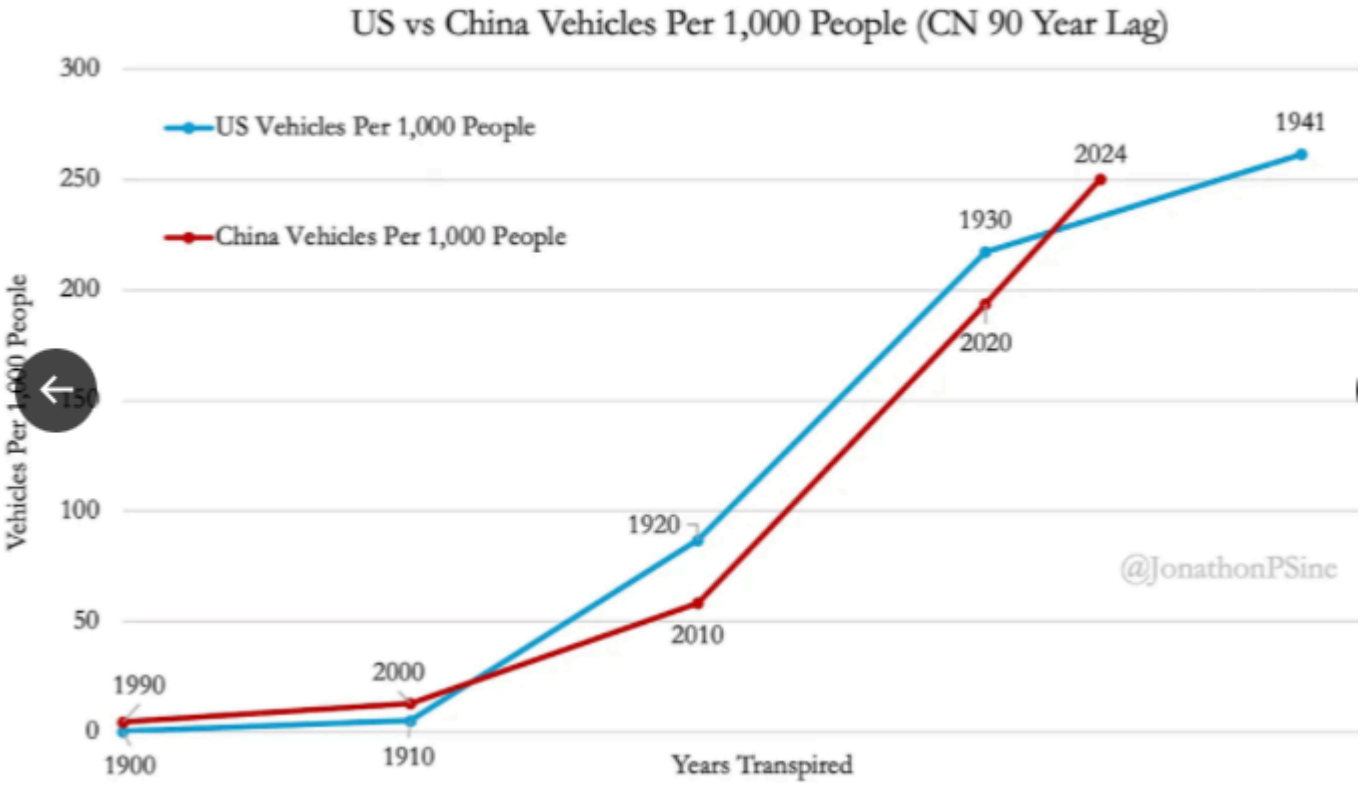


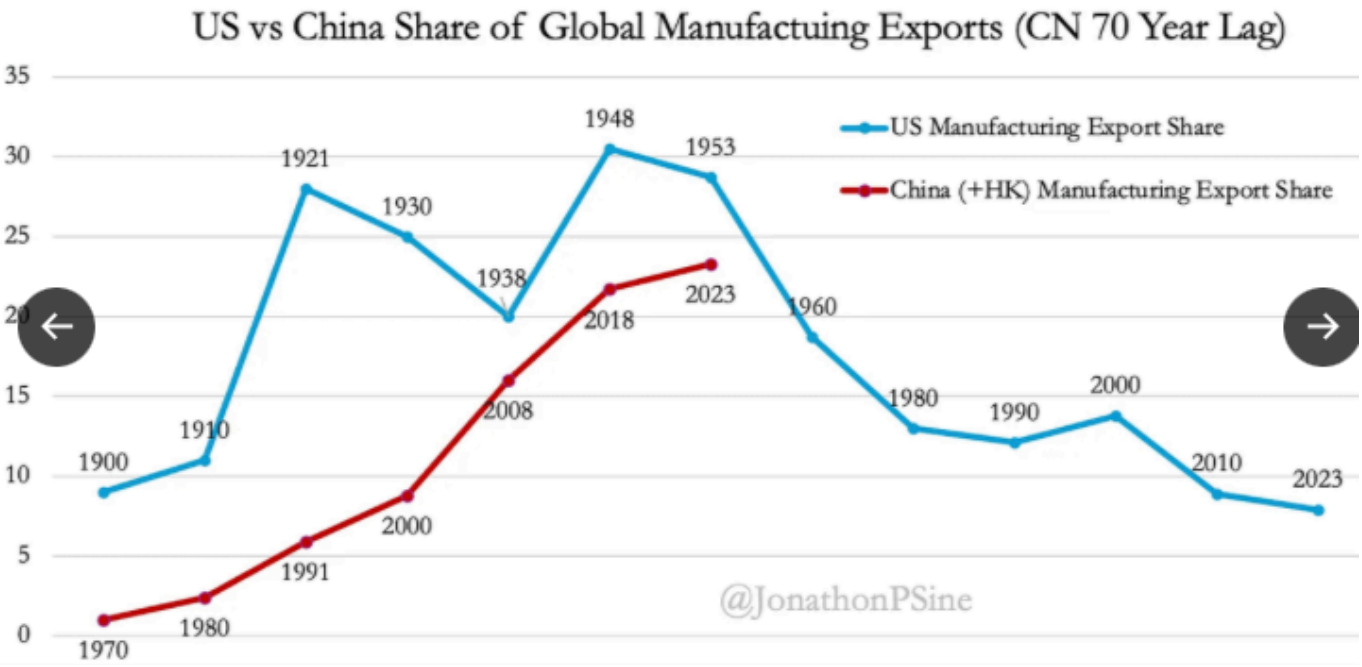
Remarque : le 1er août, le même auteur fait une réflexion intéressante sur le secteur manufacturier américain et sur la politique industrielle des États-Unis :
« Voici mon point de vue sur l'état du secteur manufacturier américain et sur la politique industrielle américaine.
L'écosystème manufacturier américain est solide à bien des égards : la R&D/innovation est forte, le design industriel est performant, et de nombreuses entreprises leaders dans les chaînes d'approvisionnement mondiales y sont présentes.
La Chine rattrape son retard, mais les États-Unis conservent un pouvoir structurel considérable dans l'économie mondiale. Les Chinois sont les fournisseurs des entreprises américaines, et non l'inverse.
Cela dit, les États-Unis ont connu un déclin industriel important. L'érosion du « bien commun industriel » a commencé bien avant l'essor de la Chine ; il est important que davantage de personnes le sachent. Elle a commencé avec l'essor du Japon et de la Corée du Sud. Pour mieux comprendre, je recommande le livre « Producing Prosperity », de Gary Pisano et Willy Shih.

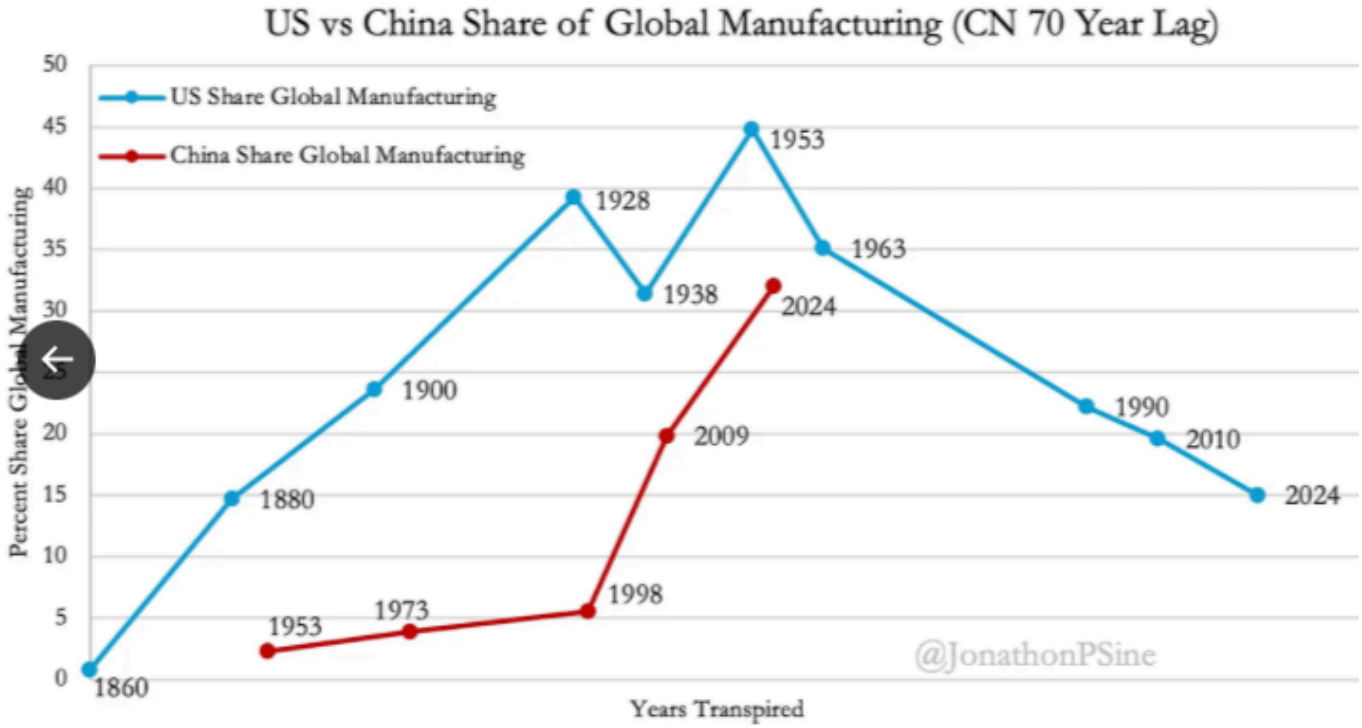
L'un des plus grands défauts de la politique industrielle américaine a été la négligence du travail (on pourrait aussi dire qu'il n'y a tout simplement pas eu beaucoup de politique industrielle aux États-Unis avant 2018). Les actionnaires s'en sont bien sortis, mais le travail a souffert. Cela est dû en partie au fonctionnement de l'économie américaine : elle est fortement financiarisée et œuvre dans l'intérêt des actionnaires privés plutôt que des travailleurs.
Pour les États-Unis, l'un des plus grands défis à venir est d'élaborer une politique industrielle qui serve les travailleurs, et pas seulement le capital privé, et qui bénéficie d'un soutien bipartisan afin de résister aux changements présidentiels.
Il serait bien sûr utile que la politique industrielle bénéficie, fondamentalement, d'un soutien plus important. Si la politique industrielle est devenue plus à la mode, de nombreux décideurs politiques américains semblent encore convaincus que les forces du marché résoudront tous les problèmes ».
Ert quelques jours plus tard, J. Hauge fait un rappel utile :
« Les trois lois de la croissance de Nicholas Kaldor, élaborées dans les années 1960, restent remarquablement pertinentes pour comprendre le processus de développement économique. Elles sont les suivantes :
(1) La croissance du PIB est positivement corrélée à la croissance du secteur manufacturier.
(2) Il existe une relation positive entre la croissance de la production manufacturière et celle de la productivité du travail dans le secteur manufacturier.
(3) La croissance de la productivité hors secteur manufacturier (notamment dans les services et l'agriculture) dépend de la croissance du secteur manufacturier ».
Ce à quoi Krishnan Nayar répond (K. Nayar est auteur d'un ouvrage sur les relations entre capitalisme et démocratie cité plus haut) :
« Très intéressant. Je n'ai aucun doute sur l'importance de l'industrie manufacturière pour la modernisation économique. Elle crée une main-d'œuvre qualifiée, des produits de qualité, une productivité accrue et de nombreux emplois stables.
Cependant, pour qu'une économie manufacturière décolle, des conditions politiques préalables sont nécessaires. Les gouvernements doivent mettre à disposition des terrains à bas prix pour les usines et maintenir une main-d'œuvre bon marché. Ils doivent taxer lourdement les paysans pour construire des infrastructures.
L'industrialisation nécessite donc des gouvernements autoritaires. L'Inde ne peut s'industrialiser rapidement car c'est une démocratie.
Le capitalisme va donc de pair avec l'autoritarisme, bien sûr, et non avec la démocratie. Contrairement au mythe libéral occidental selon lequel le capitalisme mène à la démocratie ».

Note 4 : le 18 juillet, l'économiste spécialiste en relations internationales Jonathon P. Sine fait une remarque importante qui montre que Lu Feng est peut-être excessivement optimiste :
« Colosse industriel : Chine vs Amérique des années 1950. À bien des égards, la Chine reflète l'Amérique à l'apogée de sa puissance industrielle. Malgré les projections de l'ONU et les rêves de certains maximalistes industriels, la Chine atteint un sommet en termes de part de production mondiale.


US vs China Urbanization Rate (CN 70 Year Lag)
US Urbanization (%)
China Urbanization (%)
Urbanization Percent
Years Transpired
@JonathonPSine
1880
1890
1900
1910
1920
1930
1940
1950
1954
1960
1949
1960
1970
1980
1990
2000
2010
2020
2024

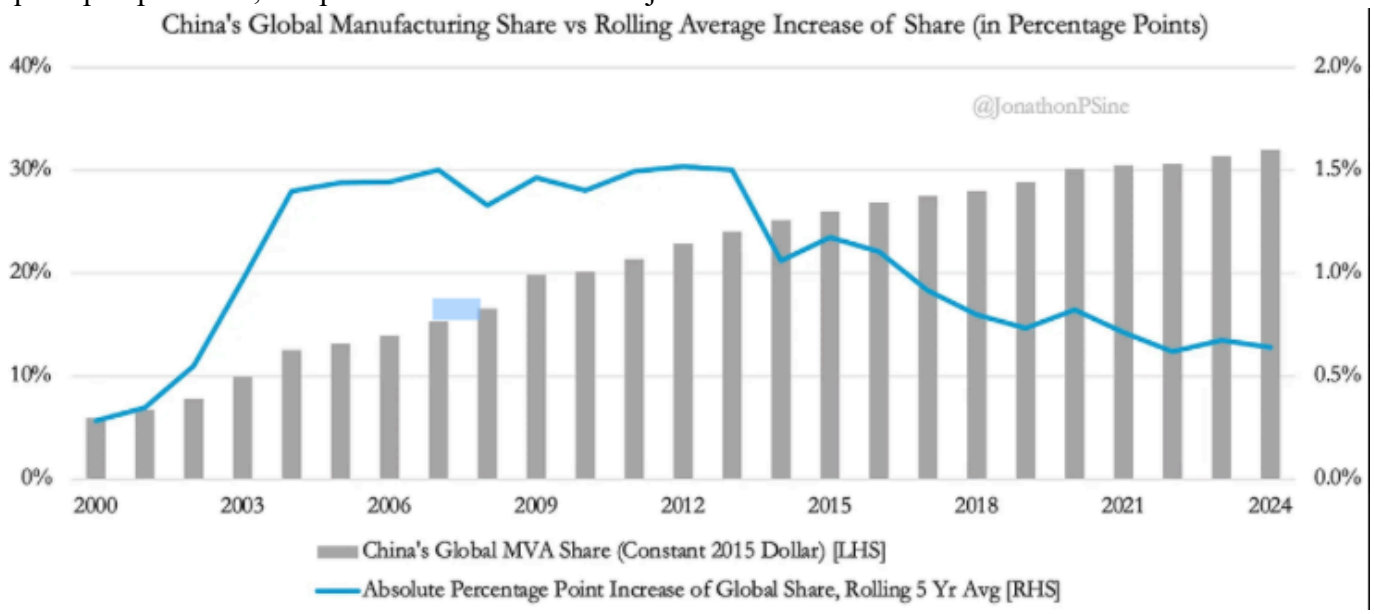

US vs China Vehicles Per 1,000 People (CN 90 Year Lag)
US Vehicles Per 1,000 People
China Vehicles Per 1,000 People
Vehicles Per 1,000 People
Years Transpired
@JonathonPSine
1900
1910
1920
1930
1941
1990
2000
2010
2020
2024





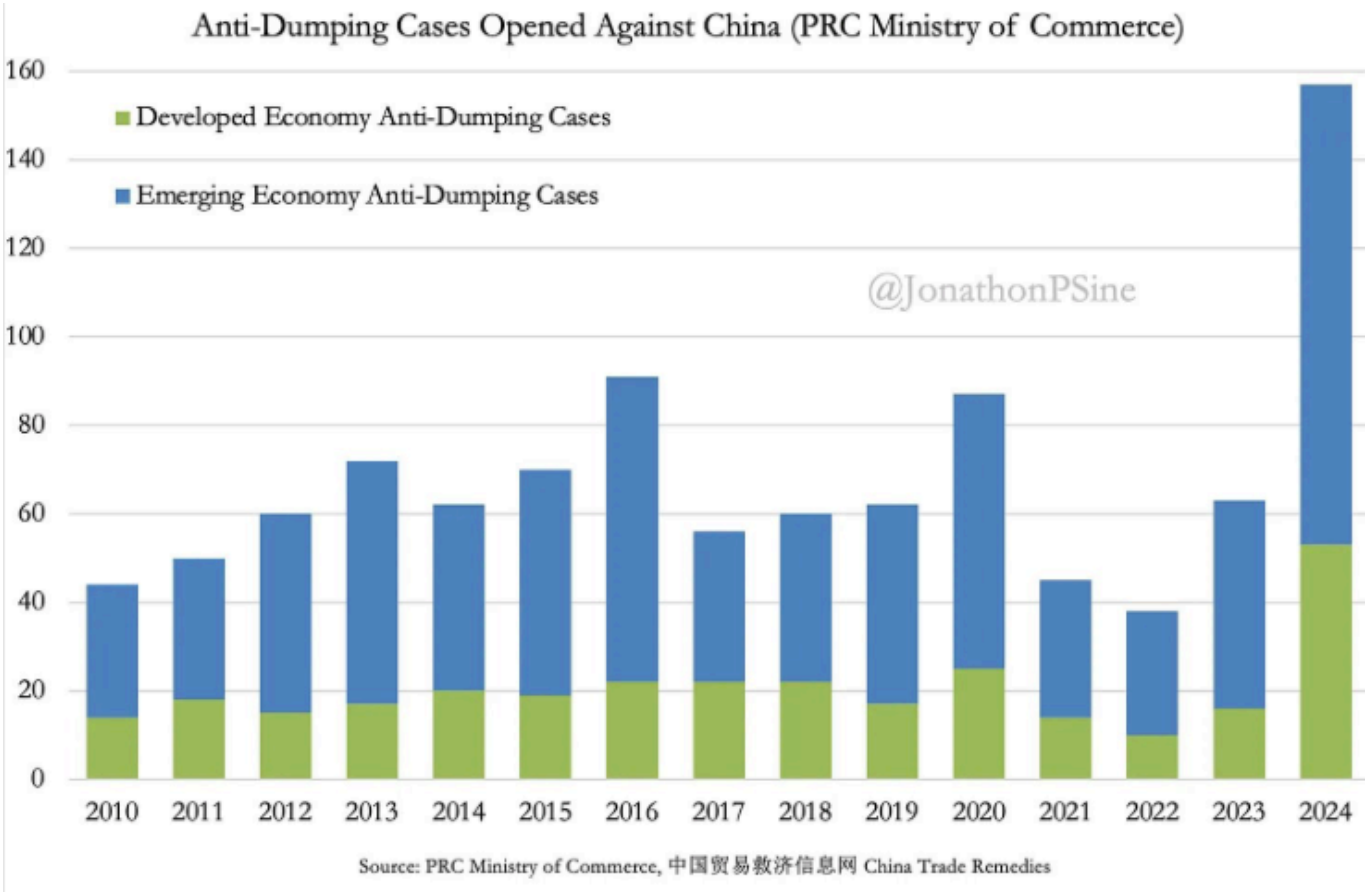
Je souligne deux raisons :
1) La course mondiale à la puissance industrielle s'intensifie.
2) Sur le plan intérieur, la Chine connaît son propre tournant post-Moïse. Un légalisme et une procéduralisation d'inspiration léniniste.
Lu Feng, partisan maximaliste de la politique industrielle chinoise, a soutenu que la Chine d'aujourd'hui ressemblait aux États-Unis à la veille de la Première Guerre mondiale. Mais l'analogie de Lu Feng est moins analytique qu'instrumentale.
Dans le même ordre d'idées, l'affirmation selon laquelle la Chine représentera 45 % de la production manufacturière mondiale en 2030 a suscité un succès surprenant… Malgré son caractère peu plausible, le rapport 2024 de l'ONUDI l'a établie à partir d'une méthodologie absurde : l'extrapolation d'une tendance linéaire à partir des données de 2010 à 2019 [Voir le début de ce pargraphe III]. Mais les données – celles de l'ONUDI, en fait – sont claires : la croissance de la part de la Chine dans le secteur manufacturier mondial a considérablement ralenti.

Au début des années 2010, la Chine gagnait 1,5 point de pourcentage par an. Aujourd'hui, elle n'en gagne qu'un peu plus de 0,5 % par an. Et elle suit une trajectoire descendante.



Les observateurs attentifs constateront peut-être que l'ONUDI utilise la valeur ajoutée industrielle (VAI) plutôt que la valeur ajoutée manufacturière (VAM). Bien que les commentateurs les confondent, elles sont distinctes ! Mais l'utilisation de la VAM, comme indiqué ci-dessus, est en réalité généreuse pour l'ONUDI : la part de la Chine dans la VAM est inférieure.

Selon les propres chiffres de la RPC, de nombreux pays lancent des contre-mesures commerciales contre la Chine en nombre sans précédent.



Mais je crains que les différends commerciaux ordonnés, arbitrés par l'OMC – pour autant que cela ait jamais fonctionné – ne perdent de leur pertinence. Une course mondiale à la puissance industrielle se poursuivra dans l'ombre d'un système néolibéral en déclin.

À l'échelle mondiale, il semble peu probable que les deux prochaines décennies soient aussi favorables à la croissance de l'industrie manufacturière chinoise que les deux précédentes. L'avenir à moyen terme sera probablement marqué par une fragmentation économique croissante et une résurgence du nationalisme économique.
Mais je pense que la dynamique la plus intéressante est intérieure. Et cela revient à un point soulevé par notre ami maximaliste industriel chinois : la Chine est-elle en train de se paralyser ?

3. How to Avoid "Tying One's Own Hands"

- The expression "*tying our own hands*" (自缚手脚) refers to the PRC's production-restriction system (限产体制) that emerged under the influence of Chinese binary thinking (二分法) in the early 2010s promoted by liberal economists.
    - See Lu's article from last year entitled "The Key to Reviving Growth: Removing the Shackles from China's Industrial System": Part 1 and Part 2.
- Binary thinking divides high growth into two categories:
  1. "Old growth drivers" (旧动能), such as traditional industries; and
  2. "New growth drivers" (新动能), including scientific research, digitalization and the service sector.
- Binary thinking led many PRC economists to believe that China's central economic challenge was to transition from old to new growth drivers.
- As a result, China implemented a production-restriction system that compelled traditional industries to reduce capacity, limit output or even shut down, effectively replacing some highly efficient economic activities [经济活动] with less efficient ones.

Lu va jusqu'à accuser les décideurs politiques chinois de mettre en œuvre des politiques visant à inciter la Chine à "se suicider". Dans l'interview citée ci-dessous, il sous-entend fortement que Hu et Wen – et même la réforme structurelle du côté de l'offre de Xi – s'inscrivent dans ce modèle.

1 As an industrial policy maximalist, Lu Feng's analogy is less analytical than instrumental: he wants to push China's policy-makers to double-down on investment-led growth and industrial policy. He is very explicit in his critique of recent policy.

In fact, Lu goes so far as to accuse China's mainstream economists and economic policymaking establishment of having implemented policies designed to induce China to "commit suicide." Here is the most important portion:

> After the 2008 global financial crisis, the U.S. went further and **blamed China's "excess capacity"** as the main driver of global economic imbalances (in other words, implying the financial crisis was China's fault). **But once this narrative reached China and was reinterpreted by certain domestic voices, it began to appear in Chinese policy language —in terms like *economic imbalance, market clearing, and zombie enterprises*—all of which actually originated in foreign discourse.**
>
> In the later period of the Biden administration, the U.S. once again employed a dual strategy of suppression and coercion—pressuring China with one hand, while persuading it to "**commit suicide**" with the other. It recycled the familiar accusation of "China's industrial overcapacity," and once again, **mainstream Chinese economists began seriously discussing the signs and causes of China's supposed overcapacity—essentially reacting to foreign rhetoric. This time, however, the Party Central Committee was unmoved, and China did not fall into the trap.**

In saying that the Central Committee did not fall into the trap this time, Lu is implying that Hu Jintao and Wen Jiabao administrations did fall into the trap—particularly with Wen's talk of the four imbalances 四大不平衡—and that Xi Jinping did as well by implementing the supply side structural reform in 2016 (供给侧结构性改革 is what interview actually asked him about).

Voici l'argument :

The US and China: Back to the Post-Moses Future?

Domestically, consider that America began intensively counteracting the consequences of its own production-centric model in the 1960s and 70s—environmental degradation, regional, wealth, and income inequality, abuses of corporate power, and other negative externalities. Over the last few years, China has similarly grown serious about tackling the costs of its industrial ascent, with the *common prosperity campaign* only the most recent high visibility case.

A Gilded Age analogy between America and China remains popular, but a more interesting comparison is the 1960s–70s regulatory backlash that erupted in the shadow of Robert Moses. This era in America saw the creation of EPA, NEPA, and OSHA; the rise of innumerable other environmental and regulatory protections; growing anti-monopoly sentiment; and a broader backlash against the growth machine. The U.S. entered a phase of self-correction that brought many sorely needed quality of life improvements as well as constraints on local power brokers. But it also metastasized into an era of adversarial legalism and procedural fetishization that has made building anything difficult.

In some ways, China's current turn mirrors this—marked by heightened scrutiny of local governments, a renewed focus on inequality, and regulatory crackdowns on large tech firms. It is China's own post-Moses moment: a bid to constrain local discretion and tighten hierarchical control in the name of (Chinese-style) modernization. As Xi himself often puts it, power (by which he means other peoples' power) must be "locked in the cage of institutions" (把权力关进制度的笼子里). A Leninist-inflected form of legalism and proceduralization? [2]

But where American dysfunction is defined more by ossification and encrustation of rules, procedural expansion, and innumerable veto points, China's version of a post-Moses Leninist order is producing a different form of dysfunction—uncertainty born of increasingly pervasive yet fluctuating demands from above that leave local governments and firms groping through a fog of modernization mandates and diktats.

».

Note 5 : sur X, le 29 juillet, suite à la lecture d'un article du FT, Michael Pettis écrit : « Cet excellent article du Financial Times sur l'incapacité de la Chine à freiner sa dépendance déjà excessive à l'industrie manufacturière soulève deux points que je considère comme particulièrement importants.

Premièrement, la forte hausse des investissements manufacturiers au cours des trois ou quatre dernières années n'était pas liée aux besoins manufacturiers chinois ou mondiaux, mais plutôt à la nécessité d'externaliser le coût de l'effondrement du secteur immobilier chinois. La croissance des investissements manufacturiers a compensé presque à parité RMB, ce qui a entraîné une forte hausse des excédents commerciaux chinois. Autrement dit, le déclin de la demande intérieure chinoise a été compensé par une part accrue de la demande étrangère.
Deuxièmement, la raison de tous ces investissements improductifs est que "les responsables des collectivités locales, désespérés d'atteindre leurs objectifs de croissance du PIB après un profond ralentissement immobilier, orientent les investissements manufacturiers vers les industries privilégiées".
Tant que la Chine affichera des objectifs de croissance du PIB excessivement élevés, il lui sera impossible de réduire ses investissements de plus en plus improductifs et de ralentir la hausse rapide de sa dette qui en résulte. Mais je ne pense pas que Pékin soit prêt à renoncer à ses objectifs de croissance du PIB ».

Note 6 : le 5 août, Jostein Hauge fait une intéressante réflexion : « Si la stratégie de développement de la Chine dans les années 1990 avait suivi la théorie de l'avantage comparatif, elle ne fabriquerait pas aujourd'hui de batteries, de véhicules électriques, de drones, de puces d'intelligence artificielle ou de robots. La Chine illustre pourquoi un développement économique réussi implique en fin de compte de "défier" l'avantage comparatif.
Tout au long du processus de développement, il faut bien sûr trouver un équilibre entre conformité et défiance face à l'avantage comparatif. Mais les exemples de développement réussi illustrent l'importance d'investir dans des domaines où l'avantage comparatif n'est pas révélé ».
Warwick Powell fait alors un commentaire utile : « L'avantage comparatif n'est pas statique. Les ressources et capacités disponibles évoluent par exploitation (épuisement, par exemple) ou par développement (savoir-faire, compétences, expérience), ce qui transforme également la manière dont les ressources sont rassemblées et mobilisées. Ajoutez à cela les changements technologiques et l'avantage comparatif statique disparaît ».
J. Hauge répond : « tout au long du processus de développement, il faut bien sûr trouver un équilibre entre conformité et défiance face à l'avantage comparatif. Mais les exemples de développement réussi illustrent l'importance d'investir dans des domaines où l'avantage comparatif n'est pas révélé ».
Selon Edgardo Tenreiro, dans le 8ème chapitre du livre à paraître de l'économiste irlandais Philip Pilkington, « The Collapse of Global Liberalism ; and the Emergence of the Post-liberal World Order", celui-ci « soutient que la base industrielle occidentale s'est érodée en raison de la croyance selon laquelle la mise en œuvre de la théorie de l'avantage comparatif et du libre-échange de Ricardo entraînerait un progrès illimité pour tous. La théorie de Ricardo est la suivante : les pays devraient se spécialiser dans la production des biens qu'ils peuvent produire à un coût d'opportunité inférieur à celui des autres pays, même si un pays est plus efficace pour tout produire. En se spécialisant et en échangeant, tous les pays peuvent bénéficier d'une augmentation de la production totale et de gains mutuels grâce aux échanges. Pilkington critique cette situation comme un aveuglement idéologique : autrefois, les investissements mondiaux se dirigeaient vers les régions où la main-d'œuvre et les autres intrants de production étaient les moins chers, les populations locales investissaient dans l'éducation et les chaînes d'approvisionnement et, par un mélange de pragmatisme et d'interventionnisme, créaient des industries de premier plan ; lorsque l'Occident a compris que ses économies étaient désindustrialisées et vidées de leur substance ».
De son côté, Max Murray fait une réflexion sur la formation qu'il a reçue en économie… : « En tant qu'économiste, ma formation initiale a été imprégnée du paradigme néoclassique, et plus particulièrement du modèle ricardien de l'avantage comparatif, qui postule que le libre-échange est incontestablement bénéfique, améliorant l'efficacité et le bien-être à l'échelle mondiale en permettant aux nations de se spécialiser dans les biens où elles bénéficient d'avantages relatifs en termes de productivité.
Cette doctrine, défendue par des personnalités comme David Ricardo et affinée plus tard dans le cadre Heckscher-Ohlin, affirme que l'échange sans restriction maximise l'utilité globale, les gains commerciaux étant théoriquement suffisants pour compenser les pertes éventuelles par la redistribution.
Cependant, ma perspective a évolué grâce à l'observation empirique de la désindustrialisation aux États-Unis.

Le fait d'avoir été témoin de la fermeture d'usines nationales et de la délocalisation d'emplois manufacturiers par les propriétaires de capitaux vers des juridictions à bas salaires, dépourvues de solides protections du travail et de réglementations environnementales, dans un souci de minimisation des coûts et de maximisation des profits, m'a fait clairement ressortir les nuances absentes des modèles néoclassiques statiques.
Ces modèles néoclassiques négligent les frictions dynamiques telles que les coûts d'ajustement, l'hystérèse du chômage et l'érosion du capital humain dans les communautés affectées.
Le critère d'efficacité de Kaldor-Hicks, bien qu'élégant en théorie, ne tient pas compte des asymétries de répartition : les gains à court terme profitent de manière disproportionnée aux détenteurs de capital, tandis que les externalités à long terme pèsent sur la main-d'œuvre nationale, exacerbant les inégalités de revenus et le déclin régional ».

C) L'analyse et la conviction forte de l'économiste spécialiste de la Chine John Ross

Visio sur YouTube (India Global Left) : (https://www.youtube.com/watch?v=X4bOdFpKq6o).

Quand on écoute John Ross, en particulier dans la deuxième partie de l'entretien, il semble répondre positivement à la question de savoir si la Chine a des chances de l'emporter dans le duel que les États-Unis et elle se livrent depuis plusieurs années, et que le Président Trump a intensifiée en menant une guerre commerciale qui est dirigée spécialement contre elle.

Retenons de cet entretien quelques idées-clés :

• Il n'y a pas vraiment une démondialisation, c'est plutôt les États-Unis qui se retirent de la mondialisation.

• L'économie mondiale se partage de plus en plus en deux parties : une économie mondiale à grande vitesse, le Sud Global, dont le noyau sera la Chine et les grands pays en développement comme l'Inde et d'autres pays du Sud-Est asiatique (Indonésie et Vietnam notamment), et une économie mondiale à croissance lente (le Nord Global), avec les États-Unis, avec en plus de mauvaises décisions pour le long terme (par exemple, les États-Unis condamnent les voitures électriques pour revenir aux véhicules gourmands en hydrocarbures). Quant à l'Europe, elle se trouve prise dans un bourbier (croissance lente – 1% en moyenne annuelle -, inflation élevée, guerre en Ukraine). Pour elle, il serait finalement plus intéressant de s'allier avec les pays du Sud Global.

(*Note* : le 10 juin, vidéo de Pékin de la Présidente de la BCE, Christine Lagarde : « Je suis ici pour rencontrer la Banque populaire de Chine afin de discuter des moyens de poursuivre notre coopération. Je prendrai également le temps d'en apprendre davantage sur l'économie chinoise ». Et elle cite cet aphorisme de Confucius : « "Apprendre sans réfléchir est vain ; réfléchir sans apprendre est dangereux". "学而不思则罔，思而不学则殆" Cette sagesse chinoise millénaire prend tout son sens dans le contexte actuel des relations internationales et de l'économie mondiale »). Et lors de son discours à la Banque centrale chinoise, la Présidente de la BCE a déclaré : « dans un monde fragmenté, les régions doivent collaborer pour soutenir le commerce mondial, moteur de prospérité. Le paysage géopolitique actuel rend cette tâche plus difficile, mais en tirant les leçons du passé, nous pouvons tous tracer une nouvelle voie pour la coopération mondiale ». Les deux institutions monétaires ont signé un protocole d'accord qui actualise le précédent : il définit un cadre pour les échanges et la coopération réguliers entre elles. Et à la fin de sa semaine à Pékin elle tweete : « Ces journées ont été riches en rencontres enrichissantes, en discussions de fond, en entretiens et en expériences culturelles enrichissantes. Ce fut une excellente occasion d'approfondir notre compréhension de l'économie chinoise et de poursuivre notre coopération »).

• Le taux de croissance US moyen à long terme est de 2,1%-2,2% (selon qu'on calcule sur 10 ou 20 ans). À court terme, surtout en tenant compte des effets de la guerre commerciale, on pourrait avoir moins (1,6%-1,8%), avec des effets négatifs sur le commerce mondial, y compris en Chine. Celle-ci a donc intérêt à jouer davantage sur sa demande interne en la relançant comme elle a déjà commencé à le faire. Son objectif de croissance est de 5% l'an ! Rappelons que les mesures de relance de la consommation sont les plus simples et les plus rapides, mais…

• Son objectif est de doubler son PIB/habitant entre 2020 et 2035 : si cela arrive (pour cela, il faut une croissance moyenne annuelle de 4,7%), la Chine surpassera les États-Unis (progression sur cette période de 100% contre environ 40% pour les États-Unis). Pour parvenir à cela, il faut un flux d'investissement important et soutenu, comme elle le fait en ce moment, soit 40% du PIB, sachant que pour obtenir 1% de croissance, elle a besoin d'investir 8% de son PIB, ce qui est particulièrement efficace (aux États-Unis, il faut investir 10% du PIB pour avoir 1% de croissance).

• La Chine n'a donc pas intérêt à adopter le modèle occidental dont le moteur est la consommation, car elle n'aurait une croissance que de 2%...

• Un point fort de l'économie chinoise est qu'elle n'a pas de cycle économique comme en Occident, elle ne connaît pas de succession de phases de croissance et de phases de récession ; d'ailleurs, elle dispose de politiques anti-crises bien plus efficaces qu'en Occident grâce à la puissance de son secteur public.

• L'investissement est à la fois celui des entreprises privées (pour 50 % du total), qui ont un fort autofinancement, et les entreprises publiques (pour les autres 50% du total), dont le financement passe par

le système bancaire, piloté par l'État puisqu'il est public. Donc, s'il y a un ralentissement de l'activité, le secteur public est là pour réguler.
• Alors que l'économie de l'URSS était *administrée*, celle de la Chine est *contrôlée* en particulier depuis 1968, et ce grâce à l'investissement public qui est augmenté quand l'activité macroéconomique a tendance à baisser. Et beaucoup plus que celle de l'URSS, l'économie chinoise fonctionne selon les principes marxistes. Voir son livre « China's Great Road », publié en 2021.
• L'ouverture de l'économie chinoise a commencé à partir de la fin des années 60 mais surtout, à partir des années 90 ; quand la monnaie a été dévaluée. L'ouverture est devenue une véritable politique et la Chine s'est bien adaptée à la mondialisation.
• Lors de la crise de 2007, les États-Unis ont eu du mal à s'en remettre et c'est une explication importante de leur retrait de la mondialisation.
• Se pose la question de savoir si les États-Unis vont réussir à désintégrer le système commercial mondial. Vont-ils réussir à remplacer le système commercial international multilatéral par un système unilatéral contrôlé par eux-mêmes ? Dans ce contexte, la Chine doit accorder encore plus d'importance à ce qu'elle appelle la sécurité.
• Certes la Chine souhaite que la mondialisation se poursuive, elle ne se coupe pas du monde, mais face au comportement des États-Unis elle donne la priorité à l'économie nationale et rapatrie ses chaînes d'approvisionnement à l'intérieur de ses frontières. Sa part dans le commerce international diminue quelque peu, ce qui s'explique aussi par le fait que son économie est devenue plus grande (d'où une diminution de son degré d'ouverture).
• L'économie chinoise reste conforme aux principes marxistes, notamment par le fait que les grandes entreprises sont la propriété de l'État : le grand secteur industriel est socialisé.
• L'économie et les politiques économiques dépendent directement du contexte géopolitique, ce qui fait que les priorités économiques ne sont pas les mêmes selon les scénarii : parce que, après 1968, la Chine pensait qu'elle ne serait pas attaquée, elle a développé, non plus une industrie lourde (orientée vers la défense militaire) mais une industrie légère (orientée vers la consommation), moins capitalistique et davantage consommatrice de main d'œuvre. Aujourd'hui encore, la Chine s'organise en faisant l'hypothèse d'une poursuite de la paix mais elle accorde davantage d'attention à la question de la sécurité parce qu'elle sait qu'elle est et va être attaquée dans le domaine des hautes technologies.
• La Chine a une grande capacité à s'adapter grâce essentiellement à la qualité de ses travailleurs (voir le cas de Huawei, dont la téléphonie mobile a été détruite par le pouvoir américain mais reconstruite en 3 ans, cas de DeepSeek, plus puissante que ChatGPT mais qui coûte seulement 10% du prix de l'américaine).
• 16% de la population mondiale vivent dans des économies développées à revenu élevé. La Chine, c'est 18% de la population mondiale, et quand elle deviendra elle-même une économie à revenu élevé, ce qui va arriver dans quelques années, elle va doubler le nombre de personnes dans le monde vivant dans des économies à revenu élevé. Et dire qu'il y a 70 ans, la Chine était le pays le plus pauvre de la planète ! Quel accomplissement, quel exploit ! La Chine pourrait devenir un exemple pour les pays qui sont encore à revenu faible.

Notes :

• L'économiste américain Michael Pettis (déjà cité plus haut sur la guerre commerciale lancée par les États-Unis) critique nettement le modèle de développement chinois.
Voici le résumé de sa pensée tel que l'a fait le 26 octobre 2017 le service économique régional de Pékin de la Direction générale du Trésor (français) :

« 1. M. Pettis observe que seuls des pays disposant initialement de fortes protections commerciales, ont su mener à bien le processus de rattrapage. Sont pris en exemple, en plus des États-Unis, la Corée du Sud, le Japon et l'Allemagne. Ces pays ont connu une forte diffusion des travaux de l'économiste Friedrich List sur la protection des industries naissantes. Or, M. Pettis constate que ces pays ont tous instauré aux premiers stades de leur développement des barrières au commerce, tarifaires ou non-tarifaires, et pratiqué "le vol de propriété intellectuelle". Selon M. Pettis, ce protectionnisme des

industries naissantes n'est cependant bénéfique à une économie en développement qu'associé à une concurrence domestique "féroce" et durant une période transitoire. Seulement ainsi, les pays pourraient éviter l'écueil d'une course à la captation des rentes domestiques à l'abri de la concurrence internationale, et encourager l'investissement productif.

*Pour M. Pettis, la Chine a effectivement mis en place des protections pour ses industries, notamment un coût du capital très faible, mais peine à encourager l'efficacité de son appareil productif***.** Il met en avant deux erreurs fondamentales de la politique chinoise : l'importance accordée à un objectif quantitatif de croissance et la priorité donnée à la création de champions nationaux. À cet égard, on pourra relever l'orientation récente des réformes des entreprises d'État, dont l'un des objectifs est la création de "grands champions nationaux de rang international", au travers entre autres de la consolidation sectorielle. Cette consolidation risque de limiter la concurrence sur le marché intérieur et, ainsi, selon l'analyse de M. Pettis, d'entraver la montée en gamme.

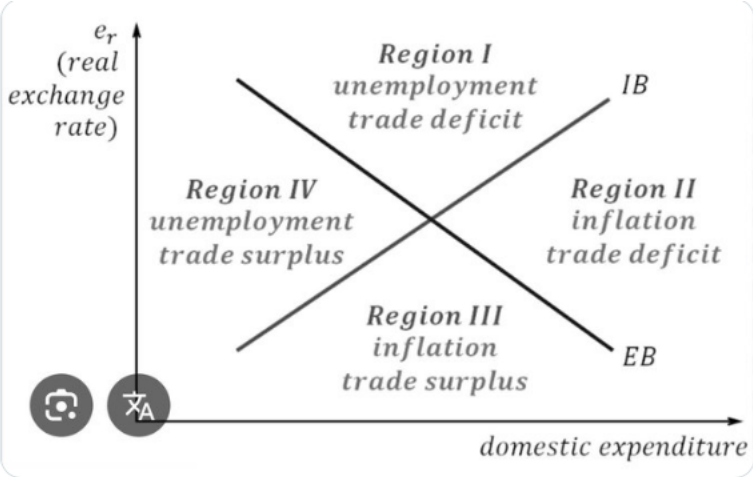
2. Second enseignement que M. Pettis tire de l'expérience américaine, le rôle fondamental des investissements en "infrastructures sociales et physiques". M. Pettis s'oppose à l'idée, très présente en Chine, que les infrastructures sont par essence bénéfiques à l'économie. Il rappelle que, pour ce faire, une infrastructure doit générer un gain agrégé de productivité supérieur à son coût. Or, le gain agrégé de productivité d'une infrastructure est difficile à estimer. Dans le cas de la Chine, le coût d'une infrastructure est lui même difficile à évaluer, la construction des infrastructures étant abondement subventionnée (coût du capital et des terrains). S'il est donc périlleux de calculer précisément la quantité optimale d'infrastructure, M. Pettis estime ce niveau optimal largement déterminé par le stade de développement de l'économie. Le raisonnement est le suivant : le bénéfice d'une infrastructure est approché par la valeur des heures de travail qu'elle permet d'économiser. Cette valeur dépend du volume mais aussi de la productivité du travail qui reflète elle-même le niveau de développement. Par conséquent, plus une économie est développée plus les infrastructures « rentables » sont nombreuses. *A contrario*, l'argument selon lequel l'écart persistant entre le stock d'infrastructures par habitant en Chine et dans les pays développés, justifierait les dépenses actuelles en infrastructures physiques serait invalidé.

Dans le cas de la Chine, M. Pettis pointe, en outre, le surinvestissement dans les infrastructures physiques au détriment des infrastructures sociales. Ce surinvestissement serait la conséquence d'un système politique local étroitement lié aux acteurs financiers et au secteur de la construction, et excessivement focalisé sur des objectifs de croissance à court terme. A noter que cette analyse défendue de longue date par M. Pettis, semble partagée par le FMI. Pour illustrer la différence en matière de mécanisme "d'amélioration interne" entre les États-Unis du 19ème et la Chine, M. Pettis oppose la politique d'investissement chinoise visant à promouvoir le développement économique de l'ouest du pays et la conquête de l'ouest américain. Alors que la politique américaine a accompagné par la construction d'infrastructures une somme de décisions individuelles, la politique chinoise "Going west" lui paraît vouloir attirer les agents économiques dans le sillage des infrastructures afin de répondre à un objectif politique et social de développement des régions les moins avancées.

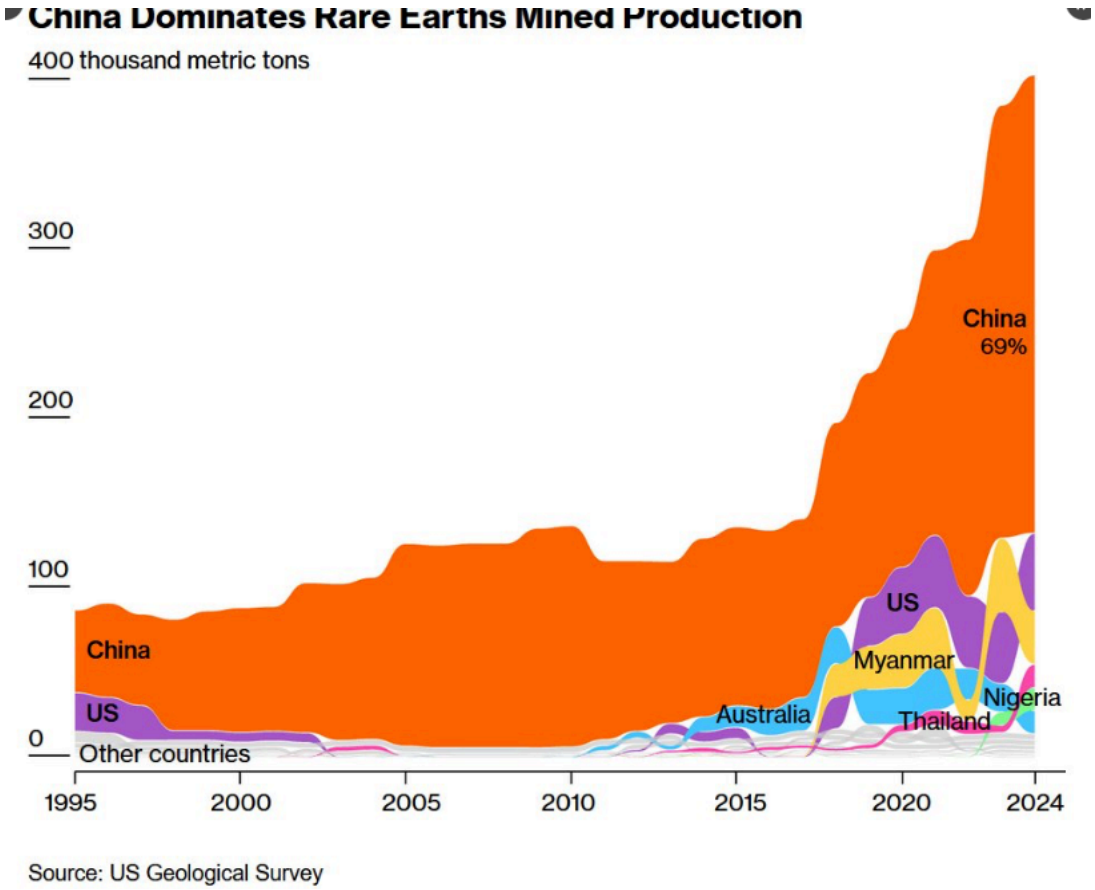
3. La troisième condition de rattrapage tirée de l'expérience américaine est la qualité du système financier dans l'allocation du capital, jugée par sa capacité à mobiliser l'épargne nationale vers des projets à forte rentabilité économique, en particulier dans l'industrie et les infrastructures. À noter que l'auteur présente comme une référence en la matière la création par la France du Crédit mobilier en 1852, "une des plus importantes innovations financières du 19ème siècle". Le système financier américain a certes connu de très nombreuses crises au cours du 19ème siècle. Néanmoins, M. Pettis estime, en accord avec les travaux de nombreux économistes, que l'absence de crise financière n'est pas un indicateur de la qualité du système financier d'un pays en développement. Dans un pays en développement, où l'information est limitée et les incertitudes fortes, l'allocation du capital serait mieux assurée par des systèmes souples associant reconnaissance rapide des pertes, mise en faillite des agents surendettés et recherche du profit. Ces caractéristiques apparaissent en forte contradiction avec un système financier chinois caractérisé par sa préférence pour la stabilité et la poursuite d'objectifs socio-politiques. De ce fait, selon M. Pettis, le système financier chinois s'apparenterait plus au système financier japonais des années 80 qu'à celui des États-Unis du 19ème siècle. En conséquence, M. Pettis estime que le risque pour l'économie chinoise serait plus celui d'une croissance durablement faible que d'une crise financière *stricto sensu.*

Un thème récurrent des travaux de M. Pettis est celui de la "misallocation" des ressources sur une très grande échelle en Chine : au-delà de la non optimalité des infrastructures, il analyse à cette aune dans d'autres travaux (i) l'incessante création de bulles (financières, immobilières, ..) faute de diversité des placements, (ii) le déficit des entreprises publiques, (iii) l'accumulation de surcapacités, ... À défaut d'être efficient, le modèle chinois fait cependant depuis des années la preuve de son efficacité en termes de croissance (même si M. Pettis souligne dans d'autres études que la création de "richesse" réelle ne se fait pas au même rythme que la croissance affichée du PIB). Mais l'efficacité du système décroît comme le signale l'endettement croissant des entreprises publiques et des collectivités locales. En outre, la hausse des rémunérations affecte la compétitivité et l'excédent courant se réduit. Tous ces éléments sont à prendre en compte alors que le fonctionnement du modèle de croissance chinois doit, selon le discours de XI Jinping au 19ème Congrès, doit s'orienter "vers plus de qualité".
Alors que la Chine entend promouvoir son modèle de développement par les infrastructures à l'international, notamment auprès des pays des "Nouvelles routes de la soie", M. Pettis offre une lecture plus pessimiste du modèle chinois dont il relativise les perspectives ».

Le 28 juin, le Professeur M. Pettis relaie une information de « caixinglobal.com » : « La Chine a un besoin urgent de consommation intérieure, car les incertitudes mondiales freinent la demande extérieure. La clé pour y parvenir est l'augmentation des revenus, a déclaré jeudi un professeur d'économie chinois lors du Forum d'été de Davos à Tianjin. »
Et le 29, Robin Brooks considère que « la Chine doit assouplir sa politique monétaire pour contrer l'impulsion déflationniste des droits de douane. Mais elle ne le peut pas, car la conséquence inévitable de cet assouplissement est un yuan plus faible, ce dont elle ne veut pas. La Chine est coincée, tout comme les différentiels de taux. Résultat : une hausse des taux réels et une déflation encore plus forte ».
Commentaire de Brad Setser : « la politique budgétaire est la réponse évidente à la déflation dans un pays excédentaire extérieur... »
Réponse de Robin Brooks : « non ! Les droits de douane sont comparables à un choc négatif sur les termes de l'échange. Cela signifie que la juste valeur d'un pays frappé par des droits de douane diminue. La seule réponse appropriée à ce type de choc est de laisser le taux de change fluctuer. La politique budgétaire peut faciliter la transition, mais elle reste secondaire… ».
Mais, le lendemain, le 30, le directeur financier Robert Horrocks donne plutôt raison à Brad Setser, avec à l'appui le schéma suivant :

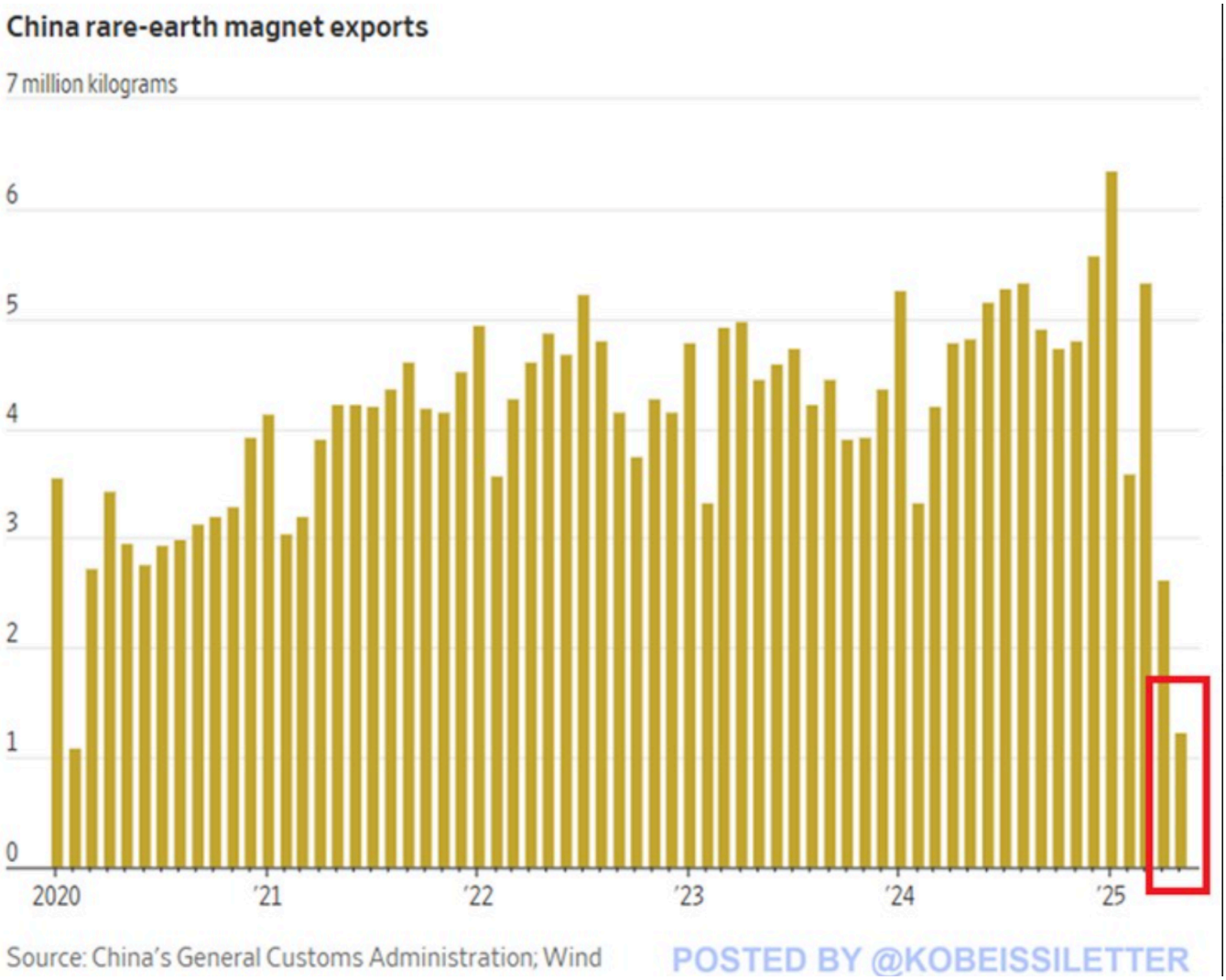


• « **La Chine domine la production mondiale de terres rares** : elle produit aujourd'hui près de 400 000 tonnes de terres rares par an. Selon l'Institut d'études géologiques des États-Unis, cela représente 69 % de la production mondiale. Les États-Unis cherchent à rétablir les flux de minéraux essentiels dans le cadre des négociations commerciales en cours » (« Global Markets Investor, le 9 juin 2025).



Source: US Geological Survey

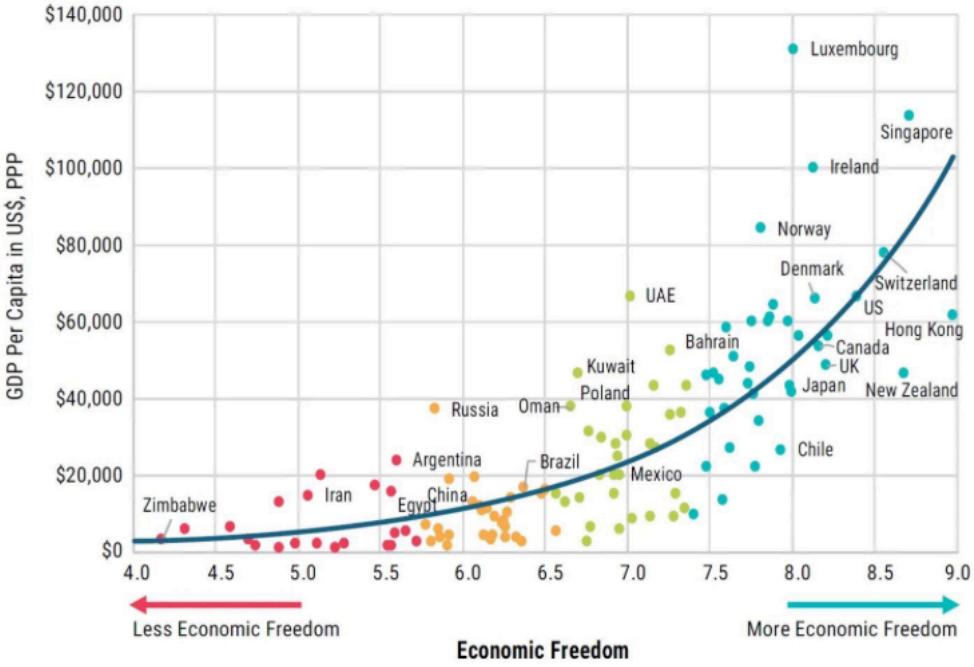
Le 9 juin aussi, la Chine déclare que sa réglementation des terres rares ne constitue pas une contre-mesure. Les contrôles des terres rares en Chine ne ciblent pas de pays en particulier.
Il n'empêche que le 23 juin, « The Kobeissi Letter » donne des informations qui font réfléchir :
« Les exportations chinoises d'aimants en terres rares ont chuté de 74 % en glissement annuel en mai, soit la plus forte baisse mensuelle jamais enregistrée. Ce recul fait suite à une baisse de 45 % en avril.
Les exportations totales d'aimants en terres rares ont atteint 1,2 million de kilogrammes le mois dernier, leur plus faible niveau depuis février 2020.
De plus, les exportations vers les États-Unis ont chuté de 93 %, à environ 46 000 kilogrammes, après une chute de 59 % en avril.
La Chine extrait environ 69 % des terres rares mondiales et transforme environ 90 % de l'approvisionnement mondial.
Les exportations chinoises de terres rares sont un élément essentiel de la guerre commerciale :



C'est précisément pourquoi, courant juillet, les États-Unis ouvrent leur 1ère mine de terres rares depuis 70 ans : cette mine du Wyoming peut contribuer à rompre la dépendance des États-Unis vis-à-vis de la Chine et à eecourager la renaissance industrielle américaine.

• En contrepoint et/ou contrepoids à l'argumentation de John Ross en faveur de la politique chinoise, on peut reprendre le post (sur X) de Michael A. Arouet du 7 juin :
« Prospérité et liberté économique sont étroitement liées. N'est-il pas amusant que les socialistes, avec leur approche fiscale et réglementaire, partent du principe que c'est bénéfique pour le peuple ? », agrémentée du schéma suivant :

Figure 1.3: Economic Freedom and Income Per Capita (All Countries)

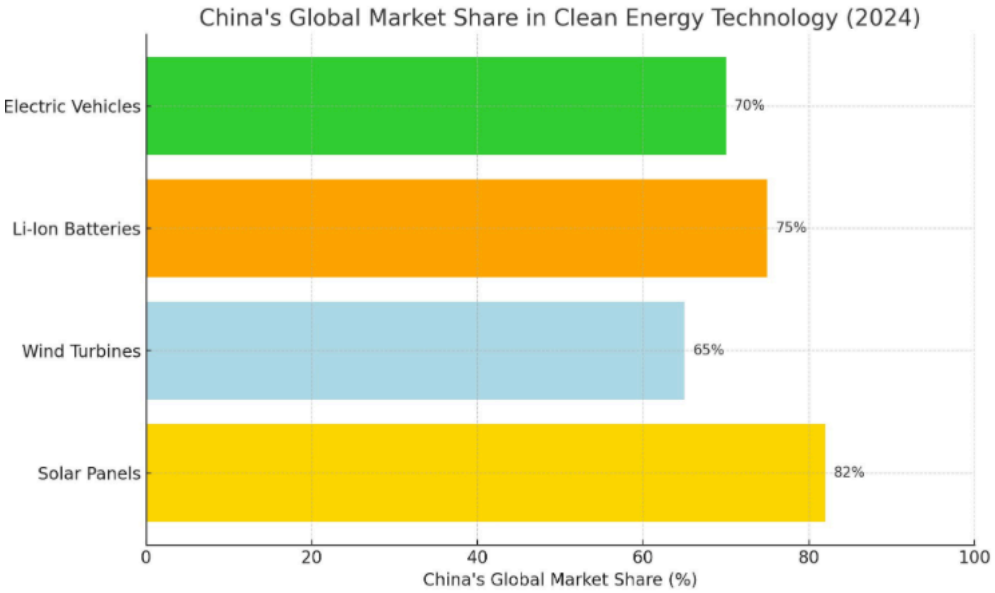


Source: *Economic Freedom of the World: 2024 Annual Report* and World Development Indicators online database.

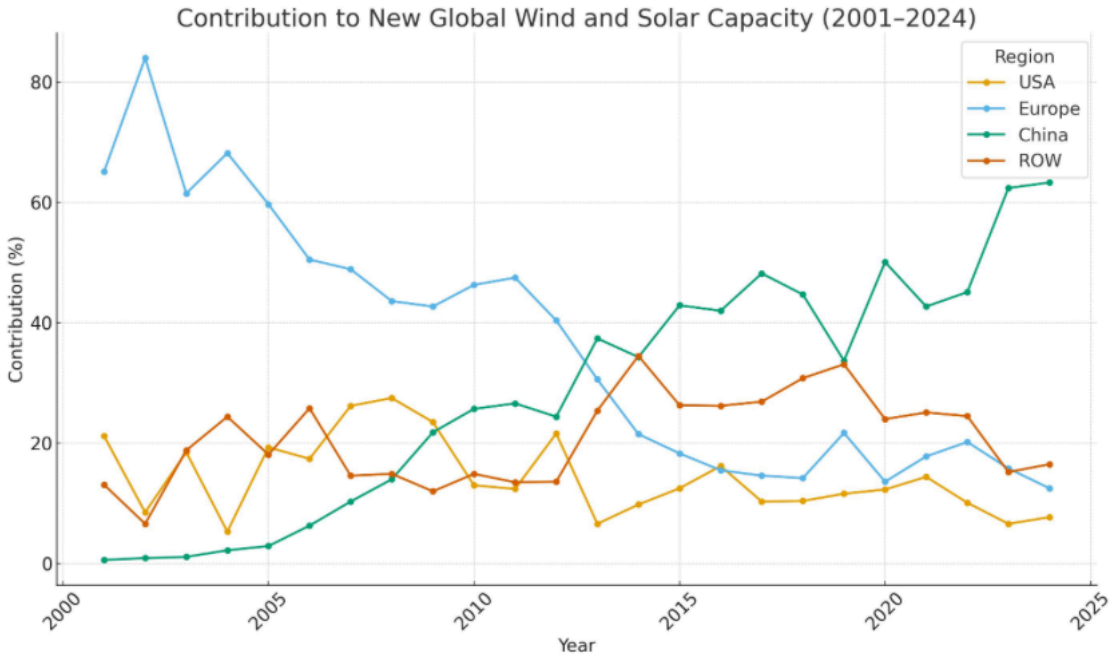
Note : le rapport classe la France en 36ème position du classement général, avec un score de 7,49 (le score de Hong Kong est de 8,58), et la décomposition est la suivante pour les différents items : « Size of Government : 151ème, « Legal System & Property Rights » : 22ème, « Sound Money » : 25ème, « Freedom to trade internationally » : 9ème, « Regulation » : 35ème.

Mi-juin, le Président Xi Jinping aurait dit : « Le monde peut continuer à avancer sans les États-Unis. Le monde peut vivre sans les États-Unis.
À travers l'histoire, des empires se sont succédé, se croyant éternels et irremplaçables.
Il y a un siècle, l'Empire britannique régnait sur les routes commerciales, concentrant plus de 20 % des richesses mondiales. À l'époque, nombreux étaient ceux qui affirmaient que le soleil ne se couchait jamais sur l'Empire britannique.
Deux siècles plus tôt, c'était la France qui dominait l'Europe. Sa puissance militaire était redoutée, sa culture admirée. Napoléon, dans son orgueil, s'était proclamé immortel.
Remontons encore plus loin : il y a 400 ans, l'Espagne régnait sur un empire transocéanique, de Manille à Mexico. Ses galions rentraient chargés d'argent et de soieries, tandis que ses rois croyaient leur gloire éternelle.
Tous ces empires se sont crus indispensables. Mais l'histoire a démontré que chacun finit par être dépassé. Le pouvoir s'effrite, l'influence décline, et la légitimité disparaît quand elle cesse d'être méritée et qu'elle est simplement tenue pour acquise.
Si l'Amérique perd le respect du monde, elle découvrira ce que tous les empires déchus ont appris trop tard : le monde a évolué. Toujours. »

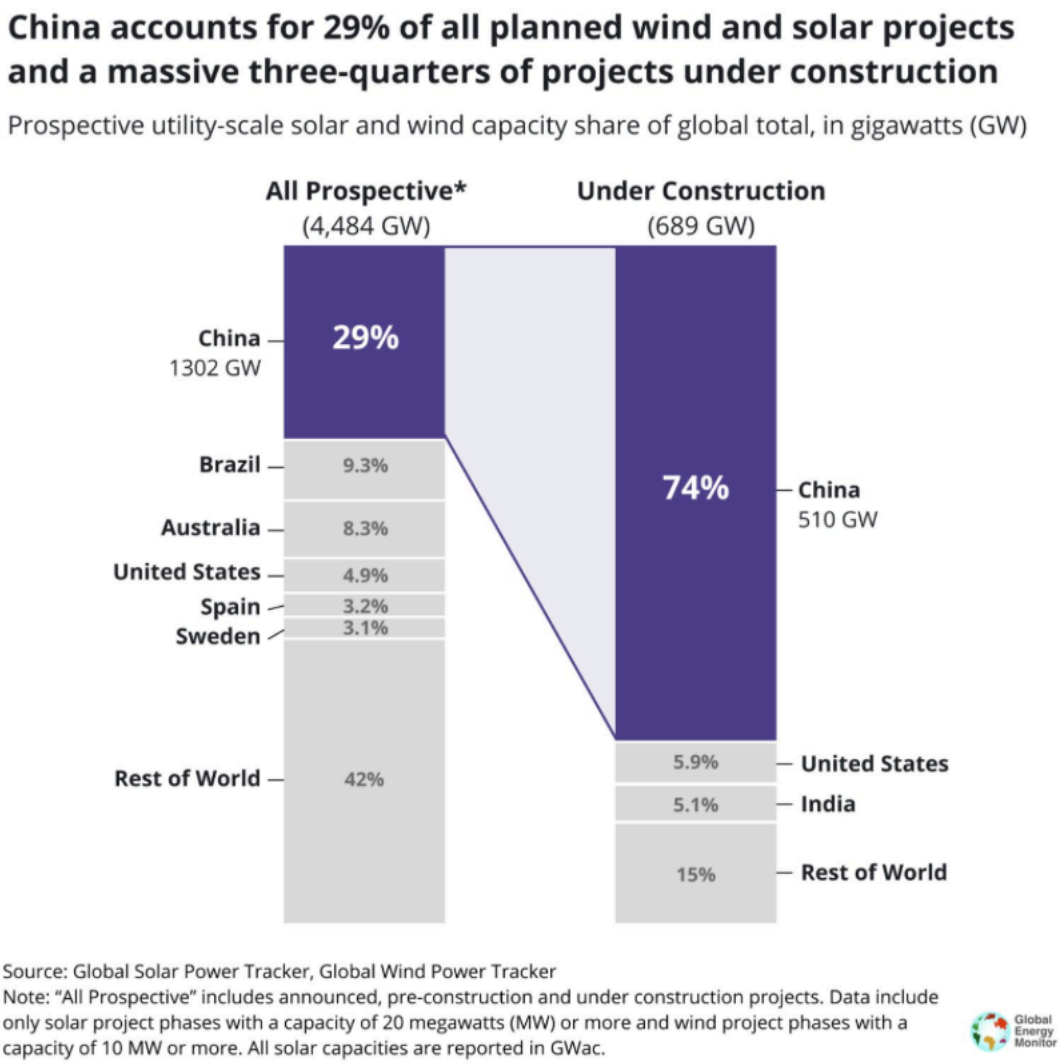
• Le 7 juillet, Jostein Hauge nous apprend que « la Chine représente désormais au moins les deux tiers de la part du marché mondial dans toutes les grandes catégories de technologies d'énergie propre » :



Le 10 juillet, le même auteur poursuit :
« C'est stupéfiant. Entre 2001 et 2024, la part de la Chine dans les nouvelles capacités mondiales d'énergie éolienne et solaire est passée de 0,6 % à 63,3 %. Le niveau d'investissement de la Chine dans les énergies propres est tout simplement exceptionnel » :



Le 9 juillet, Assaad Razzouk avait lui aussi écrit dans le même sens : « La Chine construit actuellement 74 % de ses installations solaires et éoliennes actuelles et atteindra une surabondance énergétique d'ici environ 5 ans.
La Chine a été une superpuissance pendant 1 600 des 2 200 dernières années. Atteindre la surabondance énergétique en premier, c'est devancer toutes les autres superpuissances :



La Chine est également numéro un en matière de nouvelles capacités de production de charbon. En 2024, la Chine a atteint son plus haut niveau en 10 ans en matière de construction de nouvelles centrales à charbon. La province la plus performante en matière de nouvelles capacités de production de charbon ? Le Xinjiang. Il s'agit également du premier pôle mondial de production d'énergie solaire ».

Et tout début août, on apprend (https://reseauinternational.net/la-batterie-nucleaire-miniaturisee-qui-promet-100-ans-dautonomie/) que « la Chine secoue la planète techno avec l'annonce d'une batterie nucléaire révolutionnaire de la taille d'une pièce, conçue pour fonctionner jusqu'à 100 ans sans recharge, sans entretien. Ici, plus question de science-fiction : c'est du brut, du palpable, du disruptif. Pendant que les géants occidentaux rivalisent pour grappiller des minutes d'autonomie, un laboratoire chinois explose les codes et relance la bataille mondiale du stockage d'énergie.

D) L'analyse et la proposition séduisante de Yanis Varoufakis, et celles de Steve Keen, comme en réponse

https://www.yanisvaroufakis.eu/2025/06/08/a-chinese-new-bretton-woods-quancha-op-ed/
Le 8 juin.

« Donald Trump a rendu impossible à toute personne sensée de s'illusionner sur la poursuite du commerce mondial. Nous devrions tous nous en réjouir, même si nous sommes furieux du comportement, des décisions et des discours choquants de Trump.

L'économie mondiale sera soit rééquilibrée, soit s'effondrera d'une manière qui pourrait faire passer la crise de 2008 pour une simple promenade de santé. La seule question qui mérite donc d'être posée est : qui peut faire quoi pour contribuer à corriger les déséquilibres qui nuisent à la majorité mondiale (les pays

en développement) et qui font planer le spectre du fascisme sur la minorité mondiale (les économies occidentales) ?
Nous savons qui est impuissant à intervenir et à contribuer au rééquilibrage mondial : l'Union européenne. La raison pour laquelle l'UE s'est exclue doit être recherchée dans l'architecture originelle de sa monnaie commune (l'euro) et, plus tard, dans son refus obstiné de profiter de la crise tumultueuse de l'euro pour fédéraliser comme il se doit les décisions budgétaires et d'investissement. En conséquence, l'UE est désormais entrée dans une stagnation économique séculaire et durable, ainsi que dans une fragmentation politique.
Nous savons également qui refuse de contribuer au rééquilibrage du monde : les États-Unis. Alors que le secrétaire américain au Trésor, Scott Bessent, vante les mérites du rééquilibrage des échanges commerciaux et des flux de capitaux, l'administration Trump, pour laquelle il œuvre, ne s'intéresse qu'aux objectifs contradictoires suivants : d'une part, sous-évaluer le dollar et, d'autre part, attirer des quantités encore plus importantes de capitaux aux États-Unis – une contradiction qui ne peut être résolue que par une coercition massive que les États-Unis n'ont ni le pouvoir ni la discipline de mettre en œuvre.
Qui reste ? La réponse est : la Chine. Dès avril 2009, lors du G20 à Londres, dont l'objectif était de coordonner les politiques monétaires mondiales afin d'empêcher l'aggravation et la propagation de l'effondrement financier de l'Atlantique Nord, la délégation chinoise avait salué l'idée de revisiter la conférence de Bretton Woods de 1944 et de relancer la proposition de John Maynard Keynes (connue sous le nom d'Union internationale de compensation, UIC). Hélas, de la même manière que les États-Unis avaient rejeté la proposition de Keynes en 1944, ils ont snobé la suggestion de Pékin en 2009. Le reste n'est que la triste histoire des seize dernières années : un monde dont les déséquilibres se sont creusés et échappent désormais à tout contrôle.
Étant donné que l'UE ne peut pas et que les États-Unis ne veulent pas contribuer à endiguer ces déséquilibres paralysants, que pourrait faire la Chine ? Ma réponse est : établir un nouveau Bretton Woods sans les États-Unis ni l'UE, en commençant par les BRICS+, puis en admettant d'autres pays une fois les avantages de ce nouveau système évidents. Pour éviter tout malentendu, ma proposition ici ne vise pas à ce que la Chine devienne une puissance hégémonique mondiale alternative en ressuscitant le système de Bretton Woods actuel (tel qu'il fonctionnait dans les années 1950 et 1960). Non, ma proposition est que la Chine construise un système véritablement multilatéral, en étroite collaboration avec ses partenaires BRICS+ – un nouveau Bretton Woods reflétant la proposition de Keynes de 1944, la même proposition que l'équipe du président Roosevelt a rejetée afin d'établir l'hégémonie américaine.
Avant d'expliquer le fonctionnement potentiel de ce nouveau Bretton Woods, permettez-moi d'aborder certaines des objections qui seront probablement soulevées, notamment en Occident. Nombreux sont ceux qui affirmeront que la Chine ne peut être l'épine dorsale d'un système commercial international, car elle impose des contrôles de capitaux. Oublient-ils que Bretton Woods (le système actuel comme la proposition d'UCI de Keynes) a été fondé, à juste titre, sur le contrôle des capitaux ? D'autres protesteront que pour être au cœur d'un vaste système commercial et monétaire international, un pays doit afficher un déficit commercial afin que les autres puissent dégager un excédent commercial avec lui. Oublient-ils que l'objectif initial de Bretton Woods était de maintenir les excédents commerciaux des États-Unis ? De toute évidence, ces objections reflètent davantage les préjugés des opposants qu'une analyse économique sérieuse.
J'en viens maintenant à la manière dont ce nouveau Bretton Woods pourrait fonctionner en tant que véritable système multilatéral fondé sur la non-hégémonie et l'avantage mutuel. Pour contrer la tendance du système commercial régi par le marché à générer des déséquilibres croissants, Keynes préconisait le remplacement de tout système où" … le processus d'ajustement est obligatoire pour le débiteur et volontaire pour le créancier"[1] par un système où la force de l'ajustement pèse symétriquement sur les débiteurs et les créanciers. Voici à quoi pourrait ressembler un tel système.
Les pays participants conservent leurs propres monnaies et banques centrales. Tous les échanges commerciaux et les flux de capitaux entre les pays sont libellés dans une unité de compte numérique commune ; appelons-la le kosmos. La banque centrale de chaque pays conserve un compte de réserve, en kosmos, auprès d'une institution commune (par exemple, la Nouvelle Banque de Développement existante) qui émet le kosmos sur la base d'un registre numérique transparent et distribué et d'un algorithme qui ajuste l'offre totale du kosmos selon des modalités convenues au préalable en fonction du

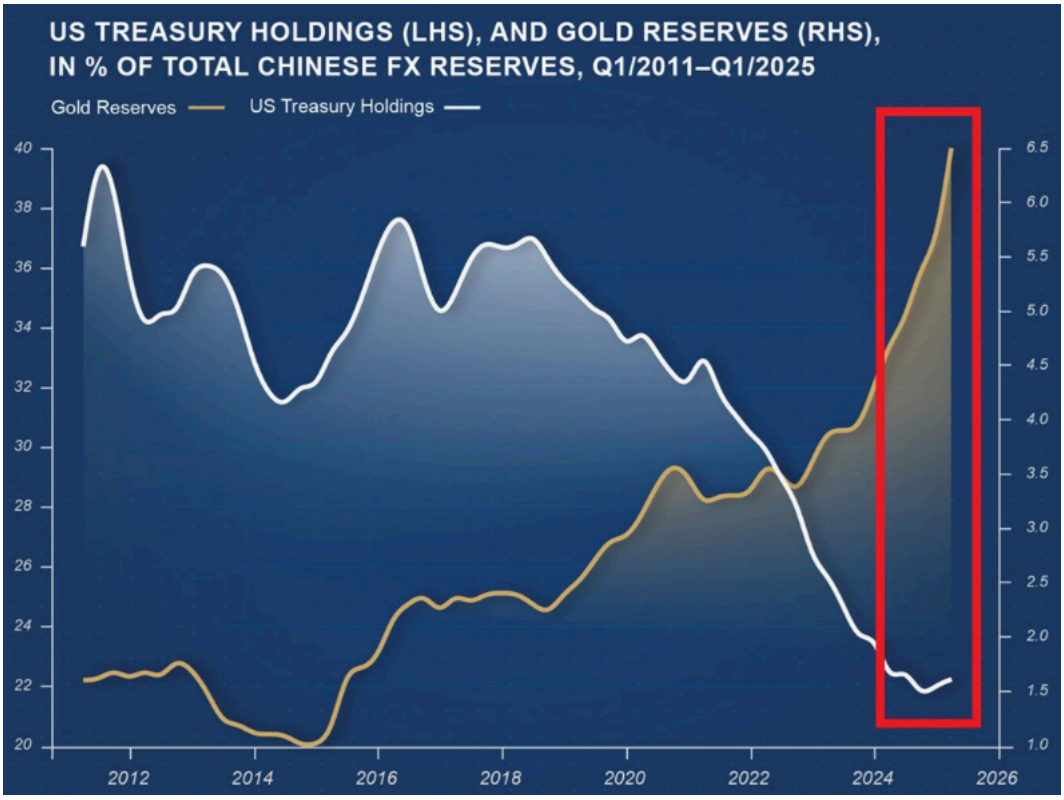
volume des échanges mondiaux, tout en prévoyant une composante contracyclique automatique qui stimule l'offre mondiale du kosmos en période de ralentissement général.
Les marchés des changes fonctionneraient comme aujourd'hui et le taux de change entre le kosmos et les différentes devises varierait de la même manière que les droits de tirage spéciaux du FMI, à savoir le dollar, l'euro, le yen, etc. La différence, bien sûr, résiderait dans le fait que, dans le cadre du nouveau Bretton Woods, tous les paiements entre les pays participants transiteraient par le compte kosmos de leur banque centrale.
Jusqu'à présent, rien n'a été proposé pour atténuer la tendance sous-jacente à l'accumulation de déséquilibres au sein du système (importants déficits et excédents commerciaux). Cependant, ce nouveau cadre institutionnel permet deux interventions clés qui non seulement limiteront les déséquilibres, mais libéreront également un potentiel considérable de développement mutuel. J'appelle ces deux interventions le Prélèvement et la Taxe. Voici en quoi elles consistent et comment elles fonctionnent.

- Le Prélèvement : Un prélèvement sur le déséquilibre commercial sera prélevé chaque année sur le compte kosmos de chaque banque centrale, proportionnellement à son déficit ou excédent courant, et versé à un Fonds commun de développement (FCD) détenu auprès de l'institution multilatérale émettrice du Kosmos.
- La Charge : Les institutions financières privées verseront une commission de surtaxe au même fonds commun, le FCD, proportionnellement à toute augmentation des flux de capitaux sortant d'un pays, rappelant la hausse des prix de congestion que des entreprises comme Uber facture à ses clients aux heures de pointe.

La raison d'être du Prélèvement est d'inciter les gouvernements des pays excédentaires à stimuler leurs dépenses et leurs investissements intérieurs tout en réduisant systématiquement le pouvoir d'achat international des pays déficitaires. Les marchés des changes en tiendront compte, ajustant plus rapidement les taux de change en réponse aux déséquilibres courants et annulant une grande partie des flux de capitaux qui alimentent aujourd'hui des échanges commerciaux chroniquement déséquilibrés. Quant à la Charge, elle pénalisera automatiquement les entrées ou sorties de capitaux spéculatifs, sans pour autant conférer un pouvoir discrétionnaire aux bureaucrates ni nécessiter de contrôles de capitaux rigides.
Grâce à ce nouveau fonds commun de Bretton Woods, le CDF, les pays participants auront acquis, sans aucun capital souscrit, un Fonds souverain mondial supplémentaire (qui s'ajoute aux fonds existants de la Nouvelle Banque de développement) qui atteint deux objectifs simultanément : équilibrer le commerce mondial et générer de nouveaux financements pour la transition verte juste à l'échelle planétaire.
Est-ce faisable ? Absolument. La Chine dispose de la technologie, notamment d'une expertise dans les systèmes de paiement numérique hautement sophistiqués. Le reste du monde a un besoin urgent d'un système commercial générateur de stabilité et d'avantages mutuels, plutôt que de déséquilibres et d'exploitation. Nous disposons également d'une expérience institutionnelle des systèmes de compensation internationaux.[2] Ce qui manque au monde, c'est le processus politique capable de réunir tous ces éléments.
Ne serait-ce pas une délicieuse ironie si la thérapie de choc de Donald Trump, dont il prétend qu'elle vise à rééquilibrer l'économie mondiale, avait contribué à motiver la Chine à relever le défi de la coordination avec les pays du monde entier, et pas seulement les BRICS, pour construire le système multilatéral que Keynes avait envisagé en 1944, mais qui a été rejeté, permettant ainsi aux États-Unis de dominer le monde pendant huit décennies supplémentaires ?
NOTES
[1] Voir J.M. Keynes : Activités 1940-44 : Façonner le monde d'après-guerre, 8 août 1941, p.28, « The Clearing Union », Cambridge University Press, 1980
[2] Par exemple, le compte Target2 de la Banque centrale européenne, qui taxe les déficits de la balance des paiements de la zone euro ».

Notes :
• Pour que le yuan devienne monnaie internationale, encore faudrait-il que la Chine accepte de laisser flotter son cours, ce qui est encore pour l'instant une ligne rouge.
• La guerre commerciale ouverte par le Président Trump a plusieurs objectifs (voir plus haut les raisons de cette guerre) et l'un de ces objectifs est la dépréciation du dollar, dans l'espoir qu'elle permette un

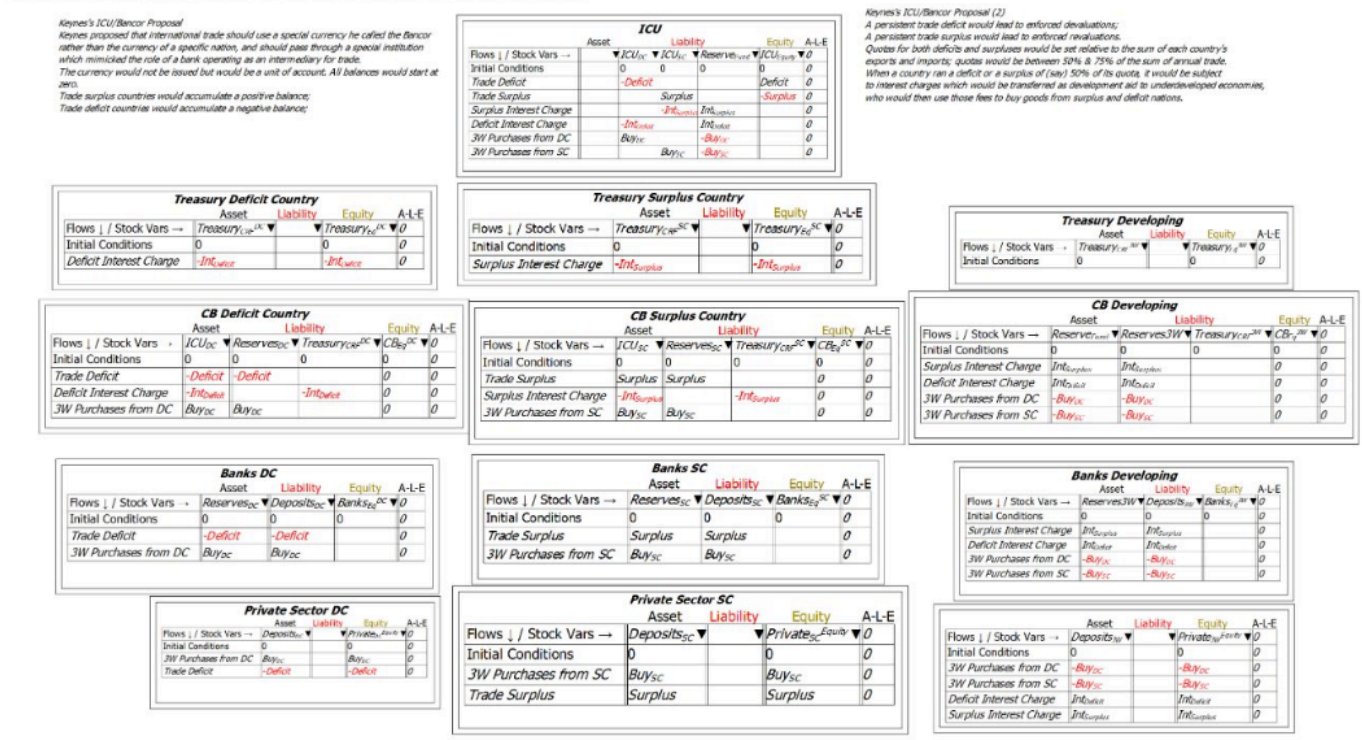
certain rétablissement de l'équilibre extérieur. En même temps, cela crée pour la Chine (et pour la zone euro aussi) une fenêtre pour accentuer l'internationalisation du yuan que la Chine a commencé à envisager sérieusement après la crise financière de 2007-2008.
Lors d'un forum qui s'est tenu à Shanghaï l'avant-dernière semaine de juin, le Gouverneur de la Banque centrale chinoise, Pan Gongheng, a considéré qu'avec l'aggravation des problèmes que connaît le système de paiement transfrontaliers, « nous ne pouvons plus dépendre d'une seule monnaie. À l'avenir, le système financier international devrait continuer à se transformer en un système dans lequel plusieurs monnaies souveraines coexistent, se font concurrence et s'équilibrent les unes les autres ». Comme la Chine est à la fois le 1er exportateur mondial et la 2ème économie mondiale mais que seulement 4,2% des paiements internationaux, 5,35% des échanges commerciaux et 5% du commerce de changes sont réalisés en Yuan, cela oblige la Chine et ses exportateurs à détenir des réserves étrangères, ce qui les expose au risque de change, surtout en période tensions géopolitiques. Et Pan Gongheng n'a pas tort de penser que « quand des conflits géopolitiques, ou des guerres éclatent au nom d'intérêts nationaux, la monnaie internationale de référence peut être facilement instrumentalisée et devenir une arme ». Si davantage de transactions étaient réalisées en yuans, la Chine pourrait réduire ses énormes réserves de changes, les premières au monde avec environ 3.300 milliards de dollars (en mai 2025). Pékin se protégerait ainsi de toute baisse du dollar et donc de valeur des bons du Trésors américains détenus par la Chine. Au niveau des entreprises, la possibilité de facturer plus facilement en yuan ogrirait aussi un bol d'air aux exportateurs chinois, touchés par des droits de douane américains de 55 %. Ce « risque Trump » est pris très au sérieux par la Banque centrale de Chine qui, par précaution, a déjà commencé à diversifier ses actifs. Depuis sept mois, l'institution a recommencé à racheter de l'or. « L'arme atomique consisterait pour les Etats-Unis à couper la Chine de SWIFT ou à confisquer ses bons du Trésor. C'est ce qu'on a fait aux Russes. Du point de vue chinois, c'est une vulnérabilité majeure », dit un banquier européen présent en Chine. (Voir l'article de Raphaël Balenieri dans Les Echos du 21 juin 2025).
Note : on apprend mi-juillet que les Banques centrales de Chine et d'Egypte ont décidé d'abandonner le système SWIFT et de passer aux échanges en monnaies locales et à l'utilisation du système chinois de paiement interbancaire transfrontalier (CPIS), et que Moscou accélère la « dédollarisation » en renforçant le rôle du rouble. Par ailleurs, la Russie s'apprêterait à lancer sa propre plateforme de négociation d'or, totalement indépendante de la Bourse de Londres et de la LBMA, séparant ainsi le prix de son or du cartel financier occidental. C'est une attaque directe au cœur de l'ordre financier mondial, centré sur la City de Londres dpeuis des siècles
• Le 25 juin, « Global Markets Investor » constate et s'interroge : « La Chine diversifie ses réserves de change par rapport au dollar américain.
Les réserves d'or chinoises sont passées de 1,0 % à 6,5 % des réserves depuis 2015, tandis que celles en bons du Trésor américain ont diminué de moitié, passant de 44 % à 22 %.
Allons-nous vers l'émergence de plusieurs monnaies de réserve adossées à l'or ?
Le système basé sur la dette est-il proche de sa fin ? ».



Le 5 juillet, les ministres des finances des BRICS se retrouvent à Rio de Janeiro : ils appellent à une réforme du FMI incluant une nouvelle répartition des droits de vote et la fin de la tradition de gestion européenne. C'est la 1ère fois que les BRICS aboutissent à une position commune concernant les réformes proposées.

Remarque importante : au même moment, sur X, l'économiste australien **Steve Keen** tient un raisonnement très proche de celui de Varoufakis, mais à propos du dollar.
« La Grande-Bretagne a vécu exactement le même cauchemar [que les États-Unis d'aujourd'hui] avant la Seconde Guerre mondiale avec la livre sterling. Même surévaluation, même désindustrialisation et même déclin, passant d'un empire mondial à une nation en difficulté ; l'histoire se répète avec l'Amérique. En 1943, Keynes proposa la solution idéale : une monnaie mondiale neutre, le "bancor", par l'intermédiaire d'une Union internationale de compensation. Aucun pays ne contrôlerait à lui seul le commerce mondial. Keynes prélèverait des intérêts sur les excédents comme sur les déficits commerciaux. Les pays accusant d'importants déséquilibres paieraient des pénalités, forçant ainsi un équilibre naturel sans guerres tarifaires destructrices. Le négociateur américain Harry Dexter White a mis fin au plan de Keynes à Bretton Woods, car l'Amérique enregistrait alors des excédents. Une vision à court terme qui s'est retournée contre elle de façon spectaculaire. L'ironie du sort ? L'Amérique est passée d'un excédent à un déficit, exactement comme ce système défaillant l'avait prédit. White a créé l'arme qui allait finalement détruire l'industrie américaine.
Trump pourrait ressusciter l'idée du bancor de Keynes et résoudre définitivement la guerre commerciale. Imaginez un commerce mondial sans armement du dollar ni manipulation monétaire. Vous devez comprendre comment cette erreur économique vieille de 80 ans contrôle encore aujourd'hui votre salaire en découvrant les forces cachées qui détruisent la prospérité de la classe moyenne ».
Un peu moins de 1 mois après, le 5 juillet, le Professeur Steve Keen consacre (sur X) un bel article sur le Bancor :
« Je viens d'accomplir ce qu'aucun économiste n'avait accompli en 80 ans. Pour la première fois, j'ai créé le modèle comptable complet de la proposition révolutionnaire de Keynes, le "Bancor", le système monétaire international qui aurait pu éviter des décennies de crises financières.

La plupart des économistes pensent encore que l'argent n'est qu'un simple “troc sophistiqué“ entre deux parties. Cette pensée primitive domine tous les manuels d'économie du monde entier. Mais voici la réalité qu'ils oublient : chaque transaction implique TROIS parties, et non deux.
C'est ce que l'économiste italien Augusto Graziani appelait « l'approche triangulaire » de la monnaie.
Chaque achat implique un acheteur, un vendeur et une banque. La banque est le troisième agent crucial qui permet le transfert.
Keynes l'avait compris il y a 80 ans lorsqu'il proposa le Bancor pour le commerce international.
Son système élégant aurait utilisé les monnaies nationales en interne, les réserves bancaires entre les institutions et le Bancor pour les transactions internationales. Au lieu de cela, nous avons eu la vision impériale de Harry Dexter White, où le dollar américain remplit des fonctions à la fois nationales et internationales. Ce système déformé nous a donné 80 ans de guerres monétaires, de déséquilibres commerciaux et de crises financières récurrentes.
Mon nouveau modèle comptable révèle exactement comment Bancor aurait fonctionné : les pays en déficit persistant atteindraient leurs limites et dévalueraient. Les pays excédentaires verseraient des intérêts aux pays en développement. Nous avons perdu un système conçu pour minimiser les déséquilibres et encourager la croissance mondiale. Nous avons gagné un système truqué qui avantage une nation au détriment de toutes les autres.
L'intérêt de la comptabilité en partie double pour la modélisation économique réside dans l'interdiction des erreurs logiques.
La plupart des modèles économiques ignorent les banques, la dette et l'argent lui-même, comme s'ils étudiaient le vol en faisant comme si les ailes n'existaient pas. Ce n'est pas que la modélisation de Bancor ait été difficile. C'est simplement qu'aucun système n'existait pour faciliter le suivi de la comptabilité en partie double, jusqu'à ce que j'invente Ravel.



Documents de Keynes sur l'ICU et Bancor :
Propositions pour une Union monétaire internationale (deuxième projet, 18 novembre 1941) https://la.utexas.edu/users/hcleaver/368/368keynesoncutable.pdf
Propositions pour une Union internationale de compensation (avril 1943)
https://jstor.org/stable/j.ctvk8vz01
Discours de Lord Keynes sur le débat concernant le Fonds monétaire international : Chambre des Lords, 23 mai 1944 ».

Note : Sur la situation mondiale actuelle, le professeur Keen a accordé début juillet un entretien fort intéressant sur indiagloballeft (YouTube) : https://www.youtube.com/watch?v=Lf0JXqDL2uQ

E) *Où en sont les relations entre les États-Unis et la Chine en ce mois de juillet ?*

• Rappel préalable d'un document de février 2025 : « The Legitimacy Barrier. How American reluctance to accept China's political system shapes the relationship"

du charismatique Kaiser Y Kuo ; https://www.sinicapodcast.com/p/the-legitimacy-barrier.
En voici en quelque sorte la conclusion :
« La barrière de légitimité entre les États-Unis et la Chine ne présente pas de solution simple. Je ne pense pas que cet essai puisse convaincre quiconque, convaincu de l'idée que la démocratie électorale est le seul fondement de la légitimité, de reconsidérer sa position, même s'il a lu jusqu'ici. Chez beaucoup, les succès de la Chine galvaniseront sans aucun doute les engagements idéologiques en faveur de la démocratie procédurale.
J'aimerais voir les Américains s'ouvrir à la possibilité que d'autres formes de démocratie puissent jouir d'une légitimité sans pour autant s'en prendre à la démocratie nationale, la dénigrer ou devenir trop cyniques, fatalistes ou défaitistes. En attendant, il me semble clair que les dirigeants chinois, et même la plupart de ses citoyens ordinaires, se montreront peu intéressés par l'adoption de procédures démocratiques à l'occidentale, convaincus qu'ils sont que leur système actuel est mieux adapté à la situation et aux besoins de développement de la Chine, et qu'ils verront l'incendie criminel américain se consumer.
Il serait néanmoins souhaitable que davantage d'Américains et de Chinois commencent à évaluer les politiques et actions spécifiques selon leurs mérites plutôt qu'à travers des cadres idéologiques prédéterminés, et reconnaissent l'évidence : les deux systèmes sont confrontés à de sérieux défis et pourraient tirer profit de leurs expériences respectives.
Alors que la montée en puissance de la Chine et la crise politique intérieure américaine se poursuivent, la barrière de légitimité entre les deux nations se transformera en une crise philosophique et idéologique pour l'Amérique elle-même.
Trois voies possibles s'offrent à nous.
Nous pourrions assister à un durcissement de l'universalisme, les États-Unis redoublant d'efforts pour opposer démocratie et autocratie, tandis que la concurrence avec la Chine se fait plus dure, intensifiant la confrontation idéologique avec la Chine. Ce serait, pour reprendre le terme de science politique, désastreux.
Nous pourrions plutôt assister à une fragmentation de la mentalité américaine – une Amérique divisée, avec un camp s'accrochant à l'universalisme et un autre rejetant de nombreuses facettes de l'exceptionnalisme américain, adoptant des aspects de modèles de gouvernance pragmatiques, chinois ou autres. Il est intéressant de noter que, d'après ce que je comprends, ce clivage n'aurait que peu à voir avec l'esprit partisan ; il pourrait se dessiner selon des lignes générationnelles ou entre les populistes (de gauche comme de droite) et les Américains plus établis et "élitistes", entre ceux qui se considèrent comme "gagnants" et les "perdants". La fragmentation ou la division serait sans doute une meilleure option, mais loin d'être idéale.
Enfin, ce que je considère personnellement comme une issue optimale serait l'essor du pluralisme mondial, où les Américains accepteraient que les différentes sociétés aient des modèles de légitimité différents, reconnaîtraient que la démocratie procédurale est parfaitement adaptée – et même la seule – à la culture politique américaine, et s'efforceraient de la préserver et de la protéger tout en adoptant une approche plus pragmatique et pluraliste des priorités dans leurs relations avec la Chine et les autres pays.
La question pour l'Amérique est simple : peut-elle accepter de ne pas être le seul arbitre de la légitimité politique ? Si l'Amérique refuse de reconnaître la légitimité de la Chine, comment cette histoire se terminera-t-elle ? Washington croit-il que nier la légitimité de la Chine entraînera son effondrement ? Ou est-il prêt à accepter que l'engagement doit partir de la réalité de modèles politiques pluriels ? Beaucoup dépend des réponses à ces questions ».

• L’analyse de Michael Pettis

« Selon Bloomberg, la part de la Chine dans les importations américaines est tombée à 7,1 % en mai, soit le niveau le plus bas depuis 2001, et moins de la moitié des 14,8 % de septembre 2024.
Mais si cela peut sembler être un progrès sur le plan commercial, en réalité, ce n'est pas le cas.
Le problème commercial des États-Unis n'est pas tant un problème chinois qu'un problème lié au rôle des États-Unis dans la gestion des déséquilibres mondiaux. Ils y parviennent autant par leur compte de capital que par leur compte commercial. Ce qui compte, c'est le déséquilibre global, et non le déséquilibre bilatéral.
Confondre les deux revient à oublier que, même si le déficit américain avec la Chine se réduit, le déficit global américain continue d'augmenter. Et qui plus est, l'excédent global chinois continue également d'augmenter. Ce n'est pas une simple coïncidence.
Pékin a enfermé l'économie chinoise dans un modèle de croissance qui exige des excédents commerciaux croissants, or ces excédents ne peuvent croître que si les déficits commerciaux du reste du monde s'accroissent. En pratique, cela nécessite un déficit commercial américain croissant.
C'est pourquoi les deux sont liés, que les déséquilibres bilatéraux augmentent ou non. Étant donné que les échanges commerciaux se compensent de manière systémique, et non bilatérale, la hausse des déficits américains continue de compenser la hausse des excédents chinois, même si les déséquilibres bilatéraux entre les deux pays se réduisent. Et ce n'est pas seulement dû aux transbordements. Les pays en développement, par exemple, ne peuvent pas accumuler de déficits croissants, car ils doivent les financer. Or, s'ils parviennent à dégager des excédents croissants avec les États-Unis, ceux-ci peuvent financer efficacement leurs déficits croissants avec la Chine. En outre, les économies avancées ne veulent pas voir leur secteur manufacturier miné par le commerce mondial, mais si elles peuvent exporter davantage de leur production vers les États-Unis, cela réduit la difficulté pour leurs fabricants d’absorber davantage d’exportations manufacturières chinoises.
Le point important à reconnaître est que malgré tout l’enthousiasme suscité par les tarifs douaniers de Trump, jusqu’à présent les déséquilibres mondiaux s’aggravent au lieu de s’améliorer, et le rôle des États-Unis dans la gestion de ces déséquilibres a probablement augmenté plutôt que diminué.
C'est pourquoi j'explique aux décideurs politiques européens et asiatiques que, malgré toutes les hésitations, nous n'avons pas encore constaté de réelle perturbation du commerce mondial. Cela n'arrivera que lorsque Washington trouvera comment réduire le rôle des États-Unis dans la gestion des déséquilibres mondiaux. C’est parce que si les États-Unis parviennent un jour à réduire leur déficit commercial, soit les économies excédentaires seront obligées de réduire leurs excédents (principalement en réduisant la production et les emplois), soit une autre région (probablement l’UE) sera obligée de devenir le consommateur mondial de dernier recours ».

• L’analyse de William Huo

« La Chine a cessé d'acheter de la dette américaine. Le système du dollar est en train de se fissurer. Il ne s'agit pas seulement d'un changement économique. C'est la fin de l'ancien ordre mondial. Voici ce qui nous attend.
La Chine affiche un excédent commercial. Elle avait l'habitude de placer les recettes sous forme de dette américaine. Cette époque est révolue. Pékin en a assez d'acheter des reconnaissances de dette à un empire en déclin. Il est temps de bâtir ses propres empires.
Premier arrêt : les actifs réels. La Chine stocke du cuivre, du lithium, du cobalt, du pétrole et du soja. Leur rendement n’atteint pas 3 %. Mais ils ne peuvent être gelés, dévalués ou sanctionnés. Ils stockent de l’énergie, pas des promesses.
Deuxième étape : la diplomatie des infrastructures. La Ceinture et la Route ne sont pas une œuvre de charité. La Chine échange des ponts, des ports et des lignes électriques contre un accès aux matières premières et un pouvoir politique. Le FMI donne des leçons. La Chine offre des routes.
Troisième stratégie : la propriété mondiale. Pourquoi acheter des bons du Trésor quand on peut posséder la mine ? Les capitaux chinois affluent vers les ports, l’énergie, le rail, les technologies et les terres agricoles, de l’Argentine au Kazakhstan.

Quatrième angle : les échanges de devises. La Chine favorise les échanges en RMB avec la Russie, l'Iran, le Pakistan et le Brésil. Elle n'a pas besoin de domination mondiale. Il lui suffit d'une confiance bilatérale suffisante pour tuer le dollar dans les corridors clés.
Cinquième mesure : l'investissement interne. Cet excédent n'est pas gaspillé. Il sert à la fabrication de puces électroniques, de trains, d'énergie verte et de chaînes d'approvisionnement pour véhicules électriques. La Chine n'a pas besoin de rendement financier. Elle a besoin de rendements stratégiques.
La Chine sait que la dette américaine est un jeu truqué. Ce n'est pas du rendement. C'est un tribut. Vous nous prêtez votre surplus. Nous imprimons du papier. Nous sanctionnons quand bon nous semble. Pékin en a assez.
Au lieu d'acheter des obligations, la Chine gagne du temps. Du temps pour restructurer les flux commerciaux. Du temps pour accroître sa base de consommateurs. Du temps pour sécuriser ses ressources. Du temps pour construire un monde où la domination du dollar est facultative.
Il ne s'agit pas d'un problème financier pour la Chine. Il s'agit d'un changement d'identité. De prêteur passif à acteur actif du système mondial, l'excédent est une épée. Pas un compte d'épargne.
Pendant ce temps, les États-Unis ont toujours besoin de quelqu'un pour racheter la dette. Des milliers de milliards de plus chaque année. Mais la masse des investisseurs s'amenuise. Le Japon vieillit. L'Europe est ruinée. La Chine ne reviendra pas.
Les taux augmentent. L'inflation revient. La Fed imprime des billets. Le marché obligataire s'affaisse. Et personne ne veut admettre que la fête est finie. Pourtant, elle l'est. La Chine n'est que la première à quitter le casino.
Le nouveau jeu est celui du contrôle des ressources. De la domination des infrastructures. De la souveraineté technologique. Pas du rendement des feuilles de calcul. Et la Chine ne joue pas pour gagner l'ancien jeu. Elle est là pour l'enterrer ».

• L'analyse de Brad Setser

(Principaux éléments de l'entretien sur YouTube : https://www.youtube.com/watch?v=7yszOqqtgUs)
Pour Brad Setser (BS), le « choc chinois » ne date pas d'aujourd'hui, mais d'avant même la grande crise financière des années 2007-2008. À cette époque-là, aux États-Unis, les responsables et les entreprises voyaient la Chine de manière plutôt positive sur le plan commercial et des approvisionnements et comme une source d'amérioration de leurs profits et il était important que la Chine reste ancrée sur le dollar ; la quesiton était essentielelent de type monétaire, sur le taux de change, la monnaie chinoise étant à ce momnet-là très sous-évaluée ; d'où une progression des exportations chinoises trois fois supérieure à celle du commerce mondial. L'excédent du compte courant est passé de 2 % du PIB à 4,68% et finalement à plus de 10%. Après la crise financière, la Chine faisait toujours de la résistance pour que sa monnaie ne s'apprécie pas. Lorsque les États-Unis sont sortis de la récession, et avec la crise du Covid, la situation a évolué, mais, aujourd'hui, la Chine maintient sa monnaie à un bas niveau ; d'ailleurs, c'est le meilleur moyen d'assurer l'équilibre des flux commerciaux. [À partir de là, BS réexplique l'importance des variations du taux de change pour l'équilibre extérieur]. Il montre aussi que maintanir sa monnaie avec un bas taux de change était assez facile pour la Chine : comme l'excédent commercial générait beaucoup de devises étrangères, à l'époque, les exportateurs cherchaient surtout à échanger ces devises contre la monnaie chinoise, d'où l'augmentation de la demande de monnaie chinoise, ce qui aurait dû provoquer son appréciation. Mais, pour l'empêcher, la Banque centrale est intervenue en achetant des dollars. Seulement, au fil du temps, la Banque centrale a moins agi et certainement de moins en moins visiblement car elle remet des dollars aux banques commerciales publiques qui sont aux ordres. En tous les cas, encore aujourd'hui, tout est fait pour empêcher la monnaie de monter. La création monétaire par les banques commerciales s'est faite essentiellement au profit des infrastructures et de l'immobilier, et cela était d'autant plus important pour l'activité, que, suite à la crise financière, la Chine avait laissé s'ajuster sa monnaie dont le cours a bien baissé. Ces dépenses dans la construction ont utilisé beaucoup de ressources et relancé l'activité sans avoir besoin des exportations. Comme l'économie des États-Unis et encore davantage celle de l'Europe ont justement du mal à repartir, la Chine apparaît alors comme un marché et une zone à forts débouchés et pas simplement comme un pays d'approvisionnement bon marché. La bulle immobilière - qui a permis l'ajustement extérieur - a éclaté assez vite parce qu'un peu provoquée (le secteur immobilier chinois est en crise depuis 2021). L'économie chinoise s'en trouve

affaiblie et si la croissance reste sur sa moyenne, c'est grâce aux exportations, pas de l'économie domestique. Et c'est cela qui est à l'orgine du second choc chinois. Car, qu'il s'agisse des entreprises chinoises ou des entreprises étrangères en Chine, c'est vers l'extérieur qu'elles doivent se tourner, ce qui conduit à une monnaie chinoise relativement faible. La Banque centrale réduit alors ses taux, ce qui rend l'économie chinoise encore plus compétititive. S'ajoute à cela un autre facteur positif : les politiques industrielles menées commencent à produire leurs effets ; en particulier le développement de sa propre propriété intellectuelle, « indigène ». Cela réussit d'autant plus que chaque région, chaque localité, défend son champion local, avec des pressions exercées sur les banques caommerciales d'État pour obtenir les prêts nécessaires. Ainsi la Chine devient compétitive dans la production et l'exportation de toute une gamme de nouvelles technologies ; elle rattrape son retard dans beaucoup de ces technologies et devient dominante dans les terres rares et les aimants permanents qui sont très importants notamment pour les éoliennes. Et des directives sont données aux banques pour qu'elles développent leurs prêts à destination de l'industrie manufacturière pour qu'elle investisse. La Chine devient pour ces biens de haut de gamme un concurrent sérieux pour les États-Unis et pour l'Europe, et à des coûts plus faibles. Au début des années 2000, la Chine faisait essentiellement de l'assemblage final (vêtements, meubles, …) et maintenant elle est le leader dans des secteurs comme ceux des batteries et des robots industriels. Il semble que la production chinoise ne répond pas aux lois normales de l'offre et de la demande, par la nécessité pour les entreprises de faire des bénéfices. Il y a en Chine une possibilité crédible, compte tenu de la taille du pays, compte tenu de sa concentration dans le secteur manufacturier, qu'elle puisse en quelque sorte anéantir la production d'un secteur entier en dehors de la Chine. La question est de savoir si on veut que cela se produise dans beaucoup de secteurs. En effet, l'offre chinoise crée un ensemble de vulnérabilités stratégiques et c'est un important changement de ces dix dernières années.

On dit souvent que la demande intérieure, relativement, n'est pas très importante en Chine, mais en réalité on a cette impression parce que la consommation a progressé moins vite que la production, en en réalité elle a progressé plus vite que partout ailleurs : il existe un marché de consommation en pleine expansion mais il progresse un peu moins vite que les capacités de production. L'État chinois ne freine pas la consommation intérieure ; tout simplement, elle ne la soutient pas. Il faut savoir que la Chine n'importe pas des biens fabriqués mais des produits de base (pétrole, fer, cuivre…) et qu'elle importe des biens manufacturiers à un rythme inférieur à la croissance de son économie globale. En % du PIB, les importations diminuent et les règlements en dollars aussi, ils sont stables par rapport à ce qu'il y avait en 2017 ou 2018, ce qui est étrange puisque les exportations ont augmenté de plus d'un billion de dollars. Un souci important de la Chine est d'avoir sur son sol des chaînes d'approvisionnement complètes, fabriquées sur place. Elle veut être souveraine en matière industrielle et technologique, elle se rapproche de la frontière technolgique et élargit sa production dans de nouveaux secteurs pour elle, et il faut reconnaître que l'économie dirigée par l'État a eu un certain succès. Les Chinois épargnent beaucoup (qu'ils soient riches ou pauvres, surtout qu'il n'y a pas vraiment de redistribution et peu de fiscalité sur le revenu [BS dresse un rapide panorama des prélèvements obligatoires et du système de protection sociale en Chine, en soulignant les disparités régionales]) et les entreprises réinvestissent leurs bénéfices pour accroître leur capacité de production, laquelle se tourne immanquablement vers l'extérieur puisque la demande intérieure progresse relativement beaucoup plus lentement. Il n'empêche que le système de production chinois atteint des limites, ce qui est déjà le cas dans l'industrie solaire, même si la baisse de son coût en a élargi le marché. Cela entraîne une concurrence interne et interrégionale qui vire au bain de sang. Et, bien sûr, cela se répercute au niveau de l'économie mondiale qui connaît elle aussi une limite quand la Chine a complètement pris le contrôle de la production dans le secteur considéré, avec de nombreuses entreprises exclues du marché par manque de rentabilité. BS s'arrête assez longuement sur le cas de l'automobile ; il note que pour les voitures électriques, l'Europe tout spécialement veut en développer l'utilisation et que la Chine est d'ores et déjà en mesure de répondre à son marché à un prix inférieur à celui des constructeurs européens : il y a donc un problème et ce problème concerne de plus en plus d'autres secteurs. Nos politiques industrielles peuvent-elles être efficaces dans un tel contexte ? En tous les cas, pour certains produits comme les aimants permaments, la question est stratégique vue l'importance de ces produits, notamment dans le domaine militaire, mais il est difficile d'inciter des entreprises sur un marché quand la demande est déjà bien couverte par les producteurs chinois à un prix très concurrentiel : il faut des incitations et des aides (soutien des prix notamment). La question se pose

aussi de savoir s'il ne faudrait pas conclure un accord avec la Chine. La réconciliation pourrait se traduire par une économie mondiale, plus équilibrée dans laquelle la Chine n'a pas besoin d'enregistrer un excédent aussi important et où ses voisins n'enregistrent pas non plus d'excédents. La solution ultime est une économie asiatique plus équilibrée qui ne dépend pas de la demande non asiatique et une économie américaine également plus équilibrée qui ne dépend pas de l'approvisionnement, notamment en produits pharmaceutiques, principlament asiatiques. Le défi d'un accord est que la Chine n'est pas un très bon marché d'importation, alors que les États-Unis sont un très bon marché d'importation : la demande chinoise ne peut pas compenser la demande américiane, et d'un point de vue macroéconomique, si un groupe de pays excédentaires se réunissent et concluent un accord commercial, ils ont toujours un excédent à exporter hors de ce cercle. Et la plus grande source de demande nette ce sont les États-Unis et, bien après, on a le Royaume-Uni et l'Inde ; et ce serait donc eux les partenaires naturels des pays excédentaires. Mais l'Inde ne veut pas devenir davantage dépendante de la Chine, et qui sait pour le R.-U ? Et l'Europe comprend qu'avec le désengagement américain la Chine va lui vendre davantage. De plus, si la Chine a été un choc positif pour l'Allemagne (parce qu'elle pouvait vendre des Mercedès en Chine), c'est maintenant pour elle un choc négatif : plus on vend à la Chine, plus on est vulnérable.
Que ce soit aux États-Unis ou en Europe, le débat sur la Chine a changé entre le début des années 2000 et maintenant : il y a 20 ans, on ne palrait pas de vulnérabilité stratégique et des capacités de production de la Chine dépassant les nôtres dans des secteurs clés et nous ne nous inquiétions pas de la dépendance. Nous étions inquiets d'un taux de change sous-évalué et d'une demande excessive de bons du Tréor par les Chinois et de ce qui pourrait arriver si la Chine retirait son offre du marché des bons du Trésor. Mais nous ne comptions pas sur la Chine pour les aimants permanents. Nous ne dépendions pas des produits chimiques pour les batteries ; les drôles n'existaient même pas et nous n'avions donc aucune inquiétude à tout ce qui les concerne. Nous avons besoin d'une industrie manufacturière, d'une base industrielle diversifiée et plus généralisée où il y a suffisamment de capacité de production interne ; de façon à être moins vulnérables. Aucun pays n'utilisera d'embargo ou de contrôle technologique ou encore de contrôle des exportations pour essayer d'obtenir un avantage stratégique, mais l'idée que l'on n'a pas à s'inauiéter de la Chine et de sa propre vulnérabilité a disparu. La nécessité d'un rééquilibrage est reconnue mais on a pour l'instant fait très peu de progrès. Le Président Trump fait une erreur : les tarifs bilatéraux ne sont pas une bonne réponse à la situation actuelle, car ils peuvent être détournés et ce n'est donc pas comme cela que l'on pourra arrêter les exportations chinoises. Au lieu d'élever un mur tarifaire pour tout le monde, il faut en élever un qui enferme la production chinoise en Chine, car nous n'importons pas beaucoup de pièces chinoises intégrées d'Europe ou du Canada ou encore du Mexique. Le commerce des composants chinois concerne fondamentalement l'Asie du Sud-Est et Taïwan, un peu le Japon. Construire un mur tarifaire pour tout le monde rend difficile de faire en sorte que les parenaires, ce qui impacte leurs propres productions rend beaucoup plus difficile d'obtenir le soutien de tous pour construire un mur tarifaire autour de la Chine. Une autre erreur du Président Trump est de trop miser exclusivement sur les barrières tarifaires : il faut aussi de la politique industrielle. De ce point de vue, le Moutain Pass est une bonne chose ; il en faut d'autres mais l'administration n'est pas assez enthousiaste sur ce point. Enfin, rappelons-le, il y a la composante macroéconomique : il faut soutenir notre demande, nous allons devoir sortir et emprunter beaucoup de bons du Trésor, vendre beaucoup de bons du Trésor ; or, on ne peut pas le faire uniquement sur le marché intérieur. Si vous importez de l'épargne mondiale, vous allez importer les biens du monde (c'est une identité macroéconomique de base), et ce jusqu'à ce que l'on trouve un moyen de procéder à un léger ajustement budgétaire.
Remarque : le 21 juillet, Robin Brooks fait une réflexion qui donne une suite intéressante à celle de BS concernant le « report » des exportations en Europe des exportations que la Chine ne fait pas aux États-Unis : « si la Chine ne transfère pas ses marchandises aux États-Unis, elle doit les exporter vers le reste du monde (RDM). L'offre de biens vers le RDM augmente. La demande restant inchangée, les prix doivent baisser pour générer de la demande. Les droits de douane américains constituent un choc déflationniste pour la Chine et le RDM ».

• L'analyse du Professeur Adam Tooze (à l'université de Columbia)

Adam Tooze est professeur d'histoire économique et dirige son Institut européen.

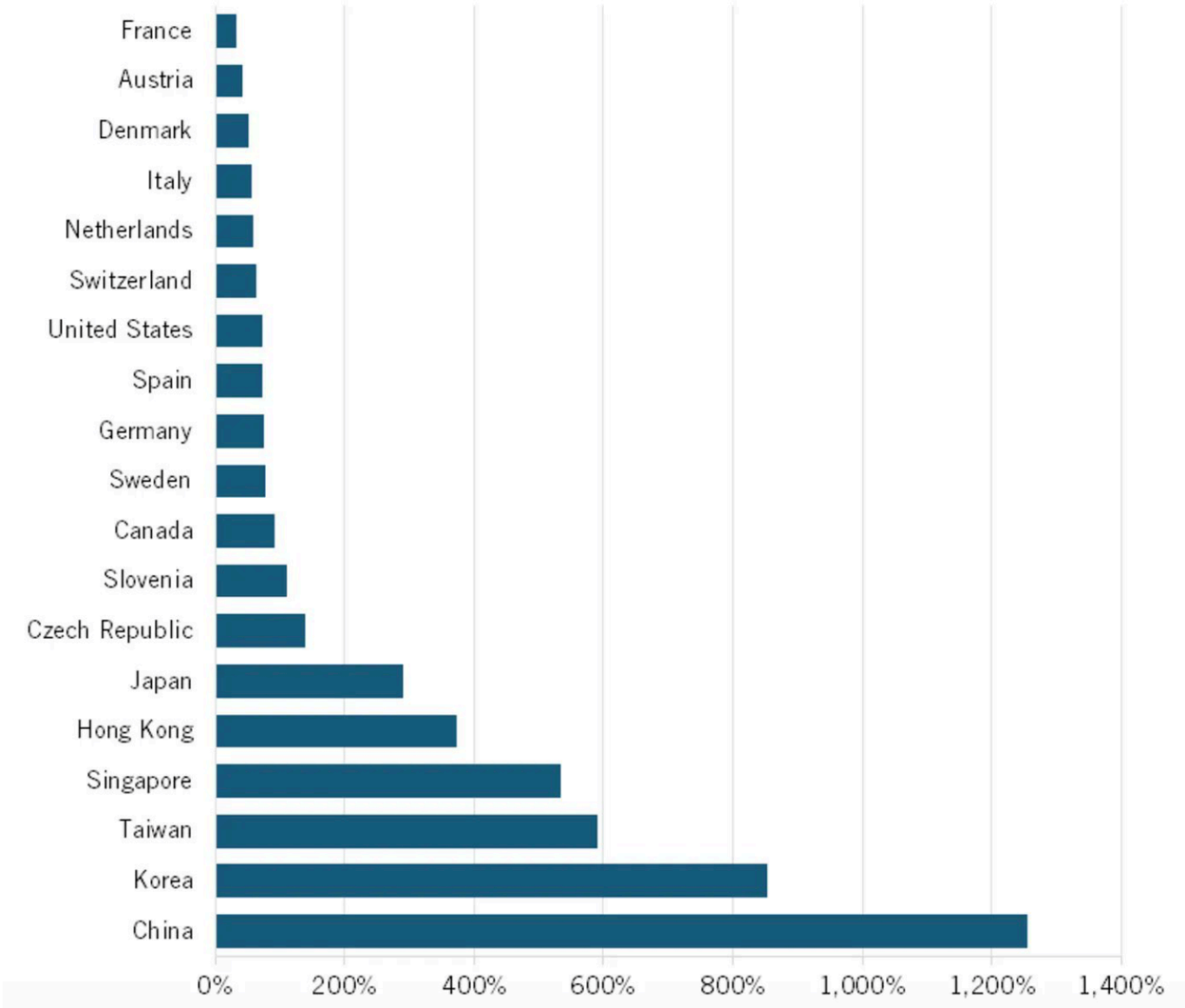
Adam Tooze est particulièrement connu pour « Crashed », l'ouvrage majeur qu'il a écrit sur la crise financière de 2008 et ses conséquences, 10 années qui ont marqué selon lui la fin du consensus sur le néolibéralisme et la globalisation.
Voir notamment la visio https://www.youtube.com/watch?v=PTlyzdAskuM, essentiellement sur le problème climatique, en vantant les mérites de la pensée de Karl Polanyi. En particulier, selon Tooze, Polanyi considère que la société répond aux dérapages d'une société qui tourne librement comme elle l'a fait au 19ème siècle par le protectionnisme social et le protectionnisme économique avec des droits de douane, par la limitation des producits agricoles pour protéger les terres et par un SMI du type Bretton Woods pour remplacer l'étalon-or.
Rappelons ce qu'il a dit à la fin de son entretien avec J.-Ph. Dedieu (pour Libération, le 13/9/2018) :
« Il importe de penser cette crise [de 2007-2008] à l'aune des transformations majeures qui se sont accélérées à partir du milieu du XXe siècle. Je partage la vision de la philosophe Hannah Arendt ou de l'historien Geoffrey Barraclough, qui ont identifié une rupture de civilisation à compter des années 60 et 70. La globalisation, la révolution technologique et ce que l'on nomme aujourd'hui, "l'Anthropocène" sont tous des indicateurs de cette rupture. La crise de 2008 relève de ces transformations. Nous habitons désormais dans un monde économique sur lequel plane le présage d'une apocalypse différée ou simplement tenue à distance ».
Plus récemment, fin janvier 2025, pour « lecho.be », il dit dans un article intitulé « le spectre des crises à venir ne cesse de grandir » :
« Je n'établirais pas un lien simpliste entre 2008 et la montée du populisme, mais il est évident que cette période représente un choc profond pour les élites occidentales. Ce qui frappe, c'est le contraste entre la manière dont les élites américaines ont répondu à cette crise, en combinant politique et économie, et l'approche européenne. Cette différence continue de marquer la fracture transatlantique ».
Et à la question « Risque-t-on d'assister à l'émergence d'une nouvelle forme de monarchie, où le pouvoir réel appartiendrait aux entreprises, particulièrement à celles de la tech ?, il répond :
Il est un fait, et cela a toujours été le cas, que la grande majorité du commerce mondial est gérée par un nombre relativement restreint d'entreprises. C'est une caractéristique du monde moderne. Nous disposons de données économiques nationales qui construisent l'économie comme si elle était une entreprise collective nationale et patriotique, alors qu'en réalité, elle est dirigée par un petit nombre d'entreprises.
Mais cela ne constitue rien qui ressemble à un système monarchique ou même à une sorte de système féodal. Je n'adhère pas à cette vision assez partagée d'un "féodalisme technologique". Cela me semble fallacieux, parce qu'en fin de compte, les plus grandes entreprises savent qu'elles peuvent être sanctionnées, démantelées, voire punies par voie judiciaire. Ce n'est pas parce qu'Elon Musk parvient à vendre ses voitures à des classes aisées que le système qu'il symbolise et promeut constitue en soi une monarchie. La véritable curiosité, c'est plutôt que nous vivons dans un monde où les outils de la souveraineté existent, mais ne sont tout simplement pas utilisés. (…) ».
Le 16 juillet 2025, Adam Tooze donne un entretien-podcast sur Sinica,
(https://www.sinicapodcast.com/p/adam-tooze-climbs-the-china-learning)
On y trouve en particulier l'extrait suivant :
« L'une des raisons pour lesquelles le problème climatique me fascine, c'est que c'est pour moi une façon d'écrire un livre sur la Chine. Car c'est le domaine dans lequel la Chine a non seulement dépassé, mais carrément éclipsé tous les centres d'intérêt alternatifs imaginables au cours des vingt dernières années. La transition énergétique est donc essentiellement un problème chinois à ce stade, comme nous le disions. 75 % des projets d'énergie renouvelable sont actuellement chinois. 33 % des émissions mondiales sont chinoises. La quasi-totalité… mais une grande partie de la croissance des émissions est chinoise. Et ces éléments sont liés entre eux dans la mesure où…
Je pense que la Chine nous oblige à revenir sur la relation entre croissance, développement et innovation. L'une des erreurs commises par les Européens dans leur réflexion sur la transition énergétique est la suivante : à qui peut-on attribuer le mérite des efforts déployés par les populations pour y parvenir ? Les Américains auraient pu être les premiers à la tête de la ligue.
La Californie était la première. Les Américains ont laissé tomber. Les Européens ont repris le flambeau. Ils ont profité de l'occasion. Mais ils ont profité de l'occasion, dans un cadre très étroit, à savoir une économie européenne relativement stagnante, avec une croissance quasi nulle, et même une demande énergétique en baisse dans de nombreux domaines. Et dans ce contexte, les Européens ont tenté, à somme nulle, de se lancer dans l'innovation énergétique. Ce qui était de la croyance. Bien sûr, bien sûr. Mais la donne est différente.

La Chine, où la demande croît chaque année de 7 à 8 % et de cette dynamique de croissance naît l'innovation. Je pense que c'est l'un des principaux enseignements, pour donner un exemple concret, de la façon dont la réflexion sur la Chine… modifie conceptuellement notre perception d'un problème.
Nous avons envisagé la transition énergétique comme un jeu à somme nulle statique : comment remplacer A par V ? La Chine nous a montré que le développement est la clé. La croissance est la clé pour comprendre comment nous pouvons opérer une évolution rapide des technologies énergétiques. C'est donc, pour moi, un exemple concret.
Et c'est au cœur du livre que j'essaie d'écrire : décrire l'évolution de la réflexion sur le problème climatique, du point de vue nord-atlantique, européen et américain, où il s'agissait d'un jeu à somme nulle, à la logique que la Chine a incarnée ces vingt dernières années, où le problème du développement est absolument central. Et cela s'applique bien sûr beaucoup plus au reste du monde, car il est inutile de parler avec l'Inde de substitution à somme nulle, comme commencer par les Indiens et leur dire de fermer leurs gares routières alimentées au charbon, alors que leur consommation d'énergie par habitant est à des niveaux très, très bas, ce qui est absurde. Et il est encore plus absurde de dire aux pays africains qu'ils ne devraient pas se doter d'infrastructures gazières. Les pays africains doivent modeler leur développement économique sur les modèles préfigurés par l'Europe et prescrire des infrastructures gazières, par exemple. Penser le monde à partir de la croissance chinoise plutôt que de la considérer comme un exemple de croissance en général ou comme une sorte d'exception à une règle générale est vraiment, je pense, essentiel. La croissance chinoise est la dynamique centrale du monde. Oui, ce qui me surprend vraiment, c'est que peu de gens en prennent conscience. C'est tellement évident, non ? C'est comme si c'était banal. Et pourtant, en réalité, lorsqu'on examine en détail le discours occidental, on constate une réticence constante à l'égard de cette question. On est revenu à Facebook. Pourquoi ? Parce que c'est déresponsabilisant, n'est-ce pas ? En réalité, cela signifie une dépossession. Il s'agit bien du détrônement de l'Occident comme moteur central de l'histoire du monde, n'est-ce pas ? Voilà à quoi ressemble vraiment la provincialisation de l'Occident. Et il n'est pas nécessaire de passer beaucoup de temps en Chine ni de visiter beaucoup d'endroits pour en constater les conséquences concrètes : il suffit de voir son empreinte, les infrastructures physiques présentes sur les vastes étendues de ce pays, sa population massive.
Oui, absolument stupéfiant. Et oui, c'est une source de grande frustration pour moi. J'ai prêté attention à votre accueil dans le monde, du moins auprès des soi-disant observateurs occidentaux de la Chine, et personne ne vous traite avec hostilité, comme un naïf aux yeux écarquillés ou un intrus. Ce n'est pas comme si, en tant que groupe, nous étions particulièrement hostiles. Beaucoup d'entre nous qui travaillent sur la Chine passent par une sorte de courbe de confiance. Nous commençons par être très incertains, avec une grande humilité épistémique, j'espère, puis nous devenons dangereusement confiants et, finalement, je pense que nous arrivons à un stade où, idéalement, nous atteignons une sorte d'humilité éclairée. Où en êtes-vous maintenant dans cette évolution lorsqu'il s'agit de faire des déclarations fortes sur la Chine ? Où vous sentez-vous ?
Voyez-vous, mes déclarations relèvent absolument de l'humilité. Et il n'y a vraiment rien de plus humiliant que d'apprendre le chinois à l'âge adulte. C'est comme une quatrième langue. C'est une expérience totalement différente. C'est comme réapprendre à lire. Ce n'est pas comme apprendre une autre langue. Ça reprogramme le cerveau. On en parlait justement ce matin, de la reprogrammation du cerveau. Et, vous savez, il n'y a aucun doute que c'est… la seule façon, ce n'est même pas un marathon, c'est le reste de votre vie. Et donc, je trouve ça formidable. C'est un sujet vaste pour quelqu'un qui est en pleine maturité professionnelle, comme moi. C'est tout à fait vrai.
Je dirais aussi que, si j'ai un rôle utile à jouer, il ne s'agit clairement pas de dire quelque chose de vraiment original sur la Chine elle-même. Il s'agit plutôt de glaner des informations, pour le discours qui refuse de s'intéresser à la Chine autant qu'il le faudrait, comme de trouver les points faibles à enfoncer pour déstabiliser ce discours occidentalo-centré, de plus en plus anachronique et borné. Comme, vous savez, l'histoire du New York Times : « Si seulement nous avions un bon président, nous serions un acteur majeur de la transition énergétique.»
En disant cela, vous signifiez simplement que vous ne comprenez pas la transition énergétique. Point final. Vous ne la comprenez tout simplement pas. Et la seule façon de la comprendre est de prendre le temps de réfléchir à l'ampleur de ce qui se passe en Chine. C'est le point central. Ou plutôt, vous savez, « oh, la Chine a un problème immobilier ». C'est vrai. La Chine n'en a pas. On n'est pas en Floride, pour toujours. Exact. On n'est pas à Palo Alto ni dans la baie de San Francisco. On est en présence d'une urbanisation qui a touché six personnes en une génération, et qui a été délibérément stoppée par le régime. Du jamais vu auparavant. Soit la poussée, soit l'arrêt délibéré. On parle d'une société où environ 90 % de la population vit dans des logements construits depuis la fin des années 1980. Encore une fois, c'est totalement impensable d'un point de vue occidental. On se dit simplement que c'est un boom immobilier qui s'est arrêté net, comme c'est le cas pour tous les booms immobiliers. Donc, dans ces moments-là, je pense qu'il n'est pas nécessaire de…
Je ne vais pas écrire, je ne suis pas Ningxiu, je ne suis pas un expert en profondeur des marchés immobiliers et de la finance chinois. Mais s'il y a un moyen de prendre cela, d'avoir une idée claire et précise de l'ampleur de ce qui se passe, de le replacer dans l'histoire occidentale et de me demander : « Comprenez-vous cela ?» Il y a des choses importantes et d'autres plus petites, et on répartit les efforts entre les grandes et les petites. Je fais quelque chose d'utile, n'est-ce pas ? Et c'est ce que j'essaie de faire.
Et cela nous aide aussi, vous savez, lorsque nous abordons des sujets politiques difficiles, à moins que vous ne soyez… nous en avons déjà parlé. Mes grands-parents étaient des apologistes du stalinisme. Ce sont des questions historiques vraiment complexes. Mais si vous ne comprenez pas l'ampleur historique de ce qui s'est passé dans ce pays ces 50 dernières années, vous n'êtes pas du tout impliqué dans le débat. Si vous réduisez cela à une simple histoire de développement autoritaire à revenu moyen ou à l'une de ces autres descriptions désespérément inadéquates, vous ne saisissez pas l'ampleur du problème, pas plus que vous ne pensez que la Seconde Guerre mondiale a été gagnée le jour J. Non, la Seconde Guerre mondiale n'a pas été gagnée par le régime stalinien. Le T-34 est l'arme décisive, de la même manière que le BYD et le PV chinois seront peut-être les outils de notre salut. Et oui, ils viennent d'un régime qui n'est pas libéral. Point final, il ne doit pas l'être sans vergogne,

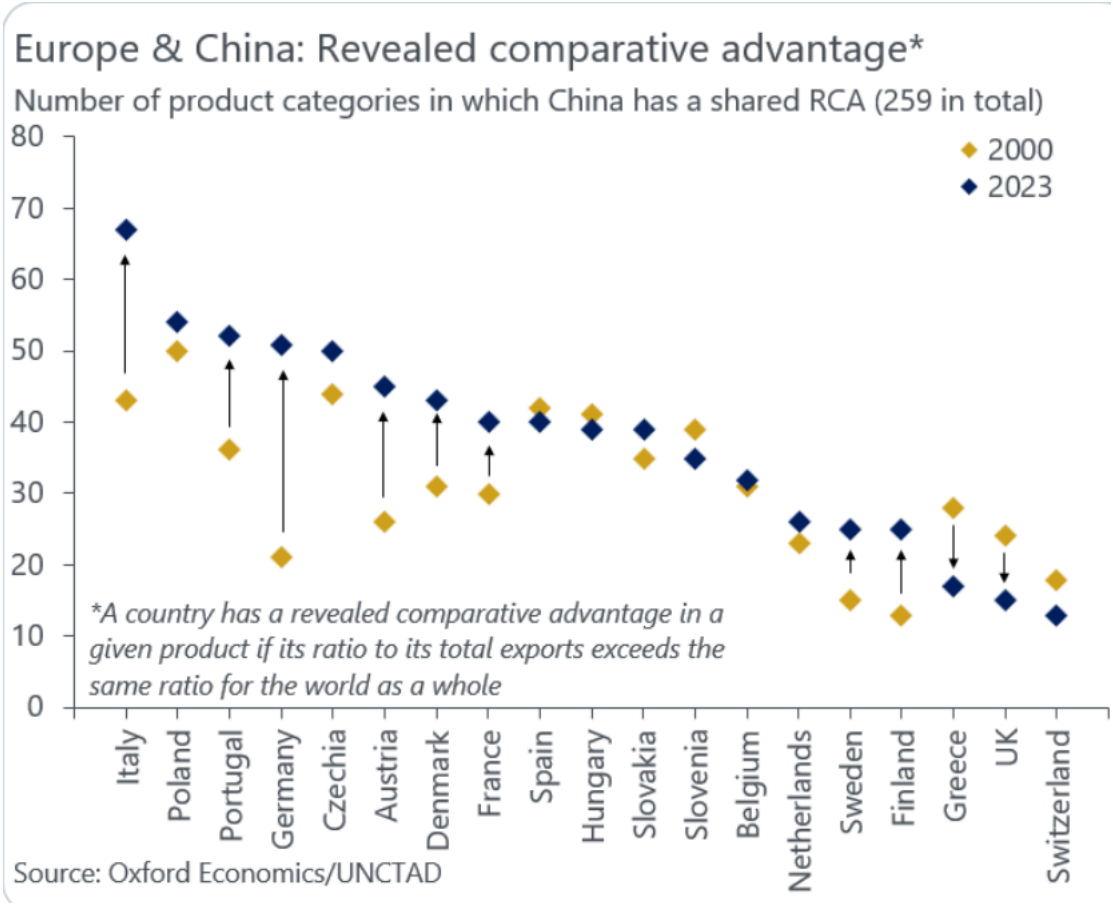
et qui se considère comme l'héritier de la tradition marxiste. Et à moins qu'aucun libéralisme ne refuse d'en tenir compte… Cela mérite son nom. C'est vrai. C'est digne de ce nom. Exactement. C'est de la mauvaise foi. De plus en plus, parce que, vous savez, autrefois, on aurait pu dire que c'était nouveau et difficile à comprendre. C'est littéralement une réalité aujourd'hui. Et les gens continuent à se demander : « Oh mon Dieu, je n'arrive pas à y croire. Les Chinois fabriquent des voitures. Comment est-ce possible ? » C'est incroyablement lié, et donc oui, c'est tellement étrange, ces présupposés autolimitants qui font que tant d'entre eux semblent venir dans une ville chinoise et se demander : « Est-ce surprenant que ces gens puissent fabriquer des voitures ? » Sérieusement, oui, pourquoi leurs voitures devraient-elles être allemandes ? Vraiment, vraiment, oui, donc c'est ça. Je vois le monde comme grand, donc ça vient d'une position d'humilité, c'est le fondement, n'est-ce pas ?
Mais vous devez continuer à faire ce que vous faites d'important. Je suis ravi de savoir qu'il y a quelqu'un comme vous qui comprend, qui s'investit, qui investit du temps, qui s'investit sur le terrain et qui est vraiment, vous savez, sans retenue. Et c'est fantastique. (…)
Adam, merci beaucoup. (…) ».

Note : le 10 août, Adam Tooze rappelle le schéma suivant sur l'installation de robots :

Figure 2: Actual robot adoption rate as a share of expected robot adoption rate, 2022[14]



Le 31 juillet, Daniel Kral reprend le schéma suivant qui montre que « l'industrie européenne est désormais en concurrence directe [évaluée ici en termes d'avantage comparatif] avec le géant chinois sur une gamme croissante de produits, car elle a progressé dans la chaîne de valeur grâce à un modèle de croissance mercantiliste extrêmement déséquilibré ».



ANNEXE : La culture et les institutions du Confucianisme.

• Extrait du papier de recherche de Ruixue Jia et James Kai-sing Kung, publié en mai 2025 par le NBER.

Paragraphe 3.1 :

« Max Weber a été un pionnier dans les comparaisons audacieuses entre la Chine et l'Europe. Il a postulé que le capitalisme moderne ne s'est pas enraciné en Chine parce que l'Occident avait développé un "rationalisme puritain", tandis que la Chine n'utilisait que le « rationalisme confucéen » – une rationalité qui a entravé le développement capitaliste (Weber, 1905). Becker et Woessmann (2009) suggèrent que la doctrine la plus importante de Calvin, la "prédestination" – la doctrine selon laquelle Dieu a préordonné tout ce qui arrivera en ce qui concerne le salut de certains et pas d'autres – a incité les protestants à travailler dur, à épargner et à investir pour l'au-delà. Ainsi, pour le protestant, le rationalisme était une fin en soi – il croyait être l'instrument de Dieu (Adair-Toteff, 2024). Cependant, Weber (1951) considérait la Chine comme essentiellement gouvernée par un empereur (un magicien ou un faiseur de pluie selon ses termes), choisi par les dieux qui ne parlaient pas au peuple mais se révélaient seulement à certains individus (les empereurs). Pour Weber, les Chinois confucéens "croyaient en l'ordre du cosmos (le Mandat du Ciel) et le recherchaient dans le monde humain ; ils croyaient à la magie et aux sacrements, et leur monde était composé d'esprits et de famille". Dans cette vision du monde, les Chinois vivaient une vie "riche de relations sociales, d'un optimisme modéré et de la croyance en l'ordre éternel des choses" (Adair-Toteff, 2024). C'est cette différence entre deux types de rationalité qui a engendré des différences radicales dans la perception de la rationalité d'un confucéen et d'un puritain, une différence aux ramifications et conséquences prétendument profondes pour le développement. Nous en présentons quelques exemples majeurs ci-dessous.

Parmi les divers facteurs culturels que Weber considérait comme des obstacles à l'émergence du capitalisme en Chine, le plus important est peut-être l'attitude culturelle envers le profit. L'idée reçue est que le terme "profit" ()) a été involontairement opposé aux concepts jumeaux de "bienveillance" (¡) et de "droiture" (I), ce qui a eu pour effet involontaire d'amener les Chinois à "agir dans un cadre culturel

privilégiant la réciprocité morale à la recherche du profit, et voyant dans chacune une diminution de l'autre".

Un autre obstacle culturel est lié à la division du travail, ou plutôt à son absence. L'idéal confucéen de la noblesse ou junzi (P) cultive et aspire à devenir un individu complet doté de vertus complètes plutôt qu'à se spécialiser dans une compétence spécifique. Alors que la Chine impériale accordait une grande importance à l'éducation, l'érudit chinois était formé pour acquérir une connaissance approfondie de la culture chinoise et assumer la responsabilité de maintenir "l'unité de la culture chinoise" (Adair-Toteff, 2014). Acquérir une expertise dans un domaine spécialisé pour des raisons financières était considéré comme un choix de carrière inférieur. En particulier, selon Weber, le manque de formation en mathématiques, sciences naturelles, géographie et étude des langues ne permettait pas d'acquérir le type de connaissances ("connaissances utiles" selon le terme de Mokyr) nécessaire aux entreprises modernes.

Enfin, l'éthique familiale confucéenne, qui domine les relations interpersonnelles dans tous les domaines, entravait le développement d'interactions et de coopérations impersonnelles. Les communautés familiales axées sur le profit, caractérisées par de forts liens claniques, entravaient un manque de confiance envers les "étrangers", nuisant à la formation d'entreprises modernes et aux échanges commerciaux indépendants.

Max Weber n'était pas le seul critique de la culture confucéenne. Les érudits chinois, eux aussi, ont longuement réfléchi aux caractéristiques distinctives de la culture chinoise. L'une des voix les plus influentes est celle de Fei Xiaotong, qui a observé que la tradition confucéenne favorise un ordre social ancré dans des relations hiérarchiques, nettement différent des structures plus impersonnelles que l'on trouve en Occident (Fei, 1992). Dans ce système, les notions de bien et de mal ne sont pas régies par des principes universels, mais par les relations spécifiques entre les individus. Par exemple, lorsqu'un conflit survient entre un membre du clan et un étranger, les normes internes du clan tendent à favoriser la parenté, quel que soit le mérite (Fu, 1988).

De même, le philosophe Liang Shuming a comparé la vie communautaire européenne et chinoise (Liang, 1949). En Europe, le manoir et l'Église offraient un cadre propice à la discipline collective, à la capacité d'organisation et à un état d'esprit légaliste. En Chine, en revanche, la famille était au centre d'un réseau dense de liens de parenté et ancestraux, renforçant la primauté de la loyauté au sein du groupe sur les codes moraux universels. Les réflexions de Liang font écho aux recherches récentes qui soutiennent que les structures sociales fondées sur les clans limitent la coopération plus large et le développement économique (Greif et Tabellini, 2017 ; Mokyr et Tabellini, 2024 ; Greif, Mokyr et Tabellini, à paraître ; voir également la section 4 pour cette littérature et ses contestataires). (…) ».

Extrait de la conclusion :

« Dans les années 1980, alors que la Chine entrait dans une période de réforme et d'ouverture, le pays a connu une recrudescence des débats intellectuels sur sa trajectoire historique, son identité culturelle et son potentiel de modernisation. Parmi les œuvres les plus marquantes de cette époque figure le documentaire télévisé en six parties "Élégie du fleuve", diffusé en 1988. Cette production provocatrice affirmait que le retard historique de la Chine, notamment par rapport à la modernisation rapide de l'Occident, résultait de l'influence persistante du confucianisme et des traditions agraires et insulaires du pays. L'impact du documentaire fut si profond qu'il suscita des débats au plus haut niveau du pouvoir et fut officiellement interdit après 1989.

Cependant, ces points de vue ne firent pas l'unanimité. Par exemple, un groupe d'érudits confucéens de Taïwan et de Hong Kong a publié en 1958 un Manifeste sur la réévaluation de la culture chinoise, plaidant pour une vision plus équilibrée du confucianisme et de sa contribution potentielle à la modernisation (Zhang, Mou et Tang, 1958). Plus précisément, ils soutenaient que le confucianisme contenait également des germes de démocratie. En particulier, le concept de "le monde appartient à tous" (tianxia weigong) reflète une société idéale dans laquelle tous les peuples partagent équitablement les ressources, le pouvoir et les opportunités, plutôt que de les monopoliser par quelques-uns.

De plus, la vision négative de l'impact du confucianisme sur le développement économique a considérablement évolué suite à l'essor économique du Japon, de la Corée du Sud, de Taïwan, de Hong Kong et de Singapour. Plus récemment, la croissance de la Chine au cours des quatre dernières décennies a encore remis en question les critiques antérieures. Avec la prospérité de ces économies, des concepts tels que le "capitalisme confucéen" et les "Analectes et l'Abacus" ont gagné en popularité, soulignant la

manière dont les valeurs confucéennes – notamment celles promouvant l'éducation, la discipline et la cohésion sociale – peuvent façonner les pratiques commerciales, la gouvernance d'entreprise et l'élaboration des politiques de manière adaptable (par exemple, Tu, 1996 ; Bell, 2010 ; Rozman, 2014).
Contrairement aux générations précédentes, qui débattaient de ces questions au moyen d'affirmations audacieuses (qui restent difficiles à vérifier), la recherche récente en sciences sociales s'appuie de plus en plus sur des données probantes, s'appuyant sur des données plus systématiques et des méthodes empiriques pour évaluer des affirmations spécifiques. Cette littérature croissante a, comme l'a démontré notre enquête, fourni des preuves nuancées et parfois contradictoires. Nous pensons que ces études ont apporté des contributions précieuses pour permettre un débat plus éclairé sur les grandes questions auxquelles beaucoup souhaitent trouver une réponse éclairée. C'est dans cette direction que des recherches futures sont encore nécessaires pour que nous puissions mieux apprécier la relation entre le confucianisme et les institutions politiques chinoises, ainsi que son lien avec les pratiques commerciales et la croissance économique ».

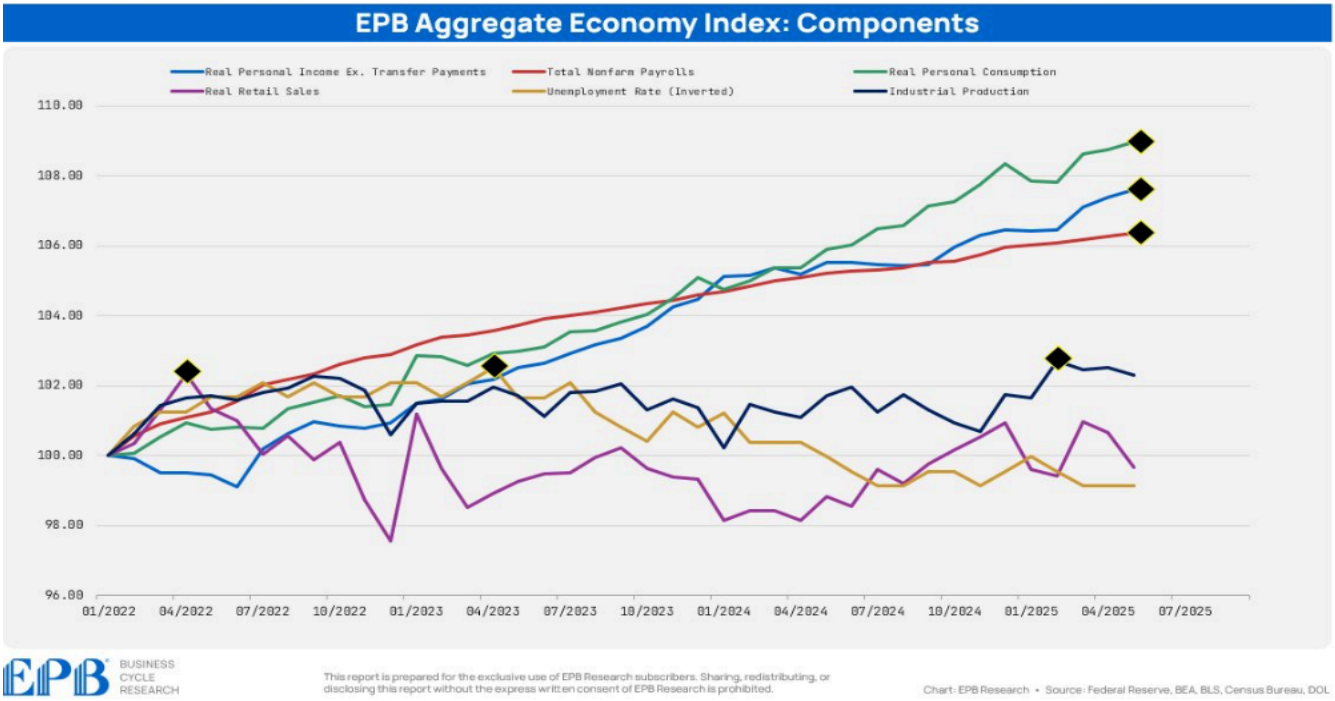
• Le point de vue de William Huo (le 19 juillet, sur X) : « C'est là le véritable tournant. La Chine est restée confucéenne : érudits d'élite, examens de mérite, direction de l'État, planification nationale. L'Amérique est devenue un empire d'abonnements dirigé par des escrocs. Le friedmanisme prépare l'introduction en bourse de demain. Le confucianisme prépare la prochaine dynastie. L'un est une stratégie marketing. L'autre est une colonne vertébrale civilisationnelle ».

CONCLUSION PROVISOIRE : Où en est l'économie américaine aujourd'hui ?

• Le modèle d'EPMResearch d'Éric Baslajian

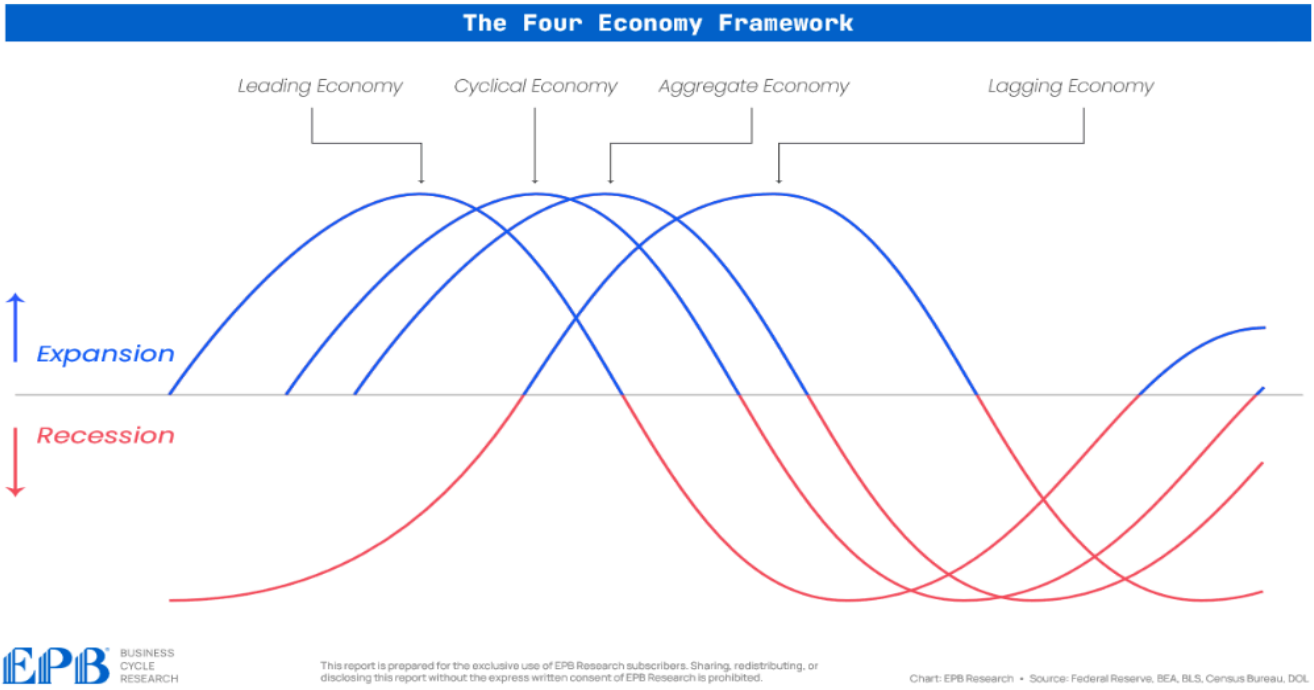
L'économie est-elle solide ou vulnérable à de nouveaux chocs géopolitiques ?

Voici comment analyser précisément la situation économique à tout moment :



Avec l'abondance d'informations économiques, il est difficile d'appréhender avec précision la situation économique actuelle. Un processus structuré est essentiel pour filtrer les données et éclairer les décisions commerciales et d'investissement.

Chez EPB Research, nous utilisons un "cadre des quatre économies" pour comprendre exactement où se situe l'économie aujourd'hui et où elle se dirige demain en catégorisant et en séquençant les données économiques entrantes en quatre groupes en fonction de l'ordre dans lequel elles évoluent dans le cycle économique.



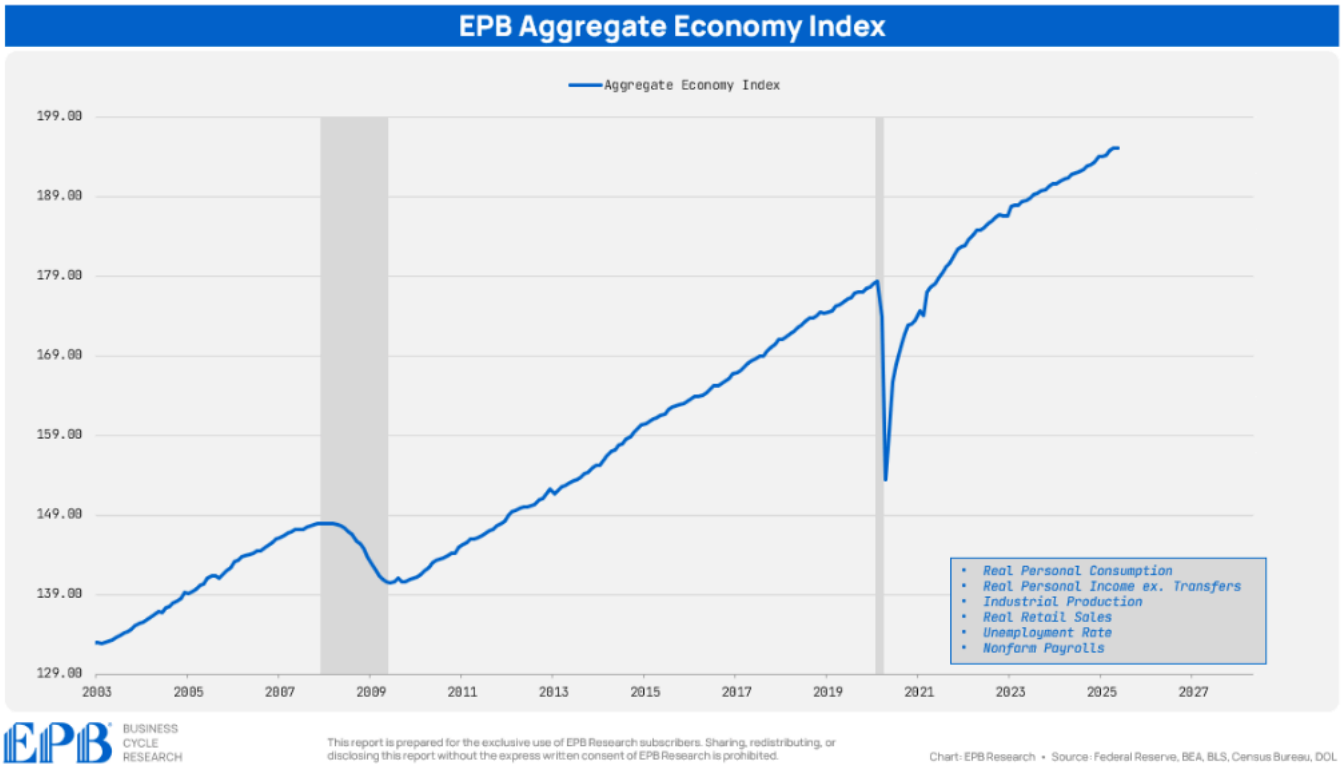
La raison pour laquelle l'économie est divisée en segments ou en séquences est que tous les secteurs économiques ne progressent pas simultanément. Par exemple, début 2007, le secteur de la construction résidentielle traversait une profonde récession, tandis que l'économie globale affichait une croissance de plus de 2 %.

L'économie globale ne révèle rien sur l'orientation future de l'économie ; pour cela, une analyse détaillée des variables de l'économie avancée et de l'économie cyclique est nécessaire.

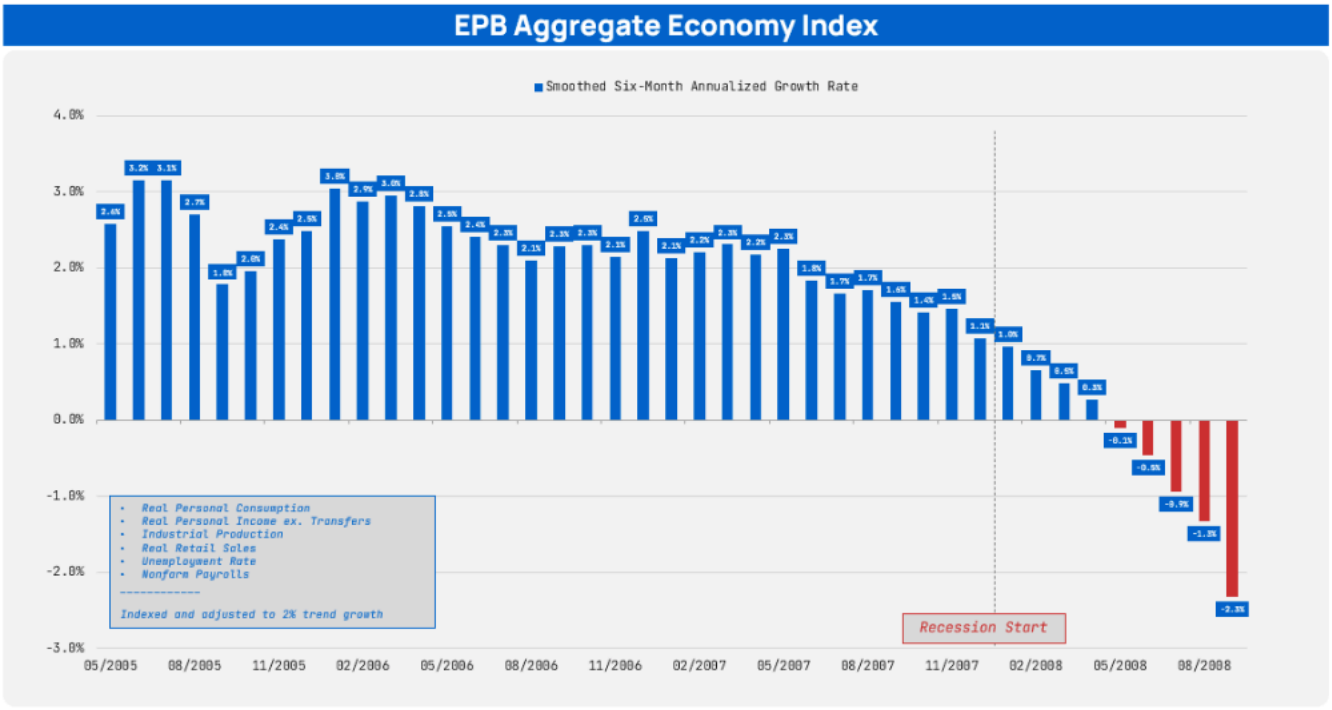
Cependant, l'économie globale constitue la mesure ultime de l'économie telle qu'elle se présente aujourd'hui.

Le Bureau national de recherche économique, dans son Business Cycle Dating Handbook, nous informe que des indicateurs semestriels sont utilisés pour définir les récessions et les expansions, et qu'un changement dans le cycle économique doit être évident pour toutes les variables, et pas seulement pour une ou deux.

Chez EPB Research, nous regroupons les six variables mensuelles utilisées par le NBER pour créer notre indice d'économie globale, et les pics et les creux peuvent être observés comme correspondant aux dates de début et de fin de la récession.



Nous présentons l'économie globale sous forme d'indice, mais nous pouvons également analyser le taux de croissance tendanciel de l'économie globale, ce qui est plus important.
Nous pouvons voir que l'économie croît à 1,8 % selon les données économiques de mai, un taux de croissance légèrement inférieur à la tendance, avec un taux de croissance remarquablement stable au cours des deux dernières années.
L'économie globale n'est pas un indicateur fiable pour prendre des décisions prospectives, car le taux de croissance peut paraître "sain", très proche des périodes de récession, en fonction de la dynamique des variables de l'économie dominante/cyclique.
L'économie globale n'est pas un indicateur fiable pour prendre des décisions prospectives, car le taux de croissance peut paraître "sain", très proche des périodes de récession, en fonction de la dynamique des variables de l'économie dominante/cyclique.
Par exemple, au cours du cycle de 2008, l'économie globale croissait à un taux de 1,1 % lorsque la récession a officiellement commencé, mais à un taux de 1,7 % à l'été 2007, soit un taux de croissance très similaire à celui d'aujourd'hui.

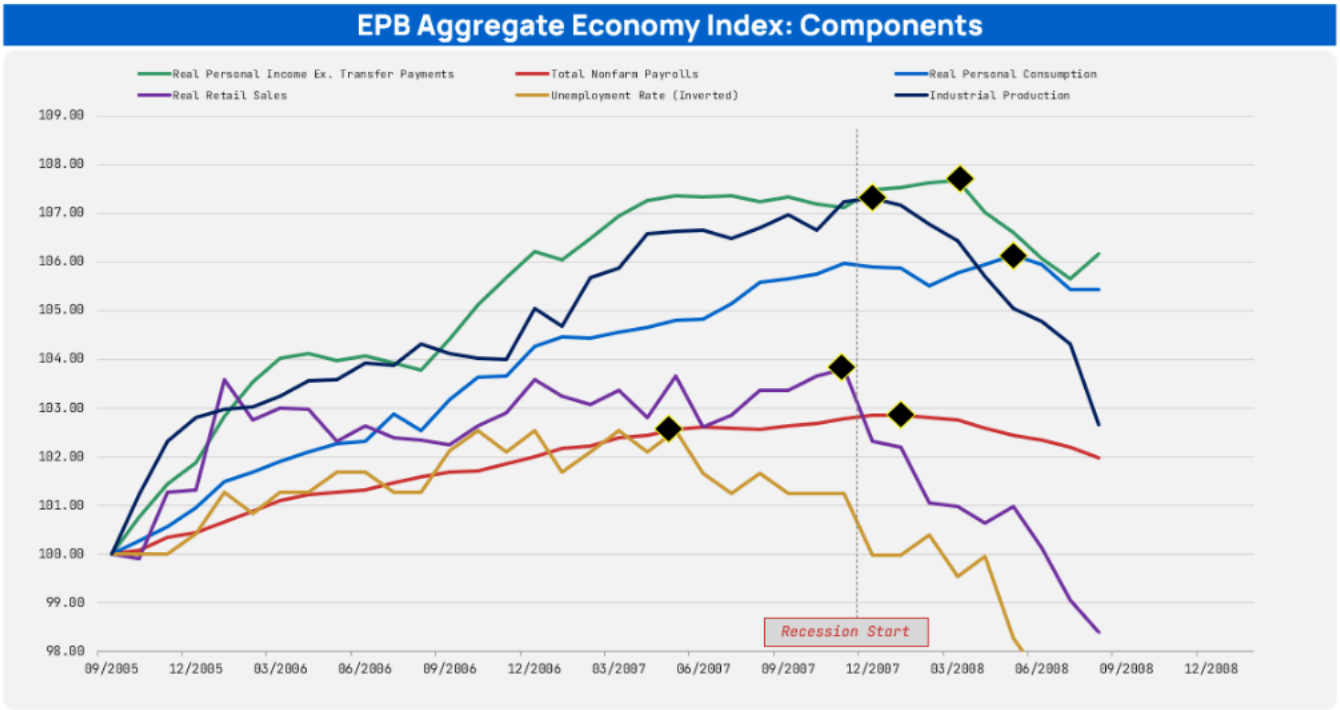


EPB BUSINESS CYCLE RESEARCH
This report is prepared for the exclusive use of EPB Research subscribers. Sharing, redistributing, or disclosing this report without the express written consent of EPB Research is prohibited.
Chart: EPB Research • Source: Federal Reserve, BEA, BLS, Census Bureau, DOL

En plus d'examiner la performance de l'indice de l'économie globale en tant que composite, nous pouvons également analyser ses composants individuels, qui fournissent des informations plus détaillées et mettent en évidence la nature inhabituelle du cycle économique actuel.

La raison pour laquelle le NBER utilise les six variables que nous agrégeons dans notre indice composite est qu'elles ont une longue histoire de "regroupement" ou de pics à peu près au même moment. Ce n'est pas exact, mais les pics et les creux des six variables principales sont souvent similaires.

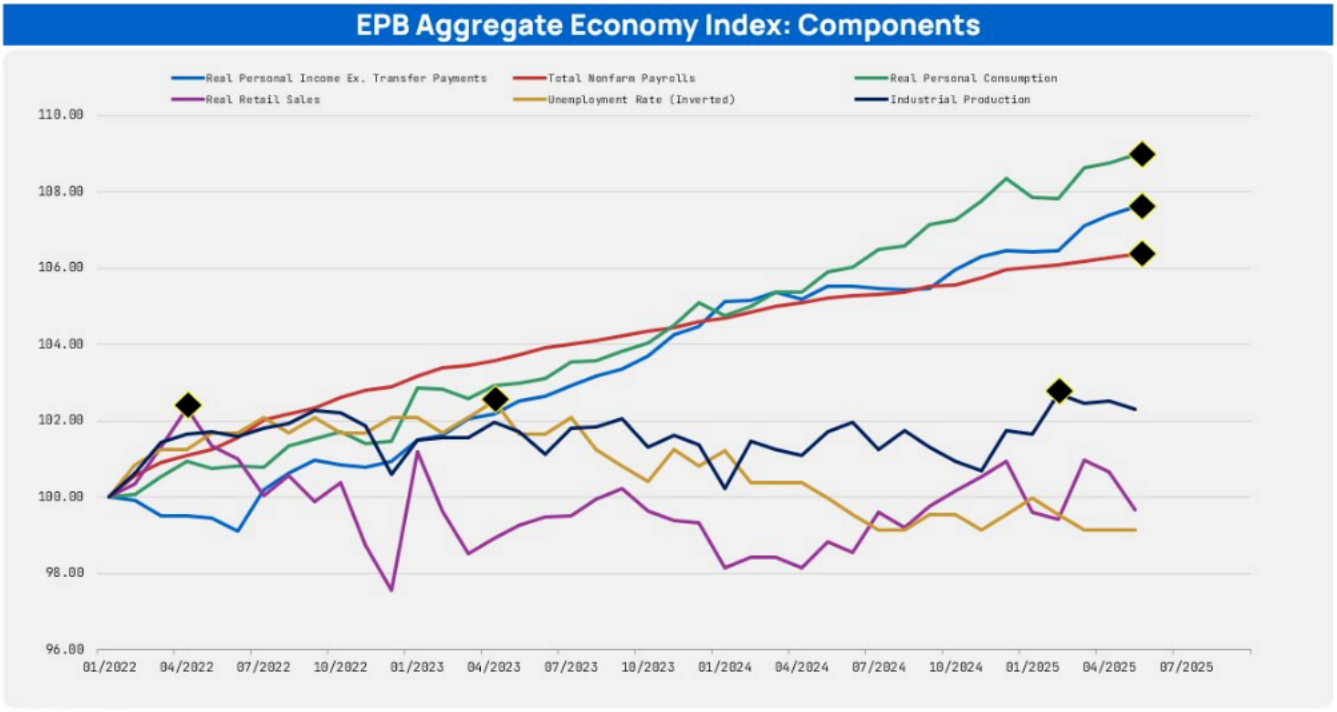
Si nous utilisons le cycle de 2008 comme référence, nous pouvons voir que les six variables ont atteint un pic (marqué par un losange noir) à 12 mois d'intervalle, mais la plupart à 3 ou 4 mois d'intervalle.



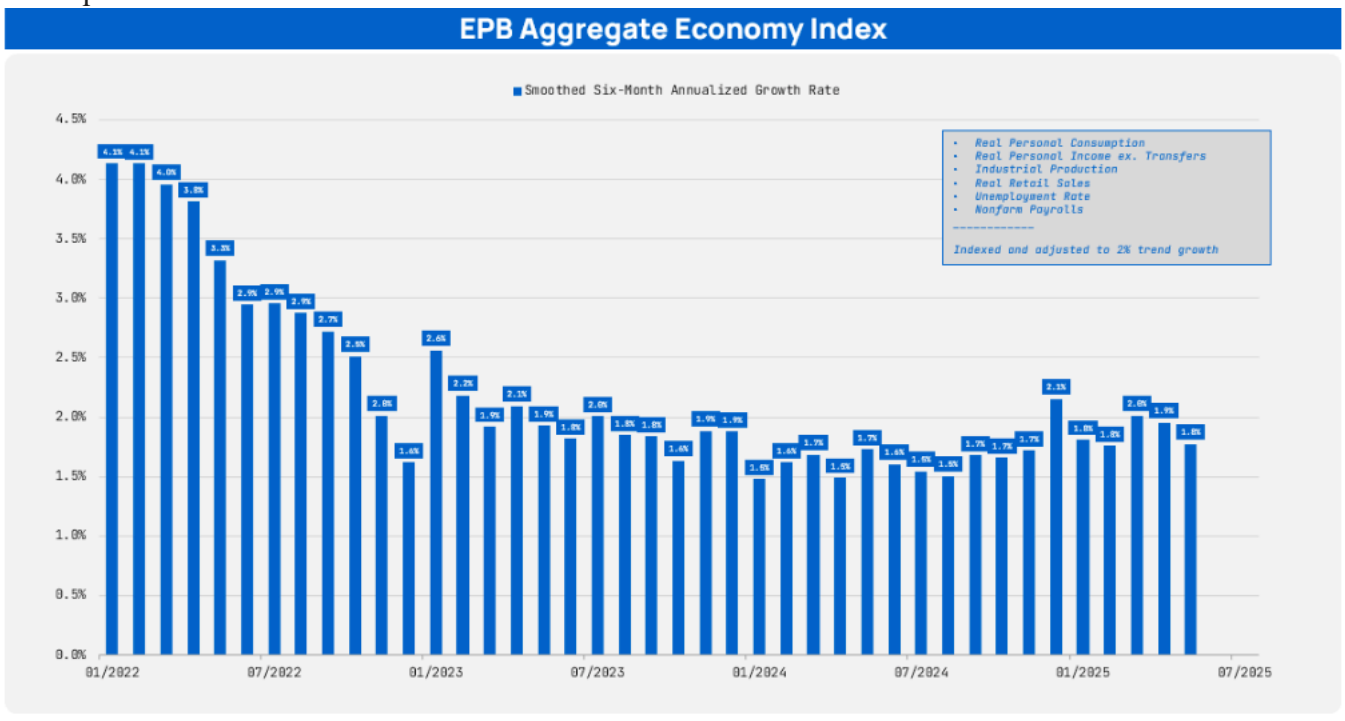
EPB BUSINESS CYCLE RESEARCH
This report is prepared for the exclusive use of EPB Research subscribers. Sharing, redistributing, or disclosing this report without the express written consent of EPB Research is prohibited.
Chart: EPB Research • Source: Federal Reserve, BEA, BLS, Census Bureau, DOL

La situation actuelle est inhabituelle : trois variables sont à leur pic cyclique, tandis que trois autres ont déjà atteint un pic cyclique.

Plus inhabituel encore, le regroupement a été perturbé.
Les ventes au détail réelles ont atteint un pic en 2022, et le taux de chômage (inversé) a atteint un pic en 2023.



Dans tous les cas, l'analyse des variables individuelles peut offrir des perspectives intéressantes, mais c'est précisément pourquoi choisir les variables à utiliser est bien plus dangereux que d'analyser l'ensemble du panier en tant que collectif.
Pour répondre directement à la question, l'économie américaine croît à un rythme d'environ 1,8 % selon les dernières données. Ce taux est en légère baisse ces derniers mois et légèrement inférieur à la croissance "tendancielle" de 2 %, mais au cours des deux dernières années, la croissance a été remarquablement stable.



Les faiblesses des ventes au détail réelles, de la production industrielle et du taux de chômage sont compensées par la vigueur des salaires non agricoles, de la consommation personnelle réelle et du revenu personnel réel.
Connaître la situation économique actuelle est la première étape essentielle pour toute décision commerciale ou d'investissement éclairée.
Mais pour comprendre véritablement la direction que prend l'économie, il faut regarder au-delà des données économiques globales.
L'économie globale est stable et n'est pas vulnérable aux chocs immédiats ; toutefois, des tendances plus inquiétantes sont visibles dans la première partie de la séquence.

• Le "S&P Global Flash US PMI" du 23 juin 2025

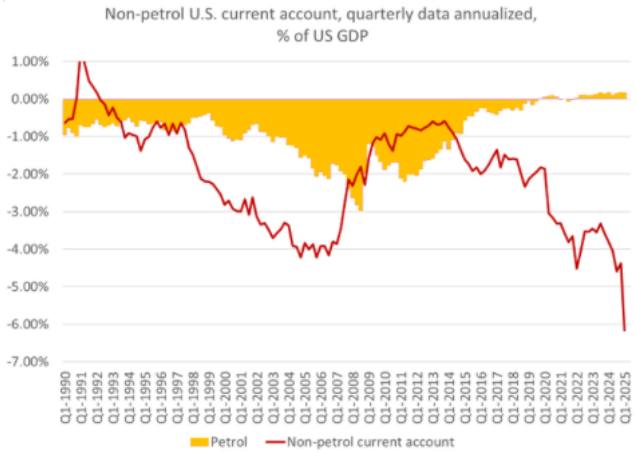
La croissance ralentit alors que les prix des biens augmentent, mais les créations d'emplois s'accélèrent

Points clés :
Flash US PMI Composite Output Index : 52.8 (May: 53.0). 2-month low.
Flash US Services PMI Business Activity Index : 53.1 (May: 53.7). 2-month low.
Flash US Manufacturing Output Index : 51.5 (May: 49.4). 4-month high.
Flash US Manufacturing PMI : 52.0 (May: 52.0). Unchanged rate of growth.
Data were collected 12-20 June
Commentaire de Chris Williamson, économiste en chef chez S&P Global Market Intelligence :
« Les données flash PMI de juin indiquent que l'économie américaine a poursuivi sa croissance à la fin du deuxième trimestre, mais que les perspectives demeurent incertaines, les pressions inflationnistes ayant fortement augmenté ces deux derniers mois.
Bien que l'activité économique et les nouvelles commandes aient continué de progresser en juin, la croissance s'est affaiblie dans un contexte de baisse des exportations de biens et de services. Par ailleurs, si la demande intérieure s'est renforcée, notamment dans le secteur manufacturier, favorisant la création d'emplois, cela reflète en partie la dynamique de la constitution de stocks, souvent liée aux inquiétudes concernant la hausse des prix et les problèmes d'approvisionnement liés aux droits de douane. Cette dynamique devrait s'essouffler dans les mois à venir. Entre-temps, les prix des biens ont de nouveau fortement augmenté, atteignant un pic en trois ans, les entreprises répercutant la hausse des coûts liés aux droits de douane sur leurs clients. Les prestataires de services ne sont en aucun cas à l'abri de cet impact et ont également signalé une nouvelle hausse des prix, souvent liée aux droits de douane sur des intrants tels que les produits alimentaires.
Ces données corroborent donc les spéculations selon lesquelles la Fed maintiendra son statu quo pendant un certain temps, le temps d'évaluer la résilience de l'économie et la durée de la vague d'inflation actuelle. »

À cela on peut ajouter, pour donner une information importante concernant les perspectives de croissance américaine, qu'il y a le risque que celles-ci soient assombries par une évolution défavorable de la consommation des ménages, qui est aux États-Unis un facteur important, pas seulement de leur propre croissance mais aussi de la croissance mondiale : « Au début des années 1960, les foyers américains achetaient l'équivalent de 60 % de la production nationale, la même proportion que de l'autre côté de l'Atlantique. (…) Cette part approche aujourd'hui 70 % aux États-Unis tandis qu'elle revient vers 50 % dans la zone euro (et reste à moins de 40 % en Chine). Une déprime du consommateur américain pèserait sur l'activité du monde entier. Or, aux États-Unis, le consommateur s'inquiète. En mai, l'indicateur le plus suivi de son moral, publié par l'université du Michigan, a sombré au plus bas depuis sa création il y a près d'un demi-siècle (à l'exception d'un creux éphémère à la mi-2022) et il reste déprimé en juin malgré un rebond. (…) » (Les Echos du 24 juin).

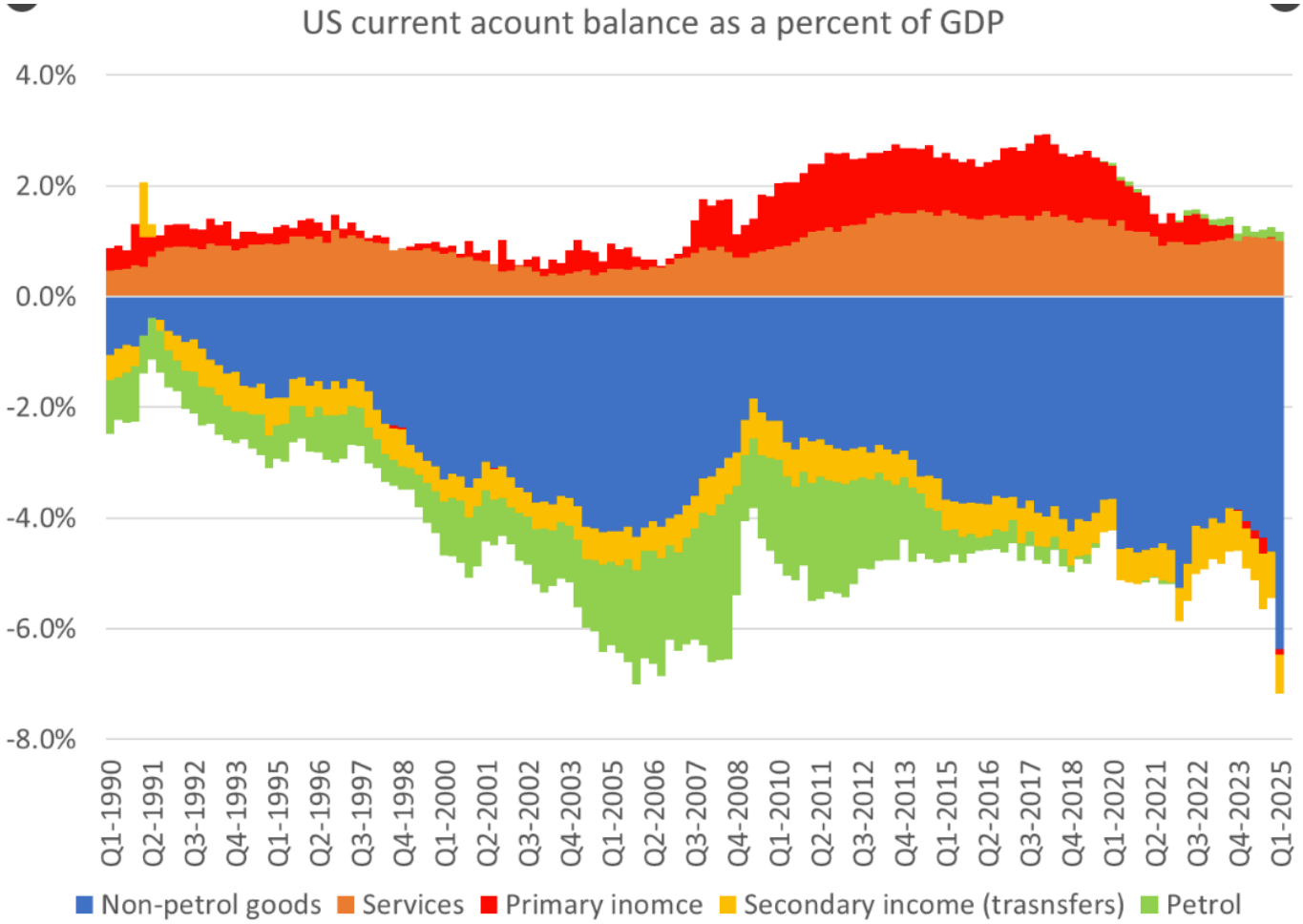
• L’analyse de l’économiste Brad W. Setser

Le 24 juin 2025, Brad Setser fait l’analyse suivante, très percutante et très pertinente, de la présente situation du déficit commercial américain :
« Il est bien trop tôt pour évaluer l'impact global du virage du président Trump vers les droits de douane comme outil essentiel de la politique économique américaine.
Mais il ne fait aucun doute que l'impact immédiat est un déficit extérieur bien plus important.

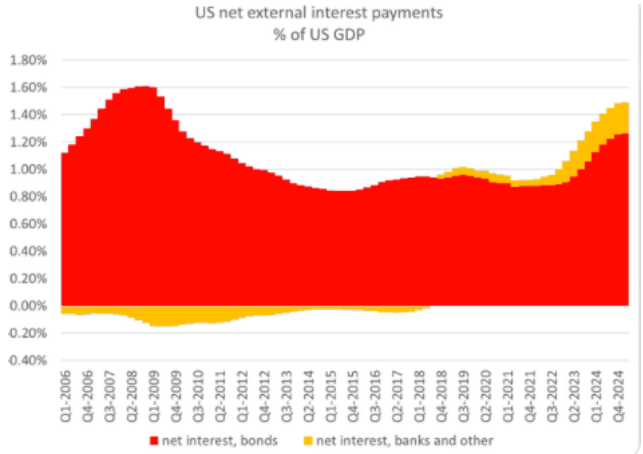


L’évolution du commerce des biens liée à l’application anticipée des droits de douane a été plus importante que toute autre variation pendant la pandémie (il est vrai qu’elle était très concentrée dans les secteurs pharmaceutique et des métaux précieux).

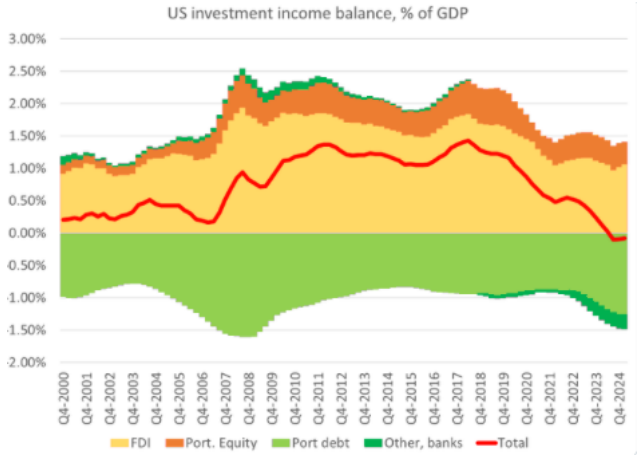
L'impact de l'anticipation tarifaire se dissipera en partie avec le temps, mais des signes plus subtils de détérioration du solde sous-jacent apparaissent. Le solde des revenus d'investissement, par exemple, reste déficitaire (un changement structurel majeur qui compense l'évolution du pétrole).
L'impact de l'anticipation tarifaire se dissipera en partie avec le temps, mais des signes plus subtils de détérioration du solde sous-jacent apparaissent. Le solde des revenus d'investissement, par exemple, reste déficitaire (un changement structurel majeur qui compense l'évolution du pétrole).



Les paiements d'intérêts au reste du monde dépassent désormais 1,5% du PIB américain (et devraient augmenter légèrement au fil du temps compte tenu de la structure actuelle des taux américains, à moins que le président Trump n'obtienne gain de cause).



Et ainsi, le solde des revenus d'investissement a structurellement disparu – une partie du privilège exorbitant de l'Amérique a donc été réduite à néant, ou du moins submergée par une dette extérieure d'environ 50 % du PIB ».



• Et pour l'avenir du monde ?

Faut-il croire « Camus » ?

Sur X, le 20 juillet, « Camus » résume à sa façon le dernier « Sommet des gouvernements » qui s'est tenu à Dubaï du 11 au 13 février dernier (https://www.worldgovernmentssummit.org/events/summits/2025) (« Le Sommet mondial des gouvernements est une organisation mondiale à but non lucratif qui façonne la gouvernance future, en se concentrant sur l'innovation et la technologie pour relever les défis universels et définir l'agenda des gouvernements de la prochaine génération » ; « En 2025, près de 700 dirigeants et experts des secteurs public et privé se sont réunis au Sommet mondial des gouvernements pour explorer les défis les plus urgents de l'humanité et partager leurs connaissances, leurs idées et leurs meilleures pratiques. Au programme : 22 forums mondiaux explorant les grandes tendances et transformations futures, plus de 200 sessions interactives et plus de 30 réunions ministérielles et tables rondes auxquelles ont participé plus de 400 ministres »).
« Les élites mondiales présentes au Sommet mondial des gouvernements discutent avec désinvolture de la nécessité des "chocs" – pandémies, violences, conflits – pour transformer l'ordre mondial. Leurs propos sont glaçants : "De combien de sang avons-nous encore besoin ? " comme si la souffrance n'était qu'un tremplin vers leur vision. Réveillez-vous, ce n'est pas de la prévoyance ; c'est un plan pour un chaos contrôlé.
Ce qu'ils disent vraiment :
1. "Les chocs sont inévitables" → Ils croient que le système actuel ne peut pas changer sans une crise – guerre, pandémie ou effondrement – qui forcerait une restructuration.
2. "Nous le vivons déjà" → Ils admettent que les turbulences de ces dernières années (COVID, conflits) font partie de cette transition et ne sont pas un accident.
3. "Le bain de sang comme catalyseur" → Ils sous-entendent que la souffrance est justifiée si elle conduit à l'ordre mondial qu'ils souhaitent – un état d'esprit dangereux et déshumanisant.
Il ne s'agit pas d'une simple analyse, mais d'une reconnaissance ouverte que la voie vers leur "nouvel ordre" pourrait nécessiter de briser l'ancien par le chaos. Qui décide de la suite ? ».

Cela étant, on peut avoir une idée des échanges qui ont eu lieu lors de ce WGS 2025 en regardant la vidéo de l'adresse suivante : https://www.google.com/search?client=safari&sca_esv=572ab1811f4a88fa&rls=en&udm=7&q=wgs+2025&sa=X&ved=2ahUKEwjnzO6IvNCOAxVrdaQEHRUwDBIQ8ccDKAJ6BAhOEAQ&biw=1116&bih=732&dpr=1#fpstate=ive&ip=1&vld=cid:95f384a9,vid:1IoygzQ9xi0,st:0

Quel pays représente la plus grande menace pour les citoyens ?

Étude Pew Research 2025

% who say ___ is their country's greatest threat

China Russia U.S.

	Most common response	2nd most-common response	3rd most-common response	Don't know/ Refused (VOL)
U.S.	42% China	25% Russia	4% No country*	22%
Canada	59 U.S.	17 China	11 Russia	7
France	50 Russia	16 U.S.	9 China	8
Germany	59 Russia	19 U.S.	7 China	5
Greece	74 Turkey	9 U.S.	5 No country*	2
Hungary	33 Russia	27 Ukraine	10 No country	12
Italy	32 Russia	16 No country*	15 U.S.*	5
Netherlands	57 Russia	20 U.S.	9 China	3
Poland	81 Russia	6 Ukraine*	5 Germany	3
Spain	31 U.S.*	26 Russia	18 Morocco	9
Sweden	77 Russia	11 U.S.	5 China	2
UK	49 Russia	18 U.S.	12 China	7
Australia	52 China	20 U.S.	12 No country	6
India	41 Pakistan	33 China	4 Bangladesh	16
Indonesia	40 U.S.	19 China*	17 Israel	7
Japan	53 China	18 U.S.	12 North Korea*	4
South Korea	40 North Korea	33 China	13 U.S.*	1
Israel	52 Iran	17 Hamas	6 No country*	9
Turkey	43 Israel	30 U.S.	6 No country*	11
Kenya	25 Somalia*	23 U.S.	10 China*	12
Nigeria	25 No country	15 China*	13 U.S.	29
South Africa	35 U.S.	19 Russia	15 Nigeria*	11
Argentina	24 U.S.	13 China*	13 Russia	21
Brazil	29 U.S.	15 China*	12 Russia	20
Mexico	68 U.S.	6 Russia*	5 China*	11

* Response is not significantly different from the next-most common response. Refer to the topline for the full list of responses by country.

Source: Spring 2025 Global Attitudes Survey.

"People in Many Countries Consider the U.S. an Important Ally; Others See It as a Top Threat"

PEW RESEARCH CENTER

Réflexion préalable sur le « grand retournement du monde »....2
PARTIE 1 : LA GUERRE COMMERCIALE....5
ENGAGÉE PAR LES ÉTATS-UNIS....5
I- La guerre commerciale : les causes....5
A) Les États-Unis veulent préserver les avantages de leur leadership, tout en gérant les servitudes qui en découlent....5
• 1- Le « privilège exorbitant » du dollar et ses servitudes....7
• Le privilège....7
• Les servitudes....8
• 2- L'extraterritorialité du droit américain....16
B) Mais l'économie américaine rencontre depuis plusieurs années quatre difficultés redoutables....17
1- Le déficit et la dette publics....19
a) Les données principales....19
b) Données sur la dette mondiale....28
c) Endettement public et démographie....37
d) La dette privée peut créer la crise financière et la dette publique la résoudre ?....39
2- Le déficit commercial....40
3- La désindustrialisation. 45
4- Un leadership mondial en danger 48
• 1- Le prolongement de la géopolitique dans la géoéconomie....59
• 2-La thèse des cycles de Ray Dalio dans son important ouvrage « L'ordre mondial en mutation ; l'ascension et la chute des nations »....67
• 3- Le politiste très incorrect « William Murphy » dénonce sur « X » « le mythe de l'unité américaine qui a toujours masqué de brutales contradictions » 69
C) Conséquence : cette situation impose de toute façon aux États-Unis une réaction urgente et forte....69
D) Un objectif final plus ou moins caché 78
II- La guerre commerciale : les faits 79
A) La chronologie des faits....79
B) En cette fin juin, la guerre commerciale est loin d'être finie....123
III- La guerre commerciale : les explications 124
A) La « doctrine Miran » et le projet d'« accord de Mar-a-Lago »....124
1- Le texte de Miran 124
2- La présentation de l'économiste David Cayla....133
B) La stratégie de Trump a des racines historiques 152
1- Le mariage entre l'isolationnisme-protectionnisme et l'impérialisme....152
2- Le retour du mercantilisme et l'analyse d'Arnaud Orain....153
3- L'analyse de Dani Rodrik et sa relecture d'Adam Smith....155
4- L'analyse de Laurent Maruani et la théorie de l'aléa moral....158
IV- Les risques et conséquences du pari de D. Trump....160
A) Analyses des divers risques 160

• « Trump II, une analyse de l'impact économique, social et climatique de la politique à venir » (« Policy Brief » de l'OFCE du 12 mars) 160
• « Climats hostiles » (extrait de la revue de l'OFCE d'avril-mai) 161
• L'analyse historique et critique d'Alexander Klein et Christopher Meissner 163
• L'analyse chez Natixis (avril) 164
• Réflexion d'Olivier Blanchard (tweet du 14 avril 2025) 164
• L'analyse d'Agnès Bénassy-Quéré du 19 mars 164
• Les analyses de Don Diego De La Vega, de Rémi Bourgeot et d'Arnaud Castaignet 174
• Les analyses de Patrick Artus 179
• Les réactions d'Alexandre Mirlicourtois (avril et juin) 188
• L'analyse de Jacques Attali 191
• L'analyse de « La main invisible » 191
• « Les tarifs douaniers "réciproques" sont néfastes pour la croissance mondiale et plus encore pour celle des États-Unis » 192
• « Le protectionnisme affaiblit directement l'industrie nationale » 192
• Une recherche qui va à l'encontre d'une idée reçue. 193
• « Déclin du dollar : qu'est-ce qui est différent cette fois-ci ? » 193
1) Article le 5 mai d'Isabelle Mateos y Lago 193
2) Post sur X de Yanis Varoufakis ce même 5 mai : 197
• La mise en garde de Kenneth Rogoff 198
• Commentaires de la suite des évènements comportant des analyses particulièrement pertinentes. 199
Où en sont les droits de douane EU-Chine mi-mai (et avec le reste du monde) ? 199
Le niveau d'inquiétude du monde est à son maximum : 200
Le dollar ne s'effondre pas pour l'instant… 202
Les marchés financiers perdent-ils la tête ? 203
Les deux seules valeurs refuges qui restent pour l'instant : l'or et le bitcoin ! 235
Remarque importante sur la « démonétisation de l'or » en août 1971. 245
Coup de théâtre : le mercredi 28 mai, les droits de douane sont annulés par le Tribunal fédéral du commerce international ! 251
Nuit du 12 au 13 juin : nette aggravation des tensions au Moyen-Orient 305
Le 18 juin, la Fed maintient le statu quo pour ses taux directeurs, pour la 4ème fois consécutive. 315
Nuit du 21au 22 juin, les États-Unis s'engagent aux côtés d'Israël contre l'Iran 320
B) Démondialisation et dédollarisation, autocratisation et passage à un « national capitalisme autoritaire » ? 341
-1 Démondialisation et dédollarisation. 341
-2 Un « national-capitalisme autoritaire » 343
Remarques et compléments importants : 344
-3 Pour une « économie eurokeynésienne » 351
PARTIE 2 : LE RESTE DU MONDE 352
FACE À LA GUERRE COMMERCIALE 352
I- La situation de l'Europe 352
• En guise de préambule, quelques réflexions… 352
• Les relations commerciales entre l'Europe et le reste du monde 352
1) L'Europe, prise dans un « triangle impossible » 352

2) Les relations commerciales de l'Europe en deux schémas 353
3) Les relations commerciales de l'UE avec les EU en 4 figures : 354
· L'envolée de l'euro met les entreprises européennes sous pression 356
· L'article du Centenary Policy Institute du 6/2/2025 sur « The transatlantic Gap » 356
· L'éditorial de Gita Bhatt dans « Finances et Développement » (FMI) de juin 2025 358
· Le baromètre EY 2025 de l'attractivité de l'Europe (et de la France) 358
· L'HCOB Indice PMI Composite pour la zone euro du 4 juin 360
· L'HCOB Indice PMI Composite pour la zone euro du 23 juin 361
· L'analyse de Gilles Moëc 362
· L'analyse de Didier Salavert 370
· L'analyse de Jean-Marie Cardebat 372
· L'analyse de Nicolas Goetzmann 372
· L'analyse de J.-M. Siroën 374
· L'analyse d'Alexandre Mirlicourtois 375
· Une mesure de l'effort budgétaire que doit faire en principe l'UE et comment le financer ? 377
· L'Europe est devenue « dysfonctionnelle » en 25 ans 388
1) L'interview de Jeffrey Sachs 388
2) « L'union fait-elle toujours la force ? » 389
3) Le talon d'Achille de l'UE 390
4) La souveraineté numérique européenne, otage des GAFAM 391
5) Le « paradoxe Von der Leyen » 391
· « Trump et nous ; comment sauver la France et l'Europe » 395
· Les analyses de P. Artus 398
· Les recommandations de Damon Golsorkhi 402
· Trois points de vue autorisés, encourageants 403
1) Le point de vue de Christine Lagarde, Présidente de la BCE 403
2) Le point de vue d'Alfred Kammer, directeur du Département Europe au FMI 404
3) Le point de vue du Haut-Commissariat à la stratégie et au Plan français 406
· Deux points de vue bien différents 410
1) Celui de Dominique Moisi, suite à la réunion de l'OTAN, fin juin. 410
2) Celui d'André Loesekrug-Pietri, donné à l'occasion des Rencontres économiques d'Aix 2025 418
· Situation de l'euro en ce début juillet 419
· Situation de l'économie européenne en ce début juillet 419
II- La situation de la France 423
· « Le rendez-vous douloureux de nos faiblesses et de nos contradictions » 423
· L'Index Economie Freddom 425
· Réindustrialisation ou pas ? 431
· La question des compétences 433
· Informations conjoncturelles et analyses complémentaires : 437
III- Et la Chine ? ? 456
A) La Chine, un bouc-émissaire ? 456
B) L'analyse de la politique industrielle chinoise par le Professeur Lu Feng 473
C) L'analyse et la conviction forte de l'économiste spécialiste de la Chine John Ross 489
D) L'analyse et la proposition séduisante de Yanis Varoufakis, et celles de Steve Keen, comme en réponse 497

E) Où en sont les relations entre les États-Unis et la Chine en ce mois de juillet ? 503
• Rappel préalable d'un document de février 2025 : « The Legitimacy Barrier. How American reluctance to accept China's political system shapes the relationship" 503
• L'analyse de Michael Pettis 504
• L'analyse de William Huo 504
• L'analyse de Brad Setser 505
• L'analyse du Professeur Adam Tooze (à l'université de Columbia) 507
ANNEXE : La culture et les institutions du Confucianisme. 511
CONCLUSION PROVISOIRE : Où en est l'économie américaine aujourd'hui ? 514
• Le modèle d'EPMResearch d'Éric Baslajian 514
• Le "S&P Global Flash US PMI" du 23 juin 2025 519
• L'analyse de l'économiste Brad W. Setser 520
• Et pour l'avenir du monde ? 522
Faut-il croire « Camus » ? 522
Quel pays représente la plus grande menace pour les citoyens ? 522