

L'édition de la semaine

- Quand la parole ne vaut pas action

Marchés financiers, Épargne, Revenus et Patrimoine

- Nouveau record pour le CAC
- Le pétrole victime des sanctions
- Le tableau financier de la semaine
- Coup de déprime pour le Livret A

Économie

- La France à l'heure de la démographie impitoyable
- La fin du règne du dollar est-il pour demain ?
- Les Etats-Unis en danger avec la fin de l'immigration

Conjoncture et actualités

- Les équations impossibles du PLFSS 2026
- Les Français un peu moins pessimistes en octobre mais toujours en mode épargnant
- Légère amélioration du climat des affaires en France
- Ralentissement de la croissance en Chine confirmée
- La téléconsultation médicale en France

Horizons

- La guerre des batteries : quand la Chine et les États-Unis jouent avec le feu
- Le nouvel âge du luxe : quand l'exclusivité s'évapore

Graphiques

- Petite augmentation de l'inflation en zone euro
- Déficits publics : 2,7% du PIB au deuxième trimestre 2025
- La dette publique de la zone euro : 88 % du PIB

Agenda économique et financier

Statistiques

LA CITATION DE LA SEMAINE

« La perte du monde commun est la plus grave menace qui puisse peser sur la vie politique. »

Hannah Arendt
La Crise de la culture (1961)

L'ÉDITO

Quand la parole ne vaut pas action

La croissance, c'est du travail, du capital et du progrès technique, mais c'est aussi, et avant tout, du mouvement. C'est la capacité des femmes et des hommes à mettre en œuvre des processus permettant de créer et de vendre des produits ou des prestations de service performants. Or, aujourd'hui, en Occident, et tout particulièrement en France, la vitesse de création ralentit au point de décourager les initiatives. Entre l'annonce d'un projet et sa réalisation, les délais peuvent atteindre plus de dix ans. L'exploitation d'une mine relève d'un parcours du combattant. La construction d'une ligne à grande vitesse, comme celle prévue entre Bordeaux et Toulouse, nécessitera une vingtaine d'années. Le réseau de métros du Grand Paris lancé officiellement en 2009, ne sera pleinement opérationnel qu'en 2030 — s'il n'y a pas de nouveaux retards.

Les activités économiques sont de plus en plus contraintes par des règles d'urbanisme d'une rare complexité. L'élaboration d'un schéma de cohérence territorial (SCoT) ou d'un Plan local d'urbanisme intercommunal (PLUi), qui détermine les règles d'utilisation du sol sur un territoire donné, nécessite en moyenne quatre ans, mais ce délai peut dépasser dix ans. De nombreuses décisions publiques se perdent dans les limbes. L'engagement de construire six nouvelles centrales nucléaires, pris par Emmanuel Macron en 2022, prévoyait une mise en service en 2035 ; celle-ci est déjà repoussée à 2038, alors même que les modalités de financement n'ont pas encore été arrêtées.

Cette lenteur ne touche pas seulement les projets publics. Les relations économiques dans le secteur privé se tendent également du fait de la multiplication des obligations légales de conformité. Cette pesanteur bureaucratique est le symptôme d'une économie fortement administrée, où les dépenses publiques représentent plus de 57 % du PIB — un record européen.

En Occident, la paralysie des actions publiques et privées découle aussi de la cristallisation des oppositions au sein d'une société fragmentée. Les citoyens multiplient les recours tout en s'indignant de l'impuissance des pouvoirs publics. Celle-ci nourrit, en réaction, la montée des populismes : les régimes autoritaires apparaissent, aux yeux de certains, plus efficaces. Les démocraties, désarçonnées par la multiplication des ingérences facilitées par les technologies numériques, voient leur consensus se déliter sous l'effet de la polarisation des opinions. Au nom de la liberté d'expression et de la presse, elles se montrent désarmées face aux nouvelles formes de guerre informationnelle. La période actuelle rappelle, à certains égards, celle des années 1930 où le fascisme exerçait une inquiétante fascination dans de nombreux pays.

Force est de constater que le monde s'organise aujourd'hui autour de trois grandes puissances. Les États-Unis et la Chine dominent le champ économique, tandis que la Russie, dotée du plus vaste territoire et de capacités militaires considérables, conserve un pouvoir de nuisance significatif. L'Europe, qui s'est construite depuis plus de soixante-dix ans sur la démocratie et le commerce, ne doit pas transiger sur ses valeurs, faute de quoi elle disparaîtra au profit d'un retour des nationalismes belliqueux. Même si la tentation du repli diffère selon les peuples, un renforcement de l'Union européenne demeure une ardente obligation, tant sur le plan économique que sur le plan militaire. Marché intégré de plus de 450 millions d'habitants, doté d'une forte densité d'infrastructures et d'un niveau de formation élevé, le Vieux Continent a les moyens de sortir renforcé des grandes mutations économiques, environnementales, technologiques et géopolitiques en cours.

Philippe Crevel

Nouveau record pour le CAC 40

Ce mardi 21 octobre, le CAC 40 a battu un record en clôture à 8 258,86 points, dépassant le niveau atteint le 15 mai 2024, avant la dissolution de l'Assemblée. Il aura fallu près d'un an et demi pour effacer le choc alors subi, sachant que les autres indices européens et américains ont connu entre-temps une forte hausse ; ces derniers ont également battu des records, cette semaine qui s'est conclu par la non dégradation de la note de la France par Moody's.

Moody's ne dégrade pas la note de la France

Vendredi soir, Moody's n'a pas dégradé la note de la France mais assorti cette dernière de perspective négative. Elle a ainsi maintenu la note « AA3 ». Moody's se distingue des deux autres grandes agences de notation qui ont récemment privé Paris de son « double A », Fitch en septembre et S&P la semaine dernière, en avance sur son calendrier de révision traditionnel.

Moody's avec le changement de perspective a mis néanmoins en garde la France qui pourrait rapidement perdre son dernier double A si elle n'arrivait pas à maîtriser la situation de ses finances publiques. L'agence souligne les dangers inhérents à l'instabilité politique. « Cette instabilité risque d'entraver la capacité du gouvernement à affronter des défis essentiels tels que le déficit budgétaire élevé, le fardeau croissant de la dette et la hausse durable des coûts d'emprunt. » expliquent les analystes de Moody's, qui mentionnent les effets négatifs d'un retour en arrière durable sur certaines réformes structurelles clefs, en particulier la réforme des retraites de 2023. « Si la suspension de la réforme s'étend au-delà de quelques années, cela va exacerber les défis budgétaires du gouvernement et affecter négativement le potentiel de croissance de l'économie en réduisant l'offre de travail », ont-ils indiqué.

Comme pour les décisions des deux autres agences, celle de Moody's ne devrait pas avoir de conséquences sur les marchés financiers. Les investisseurs ont intégré de longue date la détérioration des finances publiques tricolores, que les agences ne font en réalité que confirmer.

La discussion parlementaire du budget n'augure rien de bon pour l'avenir de la notation de la France. Si le gouvernement ambitionne de réduire le déficit public l'an prochain à 4,7 % du PIB (environ 144 milliards d'euros) contre 5,4 % attendus cette année (environ 160 milliards), nul s'attend que cet objectif soit atteint. La marche vers le retour d'un déficit en-dessous de 3 % du PIB (90 milliards d'euros) apparaît bien longue et incertaine. « Ce n'est qu'en atteignant ce seuil des 3 % que nous stabiliserons notre dette », a répété Roland Lescure. La dette publique devrait représenter 115,9 % du PIB en fin d'année, en hausse de 2,7 points sur un an. Bercy espère ralentir cette hausse pour atteindre un pic à 118,7 % fin 2027 avant d'amorcer un lent recul. En un an, la charge d'intérêts est passée de 60 à 65 milliards et devrait atteindre 74 milliards l'an prochain avant d'approcher 100 milliards en 2028.

Le record du CAC malgré tout

Le nouveau record du CAC 40 intervient juste après une nouvelle crise politique et la dégradation de la note de la France par l'agence S&P. La discussion budgétaire chaotique aurait pu, elle aussi, refroidir les ardeurs des investisseurs. Tel n'a pas été le cas. Ces derniers avaient largement anticipé la situation. Les considérations politiques ont été mises de côté au profit de considérations économiques et financières. Depuis le début de l'année, les marchés boursiers sont portés par les avancées en matière d'intelligence artificielle et par l'éventuelle amélioration de la productivité qu'elle pourrait engendrer. La reprise de la baisse des taux directeurs de la part de la Banque centrale américaine constitue un autre vecteur de croissance pour les marchés d'actions. Les valeurs boursières profitent, en outre, de la publication des résultats trimestriels des entreprises, supérieurs aux attentes.

Le CAC 40, s'il est influencé par le contexte national, obéit aussi aux grandes tendances de l'économie mondiale. Entre 75 % et 80 % des revenus des sociétés du CAC 40 sont réalisés à l'étranger. Seulement 8 % du chiffre d'affaires de LVMH est réalisé en France, contre environ 27 % en Asie (hors Japon) et 25 % aux États-Unis. Malgré tout, le CAC 40 est loin d'avoir comblé son retard sur ses homologues : depuis le 1er janvier, il n'a progressé que de 10 %, contre plus de 20 % pour le DAX allemand. Avec les derniers soubresauts liés à la discussion budgétaire, le CAC 40 est resté stable vendredi, tandis que les grands indices américains et le DAX atteignaient de nouveaux records. Dès le début de l'examen en séance publique du budget, les menaces de dépôt de motions de censure se sont multipliées. Le Premier secrétaire du PS, Olivier Faure, a réclamé des mesures de justice fiscale (taxe Zucman, ISF climatique, etc.). Le Parti socialiste tente de pousser son avantage, conscient que la survie du gouvernement dépend en partie de sa position.

Aux États-Unis, l'indice des prix à la consommation a été publié ce vendredi après-midi, avec près de dix jours de retard par rapport au calendrier initial, en raison du shutdown de l'État fédéral. L'inflation a augmenté de 0,3 % le mois dernier et de 3 % sur un an. Le consensus établi par Bloomberg tablait sur des hausses respectives de 0,4 % et 3,1 %. Hors alimentation et énergie, la hausse est de 0,2 % sur un mois, contre +0,3 % attendu, et de 3 % sur un an, contre 3,1 % attendu. Des chiffres qui ne changent pas la donne à une semaine de la décision monétaire de la Réserve fédérale. Une détente des taux d'intérêt d'un quart de point est attendue en octobre.

Le pétrole, victime des sanctions

Depuis plusieurs semaines, le cours du baril de pétrole évoluait autour de 60 dollars. Les annonces de nouvelles sanctions prises par les États-Unis contre la Russie ont provoqué une hausse de plus de 5 dollars du baril. C'est la première fois que les exportations de pétrole russes sont directement visées par Washington qui a placé les deux compagnies pétrolières russes Lukoil et Rosneft sur liste noire. Tous les actifs de ces compagnies aux États-Unis sont désormais gelés, et les entreprises américaines n'ont plus le droit de réaliser des affaires avec elles. Or, ces deux géants représentent l'essentiel des exportations de brut russe.

L'Union européenne a également décidé un nouveau train de sanctions, dont certaines visent la flotte fantôme de pétroliers russes. Cette flotte permet à la Russie de continuer à exporter son pétrole brut malgré les interdictions. Selon Emmanuel Macron, cette flotte parallèle permet à Moscou de financer 30 % à 40 % de son effort de guerre contre l'Ukraine.

La Russie demeure un acteur majeur du marché pétrolier. Avec environ 12 % de la production mondiale, elle est le troisième producteur mondial, derrière les États-Unis et l'Arabie saoudite. Les sanctions décidées par les États-Unis et l'Union européenne interviennent dans un contexte de ralentissement de l'économie mondiale, avec des prix du pétrole plutôt orientés à la baisse. Dans ce cadre, les tensions sur le marché pétrolier pourraient n'être qu'éphémères.

Le tableau de la semaine des marchés financiers

	Résultats 24 oct. 2025	Évolution sur une semaine	Résultats 29 déc. 2023	Résultats 31 déc. 2024
CAC 40	8 225,63	+0,39 %	7 543,18	7 380,74
Dow Jones	47 207,12	+2,35 %	37 689,54	42 544,22
S&P 500	6 791,69	+2,02 %	4 769,83	5 881,63
Nasdaq Composite	23 204,87	+2,49 %	15 011,35	19 310,79
Dax Xetra (Allemagne)	24 243,97	+1,73 %	16 751,64	19 909,14
Footsie 100 (Royaume-Uni)	9 638,58	+2,94 %	7 733,24	7 451,74
Eurostoxx 50	5 674,50	+1,20 %	4 518,28	4 895,98
Nikkei 225 (Japon)	49 299,65	+5,23 %	33 464,17	39 894,54
Shanghai Composite	3 950,31	+2,12 %	2 974,93	3 351,76
Taux OAT France à 10 ans	+3,434%	+0,074 pt	+2,558 %	+3,194 %
Taux Bund allemand à 10 ans	+2,626 %	+0,045 pt	+2,023 %	+2,362 %
Taux Trésor US à 10 ans	+4,001 %	-0,009 pt	+3,866 %	+4,528 %
Cours de l'euro/dollar	1,1623	+0,23 %	1,1060	1,0380
Cours de l'once d'or en dollars	4 128,98	-0,36 %	2 066,67	2 613,95
Cours du baril de pétrole Brent en dollars	66,61	+8,86 %	77,13	74,30
Cours du Bitcoin en dollars	110 205,93	-5,86 %	38 252,54	93 776,61

Coup de déprime pour le Livret A

Retour des vacances, dépenses de rentrée scolaire : le mois de septembre réussit rarement au Livret A ainsi qu'au Livret de développement durable et solidaire (LDDS), mais le cru 2025 est particulièrement mauvais avec une décollecte de 1,95 milliard d'euros pour le premier et de 760 millions d'euros pour le second. La baisse du taux de rémunération à 1,7 %, intervenue le 1^{er} août dernier, a manifestement conduit les ménages à réorienter leur épargne vers d'autres placements, dont l'assurance vie.

Septembre : toujours un mois difficile pour l'épargne réglementée

2025 marque la septième décollecte enregistrée en septembre depuis 2009 (année des premières statistiques de la Caisse des dépôts). Le LDDS signe, de son côté, sa treizième décollecte en septembre depuis cette même date.

2025 marque néanmoins une réelle inflexion. Il faut remonter à septembre 2015 pour retrouver une décollecte plus forte pour le Livret A, (-2,38 milliards d'euros), tout comme pour le LDDS (-870 millions d'euros).

Le résultat de 2025 est très éloigné du niveau moyen de collecte observé sur les dix dernières années en septembre (+324 millions d'euros pour le Livret A et -183 millions pour le LDDS).

En septembre, les ménages doivent faire face à un surcroît de dépenses lié à la fin des vacances et à la rentrée scolaire. Par ailleurs, 13,1 millions de contribuables ont fait l'objet d'un prélèvement supplémentaire au titre de l'impôt sur le revenu de 2024, au mois de septembre (régularisation après envoi des avis d'imposition).

Le Livret A, moins valeur refuge que par le passé

La démission de François Bayrou, le 9 septembre 2025, n'a pas conduit les Français à accroître leur épargne de précaution sur leur Livret A. La répétition des crises gouvernementales peut expliquer cette moindre propension à épargner sur ce support, sachant que le taux d'épargne atteint déjà un niveau très élevé.

Compte tenu de l'attentisme qui prévaut, notamment en matière de consommation, les ménages ont préféré laisser leur argent sur leurs comptes courants. Par ailleurs, comme cela est constaté depuis le début de l'année, ils privilégiennent des placements mieux rémunérés, dont les fonds en euros de l'assurance vie. L'effet taux a donc joué contre le Livret A et le LDDS en septembre.

Une collecte en retrait depuis le début de l'année

Sur les trois premiers trimestres de l'année, la collecte du Livret A n'est que de 970 millions d'euros, contre 13,42 milliards d'euros à la même époque en 2024. Pour le LDDS, les montants respectifs sont de 2,79 milliards et 6,10 milliards d'euros.

La rupture est donc nette et semble clore la période de forte collecte qui avait démarré avec la guerre en Ukraine, en février 2022.

Le Livret d'épargne populaire (LEP) sauvé par son taux

Le Livret d'épargne populaire enregistre une collecte positive de 110 millions d'euros en septembre 2025, néanmoins en retrait par rapport à celle du mois d'août (330 millions d'euros) et à celle de septembre 2024 (330 millions d'euros également).

Le taux de rémunération de 2,7 % demeure attractif pour les épargnants éligibles au LEP, même si leurs revenus modestes disposent d'une capacité d'épargne limitée. Depuis le début de l'année, la collecte reste néanmoins négative (-1,53 milliard d'euros).

Une fin d'année peu favorable à l'épargne réglementée

En règle générale, le dernier trimestre marqué par le paiement des impôts locaux et les fêtes de fin d'année est peu favorable au Livret A. Dans ce contexte, la poursuite de la décollecte est fort probable, sachant que, depuis trois ans, le Livret A comme le LDDS ont battu des records d'encours.

Vers une nouvelle baisse du taux du Livret A en février ?

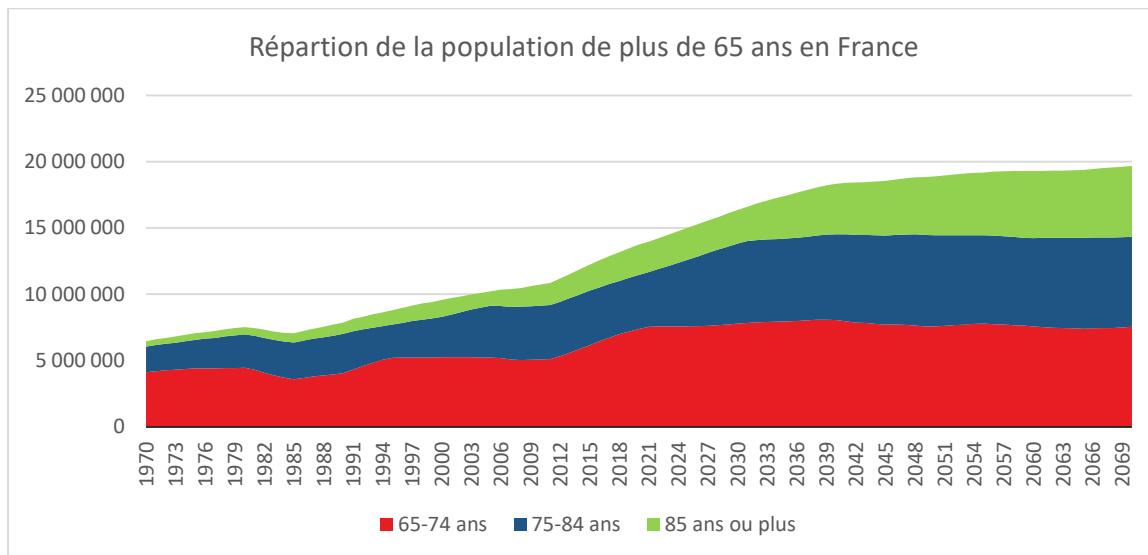
Compte tenu des hypothèses d'inflation et de taux d'intérêt, le rendement du Livret A pourrait être à nouveau revu à la baisse le 1^{er} février prochain. Son taux pourrait être ramené à 1,4/1,5 %, tandis que celui du LEP pourrait être révisé à 2,5 %.

La France à l'heure de la démographie impitoyable

Le vieillissement démographique dicte de plus en plus sa loi sur les comptes publics. Avec l'arrivée à l'âge de la retraite des larges générations du baby-boom, les dépenses sociales ne peuvent qu'augmenter. La question n'est pas de les restreindre mais de trouver les moyens pour les financer sans porter atteinte à la cohésion nationale (explication ???). Ce problème concerne non seulement la France mais aussi tous les États membres de l'Union européenne.

« *L'État-providence tel qu'il existe aujourd'hui n'est plus finançable* », a déclaré cet été le chancelier allemand Friedrich Merz. Ce propos iconoclaste traduit l'impuissance des gouvernements à faire face à une augmentation des dépenses au moment où la croissance se dérobe sous leurs pieds.

Depuis 2000, le poids des prestations sociales dans le PIB a augmenté dans tous les grands pays européens. En France, il atteint plus de 33 % du PIB, contre 29 % en Allemagne, 28 % en Italie et 26 % en Espagne. Cette progression est imputable à l'augmentation du nombre de personnes de plus de 60 ans. En France, le nombre de retraités est passé de 5 à 17 millions de 1980 à 2024. La multiplication des pathologies chroniques entraîne une forte hausse des dépenses de santé. Avec l'arrivée des premières générations du baby-boom au-delà des 80 ans, celle-ci pourrait s'accélérer.



Cercle de l'Épargne – données INSEE

Le renouvellement des générations n'est plus assuré depuis de nombreuses années au sein de l'Union européenne. Le taux de fécondité s'élevait à 1,4 loin des 2,1 nécessaires. La France enregistre depuis plusieurs années une baisse de son taux de fécondité. Il est ainsi passé de 1,9 à 1,6 enfant par femme de 2017 à 2024. En Allemagne, le taux de fécondité était de 1,35 en 2024. Ce taux est de 1,18 en Italie et de 1,12 en Espagne (2023). L'augmentation de la population repose de plus en plus sur l'immigration. Si celle-ci venait à être réduite, le nombre d'habitants dans un grand

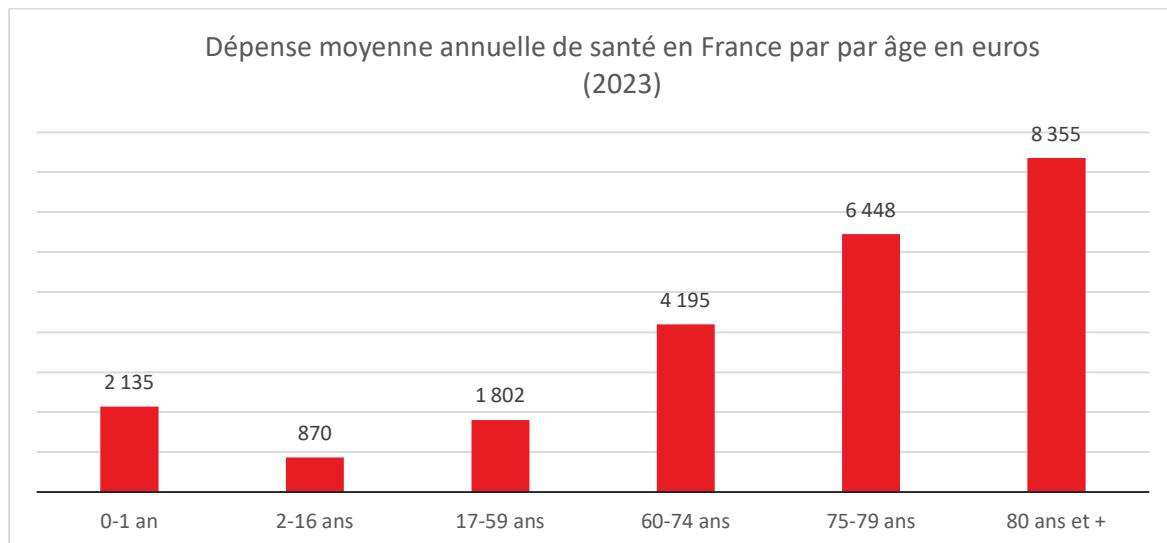
nombre de pays, diminuerait. Actuellement, la population est déjà en recul en Bulgarie, en Lituanie, en Lettonie, en Roumanie et en Grèce.

La proportion des plus de 65 ans est en hausse constante. Elle devrait se situer autour de 30 % au sein des pays de l'Union européenne d'ici le milieu du siècle. En 2050, l'Europe comptera 75 millions de plus de 80 ans contre 33 millions aujourd'hui. En France, la proportion des plus de 65 ans passera de 22 % en 2025 à 30 % en 2050. Partout, en Europe, le rapport cotisants sur retraité se dégrade. Dans les années 1960, il y avait quatre cotisants pour un retraité en France. En 2025, il n'y en a plus que 1,7. Ce ratio devrait être de 1,4 d'ici 2070. En un demi-siècle, le nombre de cotisants a été divisé par deux.

Mécaniquement, les dépenses de santé sont amenées à progresser. Elles s'élèvent à 14 % du PIB en France, contre 11 % en Allemagne. Elles pourraient, sans ajustement, atteindre 16,5 % du PIB en France en 2040. La Cour des comptes prévoit 15 milliards d'euros de déficit en 2035, puis 30 milliards en 2045 pour le système de retraites seul sans prendre en compte les régimes de la fonction publique.

Le vieillissement n'affecte pas que les retraites. Le déficit de la branche maladie en France est déjà de 16 milliards d'euros en 2025, et devrait s'aggraver de 3 milliards d'ici 2029, selon la Commission des comptes de la Sécurité sociale.

Une personne de 80 ans coûte près de cinq fois plus qu'un adulte d'âge actif en dépenses de santé. Avec une augmentation de la population des plus de 75 ans de 30 % d'ici 2040, l'effet sur les dépenses sera mécanique.



Cercle de l'Épargne - données de la Sécurité sociale

Pour compenser les effets du vieillissement démographique, les États peuvent jouer sur le taux d'emploi et sur la productivité. En matière de taux d'emploi, sur le papier, la France dispose de marges de manœuvre. En effet, son taux d'emploi est faible chez les 15/24 ans, autour de 35 % en 2024, contre 52 % en Allemagne. Les difficultés d'insertion des jeunes, en particulier les jeunes garçons, demeurent. Le taux d'emploi en France est également faible chez les 55/64 ans. Il est de 56 % en 2024 en France,

contre 72 % outre-Rhin. Au niveau global, le taux d'emploi est près de 10 points inférieurs en France à celui de l'Allemagne (67 % contre 77 % en Allemagne). Cette différence de dix points d'emploi représente l'équivalent de 3 millions d'actifs supplémentaires potentiels. Si la France atteignait le taux d'emploi allemand, le déficit des retraites serait presque comblé.

Le comblement de ce déficit d'emplois suppose une amélioration du système éducatif, afin de réduire le chômage des jeunes peu qualifiés et une augmentation du nombre de seniors au travail.

Pour contraindre les dépenses sociales, certains économistes préconisent une privatisation partielle de celles-ci. Or, les exemples étrangers ne sont pas concluants sur ce sujet. Aux États-Unis, les dépenses de santé, en grande partie d'ordre privé (75 %), augmentent plus vite qu'ailleurs. Elles représentent 17 % du PIB, contre 11 % en France et 10 % en Allemagne (2023). Les États-Unis consacrent ainsi 4 points de PIB de plus à la santé pour un résultat sanitaire inférieur à celui de la France (espérance de vie à 77 ans, contre 82 ans).

Dans ces conditions, quels sont les moyens pour équilibrer les comptes sociaux ?

Face à cette croissance inévitable des dépenses de santé, les gouvernements seront tentés d'augmenter les prélèvements obligatoires. Le relèvement des cotisations sociales de 1 à 1,5 point du PIB rapporterait une trentaine de milliards d'euros. En revanche, cette solution facile à mettre en œuvre aurait des effets économiques en aggravant le coût du travail. Sur le plan social, elle aboutit à un transfert de charges sur les actifs. Elle peut potentiellement peser sur la demande et donc sur la croissance.

L'augmentation du taux d'emploi a été mise en avant ces dernières années. Elle permet une progression des recettes publiques (cotisations et impôts) et une diminution des charges (moindre progression du nombre de retraités). En France, le report de 2 à 3 ans de l'âge de départ à la retraite augmenterait le taux d'emploi des plus de 60 ans de 10 points et rapporterait 20 milliards d'euros par an. Sur ce dernier point, l'absence de consensus rend conflictuelle cette solution. La suspension de la réforme des retraites de 2023 semble tirer la conséquence de l'hostilité de la population.

Une autre voie pour atténuer les effets du vieillissement repose sur les gains de productivité ; or ceux-ci sont faibles voire ont disparu depuis près de 10 ans. L'insuffisance des investissements dans les hautes technologies, les problèmes de formation des actifs et la spécialisation des économies européennes dans les services domestiques expliquent cette évolution.

À défaut de pouvoir jouer sur ces leviers, les pouvoirs publics favoriseront l'érosion des dépenses de prestations sociales en ne les indexant plus à l'inflation comme cela a déjà été le cas par le passé. Le niveau de vie relatif des retraités en France par rapport à la moyenne de la population diminue depuis 2017. Selon le Conseil d'Orientation des retraites, ce dernier devrait n'être plus que de 87 % d'ici 2070 contre 102 % en 2023.

Depuis 1945, la France a construit un État-providence à la fois généreux et universel. L'universel a un coût surtout quand la croissance se fait rare. Les dépenses publiques représentent plus de 58 % du PIB dont près des deux tiers financent la protection sociale. Ce modèle a permis une forte réduction des inégalités et de la pauvreté en particulier chez les retraités. Cependant, entre 2025 et 2050, le ratio cotisants/retraités chutera encore de 15 %. Sans réforme, la dette sociale pourrait dépasser 50 % du PIB. L'État providence ne peut survivre qu'à la condition que la croissance se redresse et que des arbitrages soient réalisés.

La fin du règne du dollar est-elle pour demain ?

Depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale, le dollar règne en maître. Il est tout à la fois la monnaie de la première puissance économique et militaire mondiale, la première monnaie de réserve, la première monnaie pour les transactions commerciales, ainsi qu'une valeur refuge. Ce pouvoir monétaire et financier repose sur la confiance. Aujourd'hui, aucune devise n'offre les mêmes avantages que le dollar. Demain, cette confiance pourrait se lézarder.

Depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale, la domination du dollar repose sur trois piliers :

- la stabilité politique et institutionnelle des États-Unis ;
- la profondeur et la liquidité de leurs marchés financiers ;
- le statut du dollar comme monnaie de réserve mondiale.

Les États-Unis, première puissance économique financière et monétaire jouissent d'un statut de valeur refuge. La crédibilité du dollar s'appuie sur une banque centrale indépendante et un système démocratique. Le marché financier américain est de loin le premier au monde. La capitalisation des entreprises américaines représente 70 % de la capitalisation mondiale. L'importance de la dette publique américaine, près de 38 000 milliards de dollars, conforte la place financière de New-York. Les investisseurs internationaux privilégiennent les titres américains en raison de la garantie dont ils sont assortis et de leur rendement attractifs. Les États-Unis attirent les capitaux du monde entier surtout en période de crise. Le dollar constitue la monnaie de réserve mondiale. En 2024, 59 % des réserves de change mondiales étaient, selon le FMI encore libellées en dollars, contre 19 % en euros, 6 % en yens et 3 % en yuans.

Jusqu'à présent, le dollar a résisté à de nombreuses guerres du Vietnam à l'Irak, à l'inflation des années 1970, à la crise financière de 2008, au premier mandat de Donald Trump, etc. La devise américaine peut compter sur la résilience de l'économie américaine qui représente toujours le quart du PIB mondial quand celle de l'Europe a vu son poids fondre de plus de 30 % en un quart de siècle. Le dollar est la monnaie utilisée dans plus de 50 % des transactions commerciales.

Pour autant, de nombreux dirigeants d'États rêvent de faire chuter le dollar de son trône. La dédollarisation est souvent évoquée, que ce soit de la part de la Chine ou de la Russie. Or, aujourd'hui, aucune devise n'offre les mêmes avantages que le dollar. Nul n'entend placer ses capitaux en monnaie chinoise ou russe. Même sous sanctions en lien avec la Guerre en Ukraine, de nombreux oligarques russes recourent à des sociétés

écrans pour continuer à investir en dollars. Les Chinois comptent sur leur future monnaie digitale de banque centrale pour inverser le rapport de force. Pour convaincre les États et les investisseurs à se ranger derrière leur ambitieux projets, ils peuvent compter de manière indirecte sur les foucades de Donald Trump. Les menaces répétées à l'encontre des responsables de la Réserve fédérale afin qu'ils diminuent les taux directeurs fait craindre une perte d'indépendance et donc de crédibilité de cette dernière. La Fed a été contrainte de baisser ses taux directeurs au mois de septembre malgré une inflation sous-jacente élevée... L'ingérence du politique dans le système monétaire américain serait perçue comme un risque majeur pour les investisseurs internationaux. Ces derniers ont été déjà échaudés par la pratique de plus en plus répétée des sanctions et de l'application de la règle d'extraterritorialité permettant de poursuivre des entreprises ou des personnes étrangères qui ne respectent pas le droit américain. L'évolution des finances publiques constitue également un sujet de préoccupation. Le déficit fédéral dépasse 7 % du PIB en 2025, et la dette publique atteint 129 % du PIB (contre 98 % en 2019). Il en est de même avec l'évolution du déficit commercial américain, qui a atteint un niveau record en 2024 avec plus de 1 000 milliards de dollars. Ces déficits alimentent le monde entier en dollars et l'exposent à un mouvement général de défiance. L'économie américaine vit ainsi au crédit du monde. Le dollar, en circulant partout, exporte la dette américaine comme jadis Rome le faisait avec ses sesterces. Comme pour Rome, la foi pourrait un jour s'affaiblir en raison de l'excès de dollars en circulation.

Depuis le début de 2024, les banques centrales émergentes — Chine, Inde, Brésil, Russie — réduisent leur exposition au dollar. La part des réserves détenues en dollars par les pays du BRICS est passée de 70 % en 2010 à 45 % en 2025, témoignage d'un changement d'état d'esprit. Ces banques centrales achètent, en contrepartie, de grande quantité d'or soutenant le cours de cette dernière. À ce titre, la banque centrale chinoise (PBoC) a augmenté ses réserves en or de 2 000 tonnes en cinq ans, tandis que les échanges intra-BRICS en yuans ont été multipliés par trois depuis 2020. La part du dollar dans les transactions internationales SWIFT est passée de 44 % à 38 % entre 2021 et 2025, tandis que celle du yuan est passé à 7 %. Le Sud entreprend de réduire son exposition au Sud.

La baisse du dollar provoque par ricochet l'appréciation de l'euro qui est la deuxième monnaie de réserve à l'échelle mondiale. Cette appréciation est logique car la zone euro dégage un excédent courant de plus de 2 % du PIB, tandis que les États-Unis affichent un déficit de 3,5 %. Ces dernières années, la faible valeur de l'euro était imputable à la guerre en Ukraine et la faible croissance de la zone euro. Avec le retour de Donald Trump au pouvoir, la parité euro/dollar, qui était tombée à 0,95 en 2022, a déjà rebondi à 1,18 à l'automne 2025. Certains analystes, comme Goldman Sachs, évoquent un retour à 1,25 en 2026.

Pour certains, l'augmentation de l'euro est une aubaine quand, pour d'autres, elle constitue un handicap sur le plan économique. L'appréciation de l'euro réduit la facture des importations, en particulier celle du pétrole. Cela avantage des pays comme la France dont la balance commerciale est fortement déficitaire ; de même pour l'Allemagne dont la compétitivité a été mise à mal par la hausse du prix du gaz et du pétrole après le déclenchement de la guerre en Ukraine. En revanche, la hausse de l'euro peut pénaliser les exportations.

Le véritable moteur du dollar reste le rendement de ses actifs. En 2025, le taux réel américain à dix ans (taux nominal moins inflation) reste positif, autour de +1,5 % et supérieur aux rendements des titres européens équivalents. Ce différentiel attire les capitaux et maintient artificiellement la valeur du dollar. En revanche, il a un coût : un service de la dette publique de plus en plus important. Les intérêts versés par le Trésor américain atteignent 1 100 milliards de dollars par an, soit plus que le budget combiné du Pentagone et de la NASA. Pour cette raison, Donald Trump entend faire baisser les taux d'intérêt en faisant pression sur la Réserve fédérale, voire en imaginant des dispositifs imposant des taux plus faibles aux non-résidents. Le risque est de remettre en cause le rôle du dollar comme valeur refuge et de réduire le flux de capitaux dont l'économie américaine a besoin.

L'histoire montre que les monnaies de réserve ne meurent pas de déficits, mais de ruptures politiques. La livre sterling a perdu son statut de monnaie mondiale après 1945, non à cause de sa dette, mais parce que l'Empire britannique avait perdu la maîtrise de ses flux commerciaux et énergétiques. La puissance économique et financière avait basculé du côté des États-Unis. A son tour, le dollar, dépend de la stabilité de son empire économique. Les guerres tarifaires engagées par Donald Trump, la sortie des États-Unis de plusieurs institutions multilatérales, la méfiance des alliés européens et les volte-face de Donald Trump sont autant de fissures dans la confiance mondiale dans le dollar. La grande chance de ce dernier est qu'aucune alternative crédible n'existe pour le moment. La meilleure preuve est que la « vieille relique », l'or, joue le rôle de valeur refuge, l'once ayant dépassé, au mois d'octobre 2025, les 4 000 dollars. Cependant, l'or ne peut pas servir d'unité de compte dans une économie numérique.

Désormais convertible pour les transactions commerciales dans 134 pays, le yuan souffre encore du contrôle des capitaux en Chine. Sa part dans les réserves mondiales ne dépasse pas les 5 %, ce qui est faible pour un pays devenu la première puissance commerciale du monde. L'euro demeure une monnaie régionale qui peine à franchir les frontières de l'Union européenne. L'absence d'un marché unifié des capitaux et d'émission d'obligations européennes pénalise la monnaie unique. Les cryptoactifs, comme le Bitcoin, bénéficient d'un attrait mais restent trop volatils pour servir de référence monétaire.

La mort du dollar n'est pas pour demain mais la fin de son monopole s'avance. L'économie mondiale s'oriente vers une multipolarité monétaire où plusieurs devises coexistent sans hégémonie. Selon les projections du FMI, en 2035, la part du dollar dans les réserves de change mondiales tomberait à 45 %, celle de l'euro atteindrait 25 % et celle du yuan 15 %. Les actifs numériques stables pourraient représenter 5 % des réserves. Cette transition ne signifierait pas un effondrement du dollar, mais une dilution de sa puissance — un retour au monde d'avant 1914, où la livre, le franc et le mark coexistaient avec des risques financiers accrus.

Face à cette recomposition, l'Europe a des atouts. Pour la première fois depuis vingt ans, l'euro inspire davantage de confiance que le dollar dans les marchés obligataires, la dette publique de la zone euro se négocie à un rendement moyen inférieur de 70 points de base à celui des Treasuries américains. Ce capital de confiance ne se développera que si l'Union renforce sa cohésion financière et budgétaire. Sans politique commune, l'euro ne deviendra jamais une vraie monnaie mondiale, il restera un grand marché sans souveraineté. Au moment où une réelle opportunité de reconquête d'un

pouvoir financier se fait jour, les responsables européens semblent vouloir tourner le dos à la construction européenne. Près du but, ils rechignent à avancer vers un fédéralisme budgétaire.

L'histoire est libre. L'euro peut devenir la monnaie du XXI^e siècle mais cela suppose que les dirigeants européens y croient. Il peut s'appuyer sur une banque centrale reconnue et indépendante, sur des États démocratiques et sur le plus puissant marché commercial du monde, l'Union européenne.

Les États-Unis en danger avec la fin de l'immigration

Les États-Unis se sont construits sur l'immigration. De Jamestown à la Silicon Valley, l'histoire américaine s'écrit dans les pas de ceux venus d'ailleurs. L'immigration a façonné, économiquement, culturellement et politiquement les États-Unis.

Dès la fondation de Jamestown en 1607, les colons anglais, néerlandais, allemands et français se disputent les marges d'un continent encore mal connu. La population des treize colonies passe de 250 000 habitants en 1700 à 2,5 millions en 1775, dont un cinquième d'esclaves africains. Le premier acte migratoire américain est donc paradoxal, la recherche de la liberté des uns se combinant à la servitude des autres. L'immigration religieuse domine le XVIII^e siècle : les Puritains, Quakers et Huguenots fuient les persécutions européennes. L'Amérique s'imagine comme un refuge mais la construction de ce dernier s'accompagne du déplacement et de l'anéantissement des peuples autochtones. Au Sud, la traite des noirs permet le développement des propriétés des colons.

Entre 1820 et 1920, 33 millions d'immigrants franchissent l'Atlantique. Jamais un pays n'avait absorbé un tel flux. La population américaine passe de 9 millions à plus de 100 millions. L'immigration devient le moteur de l'industrialisation. Les Irlandais fuient la Grande Famine (1845–1849) et débarquent par centaines de milliers. Ils bâtissent les voies ferrées et creusent les canaux. Les Allemands, artisans et fermiers, s'installent dans le Midwest. Les Scandinaves peuplent le Minnesota et le Dakota. En 1860, un Américain sur six est né à l'étranger. Italiens, Polonais, Russes, Juifs d'Europe orientale sont de plus en plus nombreux après 1850 à tenter leur chance outre-Atlantique. À Ellis Island, inaugurée en 1892, ils patientent sous les plafonds de fer forgé. Entre 1892 et 1954, 12 millions de personnes y transitent. L'Amérique devient la « melting pot society ». L'intégration est souvent difficile, les bidonvilles prolifèrent et le nativisme s'enflamme. En 1882, le Chinese Exclusion Act interdisant aux Chinois d'entrer sur le territoire constitue la première loi d'exclusion raciale.

Après la Première Guerre mondiale, avec la grande crise, l'immigration baisse brutalement : à peine 110 000 entrées par an dans les années 1930, contre plus d'un million à la Belle Époque. La peur du communisme, la xénophobie et les difficultés économiques nourrissent le protectionnisme et la fermeture des frontières. Les Immigration Acts de 1921 et 1924 instaurent des quotas nationaux fondés sur la composition ethnique de 1890. Les autorités instituent une préférence nette pour les Anglo-Saxons. Les Asiatiques sont presque totalement exclus. Durant la Grande Dépression, les autorités renvoient des dizaines de milliers de Mexicains. Les portes se ferment aussi aux réfugiés juifs fuyant l'Europe nazie. Quelques programmes, comme

le « Bracero Program » rouvrent cependant les frontières aux travailleurs agricoles mexicains pour soutenir l'effort de défense durant la Seconde Guerre mondiale.

Après 1945, la prospérité et la guerre froide redéfinissent le rôle des frontières. Les États-Unis se veulent être la vitrine du monde libre. En 1953, le pays compte 10 millions d'étrangers nés à l'étranger, soit 6 % de la population – un plancher historique. Le tournant vient avec la loi Hart-Celler de 1965. Les quotas ethniques sont abolis. Les nouveaux critères privilégient la réunion familiale et les qualifications professionnelles. L'effet est spectaculaire : en vingt ans, les flux asiatiques et latino-américains supplantent les flux européens. Les réfugiés de la guerre froide – Cubains après 1959, Vietnamiens après 1975 – trouvent asile aux États-Unis. Les Mexicains, Philippins, Coréens et Indiens deviennent les nouveaux visages de l'immigration américaine. Depuis les années 1980, les États-Unis accueillent environ un million d'immigrants légaux par an, un rythme stable malgré les alternances politiques. En 2025, 46 millions d'Américains sont nés à l'étranger, soit 13,7 % de la population, un record depuis 1910. Le Mexique reste la première source d'immigrants (24 %), mais sa part décline. Les arrivées en provenance de l'Inde et de la Chine augmentent. Chaque année, plus de 300 000 visas sont délivrés à des travailleurs hautement qualifiés, notamment dans les technologies et la santé. Longtemps absents, les Africains subsahariens représentent désormais 5 % des nouveaux venus. Environ 11 millions de personnes vivent sans titre de séjour, concentrées dans les États frontaliers et agricoles. Les politiques oscillent entre régularisations partielles (1986, 2012) et durcissements (2017–2020).

Donald Trump s'est notamment fait réélire sur le thème de la réduction de l'immigration, accusée de faire baisser les salaires des Américains et de coûter chère aux finances publiques. Or, les études économiques convergent : les immigrés contribuent plus qu'ils ne coûtent. Le Congressional Budget Office estime leur apport net aux finances publiques à +0,3 % du PIB par an. Leur présence tarde de plusieurs décennies le vieillissement et le ralentissement de la population. Sans l'immigration, la population américaine aurait stagné depuis 2005. Les immigrés et leurs descendants assurent aujourd'hui 80 % de la croissance démographique. Dans un pays où le taux de fécondité est tombé à 1,6 enfant par femme, ils constituent un amortisseur démographique crucial.

Dès son retour à la Maison Blanche, au mois de janvier 2025, Donald Trump a pris des mesures de raccompagnement aux frontières. Entre janvier et juin 2025, le nombre d'immigrés vivant aux États-Unis est passé de 53,3 millions à 51,9 millions (Pew Research Center). Le nombre d'immigrés actifs, c'est-à-dire participant au marché du travail, a chuté de 1,5 million de personnes entre mars et août 2025, selon le Bureau of Labor Statistics. Cette contraction est inédite depuis un demi-siècle. Depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale, la population étrangère n'avait jamais reculé sur une période aussi brève. Or, dans une économie qui crée en moyenne 150 000 emplois nets par mois, cette baisse du vivier de main-d'œuvre équivaut à un choc négatif d'offre de travail de près de 1 %.

Les États-Unis comptent 15,4 % d'immigrés dans leur population totale, mais leur poids économique est bien supérieur à ce chiffre. Les immigrés représentent :

- 23 % des emplois dans l'industrie manufacturière ;
- 27 % dans la construction ;
- 22 % dans la santé et l'action sociale ;
- 25 % dans l'informatique ;
- 23,1 % dans les professions scientifiques et technologiques (STEM).

Selon la National Foundation for American Policy, 55 % des start-up valorisées à plus d'un milliard de dollars ont au moins un fondateur né à l'étranger. Sundar Pichai (Google), Elon Musk (Tesla), Satya Nadella (Microsoft). Selon l'American Immigration Council, 46 % des 500 plus grandes entreprises américaines ont été fondées par des immigrés ou leurs enfants. Dans le secteur des technologies, la proportion grimpe à 44 % des licornes (entreprises valorisées à plus d'un milliard de dollars). 23 % des brevets américains sont déposés par des immigrés. Chaque année, les titulaires de visas H-1B contribuent pour au moins 0,3 point de PIB à la croissance américaine, selon la Fed de Dallas. Le ralentissement de ces flux se traduira donc mécaniquement par un affaiblissement du potentiel de croissance et d'innovation.

L'économie américaine repose sur une complémentarité entre l'immigration peu qualifiée et l'immigration hautement qualifiée : la première soutient les secteurs essentiels (bâtiment, restauration, services), la seconde alimente les industries de pointe. Les conseillers de Donald Trump estiment que les immigrés peuvent être remplacés par des travailleurs américains « laissés pour compte ». Or, le taux de chômage est faible aux États-Unis. Par ailleurs, les Américains rechignent à occuper les emplois sous-qualifiés. Pour des postes de pointe, ces derniers peuvent souffrir d'un manque de compétences. L'enquête PIAAC de l'OCDE souligne que les Américains natifs figurent parmi les moins performants des pays développés. Avec un score de 251, les États-Unis se situent au même niveau que l'Espagne ou la France, loin derrière le Canada (267) et la moyenne OCDE (272). Ce déficit de compétences rend impossible la substitution complète des immigrés dans les emplois qualifiés.

La population active américaine est confrontée à un grave problème de santé publique, ce qui nuit à sa productivité. Selon les données de l'agence fédérale du CDC (Center for Disease Control and prevention) 28,7 % des adultes souffrent d'une forme d'invalidité, dont 13,9 % de troubles mentaux, et 30,3 % d'obésités. Ce taux d'obésité, le plus élevé du monde développé pénalise le système productif et accroît la pression sur les systèmes d'assurance santé et de retraite. Or les immigrés, souvent plus jeunes et en meilleure santé, compensent partiellement cette fragilité. En restreignant leur arrivée, les États-Unis aggravent leur propre déficit de vitalité économique.

À cette faiblesse du capital humain s'ajoute un vieillissement démographique rapide. Le taux de fécondité des femmes américaines est tombé à 1,6 enfant par femme en 2024, contre 2,1 au début des années 2000. Le seuil de renouvellement des générations étant de 2,1, la population américaine ne se renouvelle plus naturellement. Seule l'immigration permet encore de maintenir la population active. Sans elle, le nombre d'actifs déclinerait de 0,4 % par an, selon le Congressional Budget Office (CBO).

Depuis mars 2025, la population active totale a cessé de croître. Par voie de conséquence, les salaires nominaux continuent de progresser de +4 % par an, sans gains de productivité correspondants, nourrissant une inflation sous-jacente persistante. La politique anti-immigration de Donald Trump, censée « protéger » les emplois américains, alimente en réalité un cercle vicieux de pénurie de main-d'œuvre, de hausse des prix et de baisse du pouvoir d'achat. Chaque baisse d'un million d'immigrés retranche 0,1 point de PIB à la croissance potentielle à cinq ans. La perte cumulée due à la politique actuelle pourrait atteindre 0,4 à 0,5 point par an entre 2025 et 2030. Le déficit public s'en trouverait aggravé de 1 000 milliards de dollars sur dix ans, faute de cotisations et d'impôts supplémentaires.

La croissance économique américaine est conditionnée sur longue période aux flux migratoires. Dans les années 1920, après l'Immigration Act de 1924, la population active a stagné et la croissance potentielle est tombée sous les 2 %. À l'inverse, entre 1980 et 2007, l'ouverture relative des frontières a accompagné un doublement du PIB réel et un accroissement de 40 % de la productivité par tête. En décidant la fermeture des frontières, l'administration républicaine risque de tourner le dos à la croissance.

En outre, le coût annuel de la surveillance de la frontière sud dépasse 25 milliards de dollars, soit l'équivalent du budget fédéral de la recherche fondamentale. Les retards dans le traitement des visas coûtent aux universités américaines près de 2 milliards de dollars de recettes par an, faute d'étudiants étrangers. Les entreprises technologiques (Microsoft, Google, Tesla) alertent sur une perte pouvant aller jusqu'à 15 % de leur capacité d'innovation en raison de la raréfaction des ingénieurs étrangers.

CONJONCTURE ET ACTUALITES

Les équations impossibles du PLFSS 2026

Le projet de loi de financement de la Sécurité sociale (PLFSS) fixe les recettes et les dépenses des cinq branches du système (maladie, vieillesse, famille, autonomie et recouvrement). Il prévoit 676,9 milliards d'euros de dépenses pour 659,4 milliards de recettes, soit un déficit de 17,5 milliards d'euros en 2026, contre 23 milliards en 2025.

La suspension de la réforme des retraites par lettre rectificative

Annoncée par Sébastien Lecornu, lors de sa déclaration de politique générale le 14 octobre, la suspension du relèvement de l'âge de départ et du nombre de trimestres requis pour partir à la retraite à taux plein a été ajoutée sous forme de lettre rectificative au projet de loi de financement de la Sécurité sociale pour 2026. Cette solution garantit que la suspension sera mise en œuvre, même si les députés n'arrivent pas à s'entendre sur le PLFSS et si, le cas échéant, le gouvernement est contraint de faire passer le texte par ordonnances.

Le coût de la suspension a été évalué à 100 millions d'euros en 2026 et 1,4 milliard d'euros en 2027. Pour financer la suspension de la réforme des retraites, la lettre rectificative au PLFSS 2026 prévoit une mise à contribution des retraités, avec une sous-indexation de leurs pensions par rapport à l'inflation non pas de 0,4 point comme initialement prévu en 2027, mais de 0,9 point.

Le PLFSS initial prévoyait d'instituer une « contribution » des mutuelles de 2,05 % pour l'année 2026, une mesure censée rapporter 1 milliard d'euros. Pour compenser le coût de la suspension de la réforme des retraites, la lettre rectificative au PLFSS prévoit finalement un rehaussement de cette contribution à 2,25 %.

Le gel des prestations sociales

En 2026, les montants des prestations sociales, dont les pensions de retraite, ne seront pas revalorisés en fonction de l'inflation et resteront donc les mêmes qu'en 2025. Cette mesure doit générer une économie de 3,6 milliards d'euros (2,5 milliards pour la Sécurité sociale et 1,1 milliard pour l'État).

Selon le PLFSS, le gouvernement entend sous-indexer d'au moins 0,4 point les pensions de retraite sur l'inflation pendant trois ans, « *pour compenser le déséquilibre structurel de la branche et revenir à l'équilibre d'ici 2030* », avec à la clé une économie de 15 milliards d'euros entre 2027 et 2029.

La réforme du cumul emploi-retraite

Le cumul emploi-retraite permet à ceux qui le souhaitent de continuer à travailler même après la liquidation de leur pension de retraite, afin d'améliorer leurs revenus. Favorisé par la réforme Fillon puis restreint par celle de Marisol Touraine en 2014, le cumul emploi retraite avait été assoupli par celle de 2023. Il était ainsi à nouveau possible de se constituer de nouveaux droits à la retraite en reprenant un travail.

Dans le PLFSS 2026, le gouvernement entend réduire l'attractivité de ce dispositif. Il est ainsi proposé un dispositif évolutif en fonction de l'âge :

- **avant l'atteinte de l'âge d'ouverture des droits de droit commun (64 ans à terme)** : un écrêtement de la pension de retraite à hauteur de 100 % des revenus en cas de reprise d'activité et ce dès le premier euro, ce qui permettra de valoriser le dispositif de retraite progressive qui permet un cumul avantageux entre salaire et pensions ;
- **entre l'âge d'ouverture des droits (64 ans à terme) et l'âge d'annulation de la décote (67 ans)** : un cumul emploi-retraite partiel, prévoyant un écrêtement de la pension à hauteur de 50 % des revenus d'activité supérieurs à un seuil qui pourrait être fixé par décret à 7 000 euros de revenus d'activité par an ;
- **après l'âge d'annulation de la décote (67 ans)** : un cumul intégral permettant la création de droit à une seconde pension.

La mesure entrera en vigueur au 1^{er}janvier 2027, pour les personnes partant en retraite après cette date.

La limitation des arrêts de travail

Le PLFSS souhaite limiter la prescription d'un premier arrêt à 15 jours en ville et 30 jours à l'hôpital, obliger les médecins à inscrire un motif sur l'arrêt (pour faciliter les contrôles), limiter à quatre ans l'indemnisation d'une victime d'un accident du travail ou d'une maladie professionnelle, et ne plus rendre obligatoire la visite médicale des femmes après un congé de maternité.

Le resserrement du dispositif des affections de longue durée

En 2022, près d'un Français sur quatre âgé de 50 à 64 ans était atteint d'une affection de longue durée (ALD) : cancers, diabète, maladie d'Alzheimer, accident vasculaire cérébral invalidant, etc. Ces pathologies donnent droit à un remboursement intégral des soins. Dans le PLFSS, le gouvernement de Sébastien Lecornu indique vouloir déployer un « *parcours coordonné renforcé dédié, permettant de prévenir l'entrée en affection de longue durée* ». Le texte envisage en outre de supprimer les règles dérogatoires existantes pour les ALD dites non exonérantes (principalement la dépression légère et les troubles musculosquelettiques), pour lesquelles la prise en charge financière des arrêts de travail devrait être fortement réduite en 2026.

Le doublement des franchises médicales

Sébastien Lecornu a demandé le doublement du montant et le plafond des franchises médicales et participations forfaitaires - la somme réglée par le patient pour un médicament ou un acte de soins, une fois le remboursement effectué par l'Assurance maladie. La ministre de la Santé parle d'un « *forfait de responsabilité* », avec un plafond maximum de 200 euros de reste à charge par patient en 2026, pour un gain total de 2,3 milliards d'euros. Le PLFSS compte aussi élargir cette participation « *aux actes et consultations effectués par les chirurgiens-dentistes* » et permettre le paiement direct des franchises auprès de certains professionnels de santé.

La réduction du coût des transports sanitaires

La prise en charge des frais de déplacement d'un patient, pour se rendre à un examen médical ou rentrer chez lui après une hospitalisation, représente une somme croissante pour l'Assurance maladie, 6,3 milliards d'euros en 2023. Le PLFSS prévoit de « *créer un plafond ad hoc* » pour limiter le coût de ce mécanisme.

Une taxe sur les dépassements d'honoraires

Certains médecins spécialistes pratiquent des dépassements d'honoraires parfois importants. En 2024, ils ont atteint un montant record de 4,3 milliards d'euros, selon un rapport du Haut conseil pour l'avenir de l'Assurance maladie. Les revenus liés à une activité non conventionnée seront soumis à une « *surcotisation* » dont le montant pourra être réévalué par voie réglementaire. Ce mécanisme pourrait rapporter jusqu'à 300 millions d'euros à l'Assurance maladie.

La lutte contre les rentes de situation

Pour lutter contre les « *rentes dans le système de santé* », le PLFSS prévoit en outre la possibilité de procéder à des baisses de tarifs de certains secteurs, « *lorsqu'est documentée une rentabilité manifestement excessive* ». Les tarifs de radiothérapie et de dialyse sont déjà ciblés pour l'année 2026.

La création d'un congé de naissance

Le gouvernement prévoit la création d'un nouveau congé de naissance d'un ou deux mois (au choix), pour répondre « *à plusieurs enjeux tant démographiques que d'égalité professionnelle entre les femmes et les hommes* ». La ministre de la Santé, Stéphanie Rist, a indiqué que ce congé serait rémunéré à hauteur de 70 % du salaire net le premier mois et 60 % le second. Ce nouveau dispositif s'ajoute aux congés existants pour la maternité (trois mois) et la paternité (28 jours).

La faible hausse des dépenses pour l'hôpital

Le PLFSS fixe chaque année un objectif national de dépenses d'assurance maladie (ONDAM). Pour l'année 2025, l'ONDAM s'élevait à 265,9 milliards d'euros, en hausse de 3,4 % par rapport à 2024. En 2026, le gouvernement demande un effort de maîtrise des dépenses substantiel. L'ONDAM est fixé à 270,4 milliards, soit une hausse de seulement 1,6 % à champ constant.

Toutes ces mesures doivent être confirmées par le Parlement, sachant que l'examen doit être réalisé en 50 jours faute de quoi le gouvernement pourra l'appliquer dans sa version initiale par ordonnances.

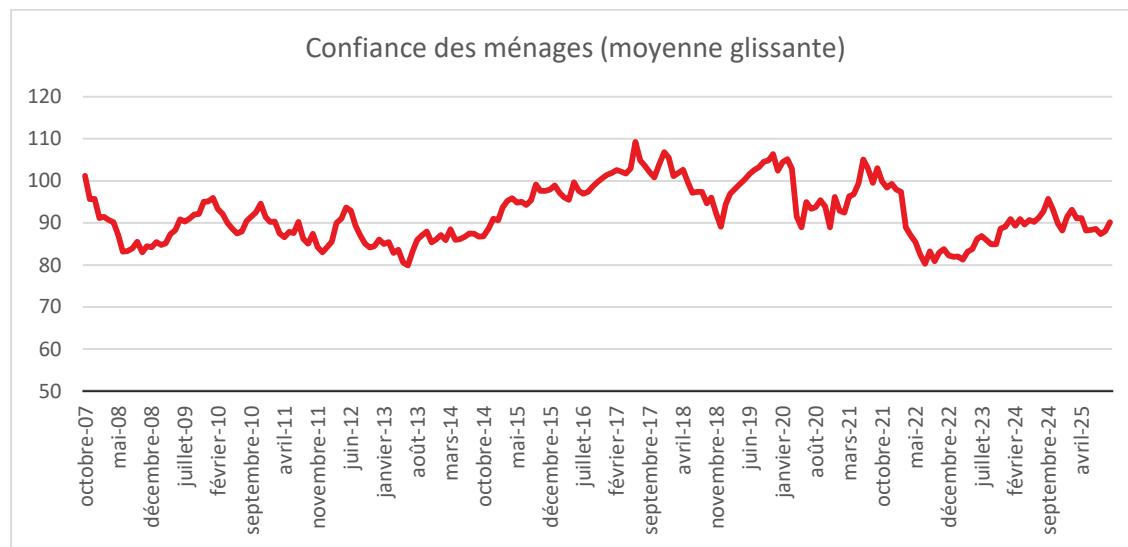
Les Français un peu moins pessimistes en octobre mais toujours en mode épargne

En octobre, malgré la crise politique, la confiance des ménages est en hausse. À 90, l'indicateur de l'INSEE qui la synthétise augmente de deux points. Cet indice reste néanmoins au-dessous de sa moyenne de longue période (100 entre janvier 1987 et décembre 2024). Le solde d'opinion relatif à l'opportunité d'épargner atteint un maximum historique.

En octobre, l'opinion des ménages concernant leur situation financière personnelle future s'améliore de nouveau. Le solde d'opinion associé gagne trois points et se rapproche de sa moyenne de longue période. Celui relatif à leur situation financière passée est quasi stable et demeure proche de sa moyenne de longue période. La proportion de ménages estimant qu'il est opportun, dans la situation économique actuelle, de faire des achats importants, est en léger progrès. Le solde correspondant gagne deux points mais reste bien au-dessous de sa moyenne de longue période.

En octobre, la part des ménages estimant qu'il est opportun d'épargner augmente nettement. Le solde d'opinion correspondant gagne sept points, atteignant un maximum historique. Ce résultat témoigne que les ménages n'ont pas l'intention d'accroître leurs dépenses de consommation. L'opinion des ménages concernant leur capacité d'épargne actuelle et future augmente de nouveau. Le solde d'opinion relatif à leur capacité d'épargne actuelle gagne trois points et celui relatif à leur capacité d'épargne future en gagne deux. Les deux soldes continuent de s'éloigner de leur moyenne de longue période

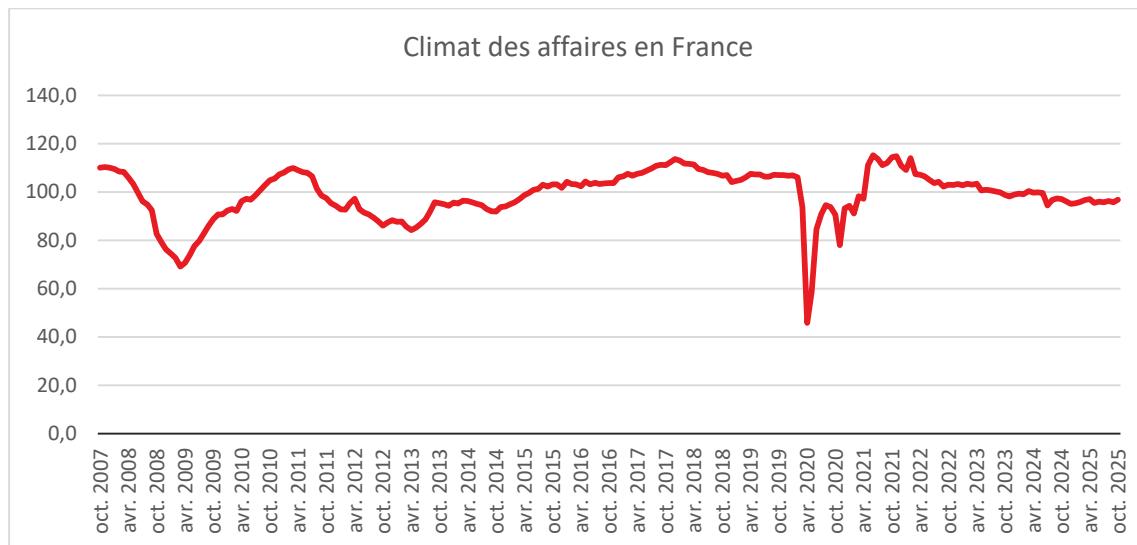
En octobre, l'opinion des ménages sur le niveau de vie futur en France augmente de nouveau. Le solde d'opinion associé progresse de cinq points. Celui relatif au niveau de vie passé est stable. Ces deux soldes restent bien au-dessous de leur moyenne de longue période. En octobre, les craintes des ménages concernant l'évolution du chômage baissent de nouveau : le solde correspondant perd six points, mais demeure bien au-dessus de sa moyenne de longue période



Légère amélioration du climat des affaires en France

En octobre, selon l'INSEE, l'indicateur synthétique du climat des affaires en France a progressé d'un point. À 97, il reste néanmoins en-deçà de sa moyenne de longue période (100) depuis juillet 2024. Le climat des affaires s'améliore dans l'industrie et le commerce de détail mais se dégrade dans les services et le bâtiment.

En octobre, l'indicateur synthétique de climat de l'emploi a augmenté de trois points. À 96, il reste néanmoins au-dessous de sa moyenne de longue période (100) depuis juillet 2024. Cette embellie résulte principalement du rebond du solde sur les effectifs prévus dans les services (hors intérim).



Cercle de l'Épargne – données INSEE

Ralentissement de la croissance en Chine confirmée

Confrontée au troisième trimestre, à la guerre commerciale avec les États-Unis et au ralentissement de la consommation des ménages, la Chine n'a pas été en mesure d'absorber l'excès d'offre et la crise immobilière. De ce fait, le taux de croissance recule, passant de 5,2 % à 4,8 % du deuxième au troisième trimestre. Pour mémoire, ce taux était de 5,4 % au premier trimestre.

Jusqu'à présent, l'économie chinoise avait plutôt bien résisté aux pressions internes et externes, grâce à des mesures de relance prises par le gouvernement et à la vitalité des exportations, exportations qui se sont réorientées vers l'Asie et l'Europe depuis la fermeture relative du marché américain.

La détérioration du troisième trimestre, en lien avec un contexte qui ne s'éclaire pas, comme le prouvent les nouvelles menaces de Donald Trump, rend l'objectif officiel de 5 % de croissance sur l'ensemble de 2025 difficilement atteignable sans de nouvelles mesures de soutien. Selon les prévisions de Reuters, la croissance chinoise pourrait tomber à 4,8 % sur l'année, et même à 4,3 % en 2026.

L'économie chinoise est handicapée par un excès d'offre qui crée un climat déflationniste et oblige la Chine à exporter le surplus vers l'étranger, créant des conflits commerciaux avec ses partenaires. En septembre, les ventes au détail ont ralenti, à +3 %, quand la production industrielle a progressé de 6,5 %. Les autorités chinoises entendent lutter contre la déflation. Une nouvelle loi contre la compétition déloyale a été adoptée. Certains secteurs, comme le photovoltaïque, se sont engagés à ne pas produire en-dessous d'un certain prix.

La réduction des surcapacités industrielles suppose de profonds changements au sein du modèle politico-économique chinois centré sur le soutien à l'offre et la compétition entre provinces. Dans le secteur automobile, plus 140 marques cohabitent en Chine. Les provinces refusent la fermeture d'usines en raison des conséquences sociales que cela provoquerait.

De son côté, le secteur de l'immobilier ne montre pas de réelle amélioration. En septembre, le prix des logements neufs a baissé de 0,4 % en rythme mensuel et de 2,2 % en rythme annuel, selon le Bureau des statistiques. Or, cette crise contribue à miner le moral des ménages qui ont tendance à réduire leurs dépenses de consommation.

La téléconsultation médicale en France

En France, la pratique de la téléconsultation chez les médecins généralistes s'est développée à partir de l'épidémie de covid en 2020. Selon l'INSEE, les médecins généralistes libéraux ont effectué 13,5 millions de téléconsultations en 2020, dont 3,6 millions en avril 2020 et 2,0 millions en mai 2020. Depuis, les téléconsultations se sont installées en complément des consultations en cabinet et des visites à domicile. Leur part dans l'activité des médecins généralistes reste néanmoins faible. En 2023, les médecins généralistes libéraux ont effectué 5,4 millions de téléconsultations, après 7,6 millions en 2022 et 9,4 millions en 2021.

La pratique de la téléconsultation est plus fréquente chez les jeunes médecins, mais les écarts sont moins marqués en 2023 qu'en 2020. Ainsi, les praticiens de moins de 50 ans ont réalisé 2,9 % de leur activité en téléconsultation en 2023, contre 1,8 % pour leurs confrères de 50 ans ou plus.

À la différence des téléconsultations effectuées par des médecins libéraux, le nombre de téléconsultations réalisées dans des centres de santé augmente fortement et de manière continue depuis 2020, passant de 600 000 à 3,8 millions en 2023. Leur part dans l'ensemble des téléconsultations de médecins généralistes atteint 41 % en 2023, contre 23 % en 2022 et 4 % en 2020. Cette progression s'explique par la montée en puissance des plateformes de téléconsultation spécialisées dans ce type de prise en charge, qui n'effectuent pas ou très peu de consultations en cabinet ou de visites à domicile. En moyenne, ces centres réalisent plus de 80 % de leur activité en téléconsultation. 92 % des téléconsultations sont en France désormais réalisées par des centres de santé en 2023.

Les consultations à distance s'adressent davantage à des jeunes patients adultes. En 2023, 59 % des téléconsultations ont été effectuées avec des patients âgés de 15 à 44 ans (contre 29,2 % des consultations en cabinet). La surreprésentation de cette tranche d'âge est plus forte parmi les téléconsultations de médecins salariés en centres de santé que parmi celles de médecins libéraux (73 % contre 50 %).

En 2022, parmi les médecins libéraux généralistes ayant réalisé des téléconsultations, 50 % déclarent avoir utilisé un outil de vidéotransmission proposé par une plateforme du marché comme Doctolib ou Qare, 31 % avoir eu recours à des outils de communication grand public comme WhatsApp ou Zoom et 18 % à l'outil proposé par leur agence régionale de santé. Par ailleurs, les médecins généralistes libéraux sont de plus en plus nombreux à se doter d'un outil de prise de rendez-vous en ligne : 36 % d'entre eux disposent d'un outil de prise de rendez-vous en ligne comme Doctolib, KelDoc ou Maiia en 2022, contre 23 % en 2019.

Les illusions de la décarbonation française

Selon l'INSEE, les émissions de gaz à effet de serre (GES) des unités résidentes françaises se sont, élevées à 404 millions de tonnes équivalent CO₂ (Mt CO₂ éq) en 2024, soit 5,9 tonnes par habitant. La baisse a été de près de 31 % depuis 1990 — mais elle s'amenuise, -0,9 % seulement en 2024, contre -6,0 % en 2023. Le respect de la neutralité carbone prévue en 2050 suppose des efforts de réduction annuelle de l'ordre de 4 à 5 %.

Des émissions de CO₂ liées aux produits importés

L'empreinte carbone — 563 Mt CO₂ éq en 2024 — offre une mesure plus complète de la pression climatique exercée par la consommation française, qu'elle soit domestique ou importée. Elle se décompose ainsi :

- 99 Mt (18 %) d'émissions directes des ménages ;
- 180 Mt (32 %) d'émissions intérieures liées à la production nationale ;
- 284 Mt (50 %) d'émissions importées, soit plus que la totalité des émissions de la production nationale.

Du fait de la balance commerciale fortement déficitaire, en particulier pour les biens industriels, la moitié des émissions imputables à la demande française est désormais produite à l'étranger. Depuis 1990, les émissions territoriales françaises ont baissé de 39 %, tandis que les émissions importées ont augmenté de 2 %. En d'autres termes, la France a externalisé une partie de son empreinte environnementale. Ce basculement symbolise la tension entre souveraineté écologique et ouverture économique.

La baisse des émissions en 2024 résulte principalement de la décarbonation du secteur électrique, dont les émissions reculent de 24,4 %, grâce à la remontée du nucléaire, à la reprise de l'hydroélectricité et à la progression des renouvelables. Ce facteur conjoncturel masque cependant la stagnation, voire la hausse, d'autres postes :

- transport maritime : +11,8 % (+3,2 Mt), en lien avec le commerce international ;
- transport aérien : +3,1 % (+0,6 Mt), troisième année de hausse consécutive ;
- fabrication de plastiques et minéraux non métalliques : -7,3 %, mais davantage liée au recul d'activité (-4,4 %) qu'à une vraie mutation technologique.

Depuis le rebond post-Covid, un fait majeur s'impose : la croissance du PIB n'entraîne plus mécaniquement une hausse des émissions. Entre 2022 et 2024, le PIB réel progresse de +2,6 %, tandis que les émissions baissent de -7 %. Ce découplage relatif traduit la montée en puissance des services dans la valeur ajoutée (lesquels représentent plus de 80 % du PIB) et la moindre intensité énergétique de la production intérieure.

Entre 1990 et 2024, les émissions par euro de valeur ajoutée ont été divisées par :

- 8 dans la chimie et la pharmacie ;
- 5 dans le textile ;
- 2 dans les services.

En France, les produits intensifs en GES sont le plus souvent importés. En 2024, un euro de PIB français émet 117 g de CO₂, contre 543 g pour un euro d'importations. Autrement dit, un euro consommé en France émet près de cinq fois plus de carbone s'il est importé que s'il est produit sur le territoire.

En 2023, les 49 % des émissions liées à la consommation française sont émises sur le territoire national, 11 % proviennent de Chine, 13 % du reste de l'Union européenne, 3 % des États-Unis, 3 % de Russie. La réduction de la part russe depuis 2021 (-3 points) traduit les effets de la guerre en Ukraine et du recul des importations d'hydrocarbures.

La diminution de 3,4 % de l'empreinte carbone en 2024 résulte essentiellement du repli des importations (-1,2 % en volume), de leur moindre intensité carbone et d'un fléchissement de la demande intérieure (-0,1 %).

Les produits les plus responsables de cette baisse sont :

- les produits énergétiques (-7 %) ;
- les véhicules (-3 %) ;
- les produits chimiques et pharmaceutiques (-1,9 %) ;
- les produits électroniques (-3,1 %).

La décarbonation du PIB français est réelle mais incomplète. La France a réduit son intensité en GES de 36 % entre 2010 et 2024, tout en augmentant son PIB de 18 %. Le « découplage » fonctionne mais au prix d'une dépendance croissante aux importations carbonées. Elles représentent la moitié de l'empreinte française, et leur contenu en GES est cinq fois supérieur à celui de la production domestique. Ce décalage fragilise la

stratégie de neutralité carbone : difficile de verdier une économie dont les intrants restent gris. Malgré la rénovation énergétique, les émissions directes des ménages reculent très lentement (-0,6 % en 2024). La transition dépend ici du rythme d'équipement (pompes à chaleur, véhicules électriques, isolation), des prix de l'énergie et du soutien public. Pour respecter les objectifs européens du paquet « Fit for 55 » (-55 % d'émissions nettes d'ici 2030 par rapport à 1990), la France devra réduire son empreinte de plus de 250 Mt CO₂ éq d'ici six ans — soit une baisse de près de 45 Mt par an, dix fois plus rapide que le rythme observé en 2024.

Cette décarbonation suppose :

- une électrification massive des transports ;
- une rénovation accélérée du parc de logements ;
- une stratégie industrielle bas carbone pour éviter le transfert d'émissions vers l'étranger ;
- une révision des politiques commerciales intégrant le contenu carbone des importations (mécanisme d'ajustement carbone aux frontières, taxe carbone européenne).

La guerre des batteries : quand la Chine et les États-Unis jouent avec le feu

Fabriquer une batterie lithium-ion, destinée à un véhicule électrique, relève presque de l'art culinaire. Le processus nécessite de mélanger une poudre riche en ions jusqu'à obtenir une pâte homogène qui est étalée ensuite sur une fine feuille métallique. Un passage au four est nécessaire avant empilement des structures. Si la chimie sous-jacente est relativement bien maîtrisée, elle nécessite néanmoins un savoir-faire. Pour le moment, les meilleurs maîtres-artistes se trouvent en Chine, pays qui entend préserver son avantage en la matière. Ainsi, le 9 octobre dernier, le ministère du Commerce chinois a annoncé que les fabricants de batteries devraient désormais obtenir une licence pour exporter leurs produits, leurs équipements ou leurs composants. Cette mesure s'inscrit dans une refonte globale du régime de contrôle des exportations, qui inclut aussi de nouvelles restrictions sur les terres rares. Ces annonces ont provoqué l'inquiétude des partenaires commerciaux de Pékin et la colère du président Donald Trump. En réponse, ce dernier a menacé d'imposer un droit de douane supplémentaire de 100 % sur les produits chinois, assorti de contrôles sur les exportations américaines à destination de la Chine.

Cette montée aux extrêmes reste encore maîtrisée. Les deux superpuissances sont persuadées qu'elles éviteront une nouvelle guerre commerciale. Pékin a dénoncé les menaces tarifaires américaines sans, pour autant, présenter des mesures de représailles. Des délégations des deux pays se sont rencontrées le 13 octobre dernier, puis de nouveau en marge des réunions de la Banque mondiale et du FMI le 15. L'espoir demeure que Donald Trump et Xi Jinping puissent trouver un terrain d'entente le 29 octobre, avant un sommet prévu en Corée du Sud.

L'expérience de la première guerre commerciale de ce début d'année entre la Chine et les États-Unis a prouvé que la forte hausse des droits de douane avait paralysé les échanges, forçant Washington à négocier une trêve dès le mois de mai. Le retour de la hausse des cours boursiers n'a été rendu possible que par la signature d'accords commerciaux. Après avoir chuté le 10 octobre à la suite de la déclaration américaine sur la fixation de droits à 100 %, les marchés ont vite rebondi, les investisseurs étant persuadés que le Président américain reculera encore. Si les acteurs de Wall Street ne craignent plus Donald Trump, il est possible qu'il en soit de même de la part des Chinois. Les responsables américains sont, par ailleurs, persuadés que l'économie chinoise est en difficulté. Ils estiment qu'elle est confrontée à une déflation de grande ampleur en lien avec des excès de production importants. En septembre, les prix à la sortie des usines ont baissé pour le trente-sixième mois consécutif. Cette année encore, sa croissance repose largement sur les exportations. Mais depuis l'année dernière, la Chine a réussi à réorienter ses ventes vers d'autres destinations. Sur les douze mois achevés en septembre, ses exportations de biens ont progressé de plus de 8 %, malgré une chute de 27 % vers les États-Unis. « *Une hausse des droits américains modifiera la manière dont la Chine atteindra ses objectifs de croissance, non le fait qu'elle les atteigne* », observe Larry Hu, économiste chez Macquarie Bank.

Les droits de douane ne sont pas l'unique arme économique des États-Unis. Le contrôle des exportations technologiques constitue l'autre levier de pression. En mai dernier, Washington a ainsi suspendu la vente d'équipements à COMAC, le constructeur aéronautique chinois. Les États-Unis pourraient aller plus loin encore, en bloquant la fourniture de pièces pour les avions chinois, qui peineraient alors à être certifiés ou assurés en Occident. Donald Trump a déjà annoncé qu'il restreindrait les exportations de « tous les logiciels critiques ». Lors du précédent affrontement, les États-Unis avaient limité la vente de logiciels d'automatisation de conception électronique (EDA), indispensables à la conception de semi-conducteurs. Les trois leaders du secteur — Cadence, Synopsys et Siemens EDA — sont américains et contrôlent 82 % du marché chinois. Face à la multiplication des mesures contre leur économie, les autorités chinoises répliquent en instaurant des règles semblables à celles prises par les États-Unis. Les licences d'exportation s'appliquent désormais aux produits étrangers fabriqués à l'aide de technologies ou d'équipements chinois, dans un mimétisme presque parfait de la « règle du produit direct étranger » de Washington. La définition chinoise des puces « avancées » — celles de 14 nanomètres ou moins — correspond d'ailleurs à celle des États-Unis. Pékin, longtemps scandalisée par la « juridiction extraterritoriale » des régulateurs américains, revendique aujourd'hui la sienne.

Cette surenchère réglementaire, de part et d'autre, complique les échanges, les importateurs devant fournir un nombre de justificatifs croissant. Ces derniers espèrent que l'entrevue entre Donald Trump et Xi Jinping débouchera sur une désescalade.

Le nouvel âge du luxe : quand l'exclusivité s'évapore

En 2023, une bouteille de Château d'Yquem valait 60 % de plus qu'en 2015. À l'époque, tous les produit de luxe connaissait des augmentations à deux chiffres faisant le bonheur des grands groupes comme LVMH, Kering ou Hermès. De 2015 à 2023, l'indice des investissements de luxe publié par le cabinet immobilier Knight Frank s'était envolé de 70 %. Depuis son sommet de 2023, l'indice a reculé de 6 %. Les grands crus classés de Bordeaux — Lafite-Rothschild, Margaux et consorts — ont perdu près de 20 %. Aux États-Unis, les prix des jets privés et des yachts ont baissé de 6 %. Les Rolex d'occasion se négocient près de 30 % en-dessous de leurs niveaux de 2022. Le marché de l'art contemporain est en berne. À Londres comme à Paris, les logements « prime » reculent. À San Francisco, une villa de la fameuse Billionaires' Row, affichée 32 millions de dollars il y a deux ans, cherche aujourd'hui preneur à 26 millions.

La baisse du marché du luxe ne s'explique pas par celle du nombre de milliardaires ni par le recul de leurs revenus. Selon Forbes, leur nombre est de plus de 3 000 dans le monde, contre 2 800 l'an dernier. Les 0,1 % d'Américains les plus riches détiennent désormais 14 % du patrimoine des ménages — un record depuis plusieurs décennies. Contrairement aux ménages modestes, les 3,3 % d'Américains les plus aisés ont accru leurs dépenses depuis 2022. Le ralentissement ne vient donc pas d'un appauvrissement des riches, mais de l'économie même du luxe en mutation rapide.

Le marché du luxe repose sur deux piliers : la rareté et la rivalité. Un bien n'est véritablement luxueux non pas parce qu'il est cher, mais parce que sa possession empêche les autres de l'obtenir. Le problème, pour les ultra-riches, est que les biens d'exception ne le sont plus vraiment. Des dizaines de domaines produisent désormais d'excellents vins. Le meilleur Bordeaux vaut-il encore tant mieux que les autres ? Les

diamants de laboratoire sont identiques aux naturels. Avec un peu d'argent, il est possible de s'offrir une veste Kiton d'occasion ou d'affréter un jet privé pour quelques heures. Le monde de l'art expérimente la "fractionnalisation" : plusieurs centaines d'investisseurs peuvent désormais détenir ensemble un fragment d'un tableau de Rembrandt. La tokenisation de l'art aboutit à la banalisation des œuvres. Les plaisirs jadis réservés à quelques-uns se sont démocratisés et, surtout, affichés sur les réseaux sociaux. Le raffinement est devenu reproductible. Ces biens ne sont plus rares, ni vraiment enviables. Le luxe en se banalisant ne relève plus du « luxe », et avec lui, le désir qu'il suscitait s'amoindrit.

Les riches se tournent donc vers d'autres horizons : plus grands, plus exclusifs, plus personnels. Les riches comme le reste de la population se détournent des biens matériels pour des services et des univers plus immatériels. Assister à un concert des Rolling Stones en statut VIP offrant droit à une rencontre avec Mick Jagger prime désormais sur la possession d'une Ferrari ou d'une Porsche. Les billets du Super Bowl ont doublé en quelques années. La hausse des prix des services de luxe obéit à la même logique que le déclin des objets de luxe : la rareté absolue. L'hôtellerie de luxe l'a bien compris. Les palaces offrent des suites avec des piscines privées et avec des vues impossibles comme sur la Tour Eiffel ou l'Arc de Triomphe à Paris. Avec moins de 200 chambres, le Bristol à Paris illustre cette soif d'identité de la part des riches, la demande excède largement l'offre, ce qui a permis de multiplier par deux le prix d'une nuit en six ans. En période de déclin démographique et de lutte contre l'immigration, le personnel de maison devient une denrée rare aux États-Unis. Aux États-Unis, le salaire d'un employé de maison a ainsi augmenté de 50 %. À Palm Beach, en Floride, certains gagnent plus de 150 000 dollars par an. Les Philippins sont particulièrement recherchés.

La finale de la prochaine coupe du monde devrait être l'occasion d'une nouvelle envolée des tarifs. Il en sera de même pour les prochains concerts de Taylor Swift ou des Stones. Pour ces derniers, la rareté sera d'autant plus présente que la probabilité que cela soit la dernière tournée augmente.

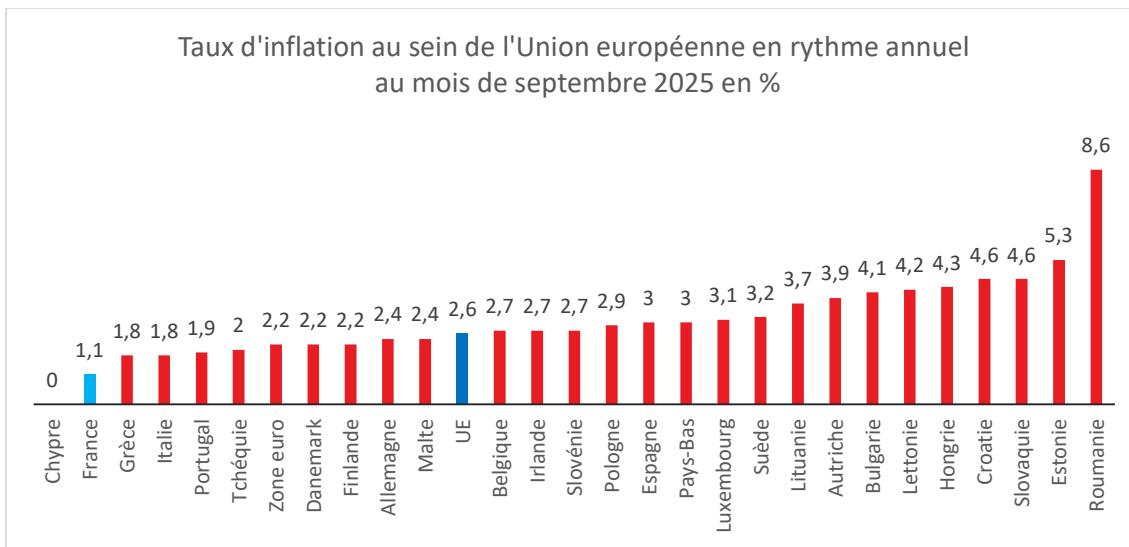
GRAPHIQUES

Petite augmentation de l'inflation en zone euro

Selon Eurostat, le taux d'inflation annuel de la zone euro s'est élevé à 2,2 % en septembre 2025, contre 2,0 % en août. Un an auparavant, il était de 1,7 %. Le taux d'inflation annuel de l'Union européenne s'est établi à 2,6 % en septembre 2025, contre 2,4 % en août. Un an auparavant, il était de 2,1 %.

Les taux annuels les plus faibles ont été observés à Chypre (0,0 %), en France (1,1 %), en Italie et en Grèce (1,8 % chacune). Les taux annuels les plus élevés ont quant à eux été enregistrés en Roumanie (8,6 %), en Estonie (5,3 %), en Croatie et en Slovaquie (4,6 % chacune). Par rapport à août 2025, l'inflation annuelle a baissé dans huit États membres, est restée stable dans quatre et a augmenté dans quinze autres.

En septembre, les plus fortes contributions au taux d'inflation annuel de la zone euro provenaient des services (+1,49 points de pourcentage, pp), suivis de l'alimentation, alcool & tabac (+0,58 pp), des biens industriels hors énergie (+0,20 pp) et de l'énergie (-0,03 pp).

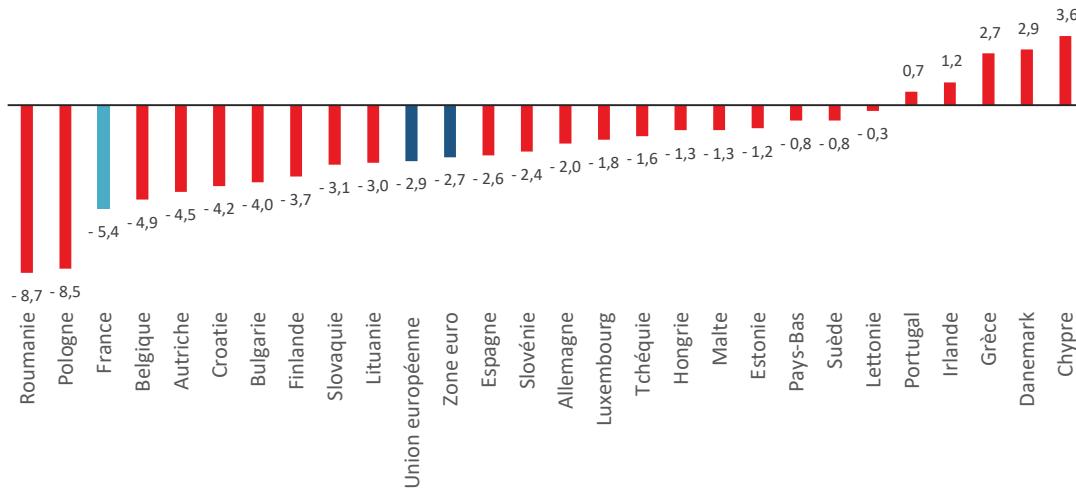


Cercle de l'Épargne – données Eurostat

Déficits publics : 2,7 % du PIB au deuxième trimestre 2025

Au deuxième trimestre 2025, le ratio du déficit des administrations publiques par rapport au PIB, corrigé des variations saisonnières, s'est établi à 2,7 % dans la zone euro et à 2,9 % dans l'Union européenne (UE). Au deuxième trimestre 2025, dans la zone euro les ratios du déficit par rapport au PIB sont restés inchangés par rapport au premier trimestre 2025, tandis que le ratio du déficit de l'UE a légèrement augmenté par rapport au ratio de 2,8 % enregistré au trimestre précédent.

Déficit public en % du PIB au deuxième trimestre 2025



Cercle de l'Épargne – données Eurostat

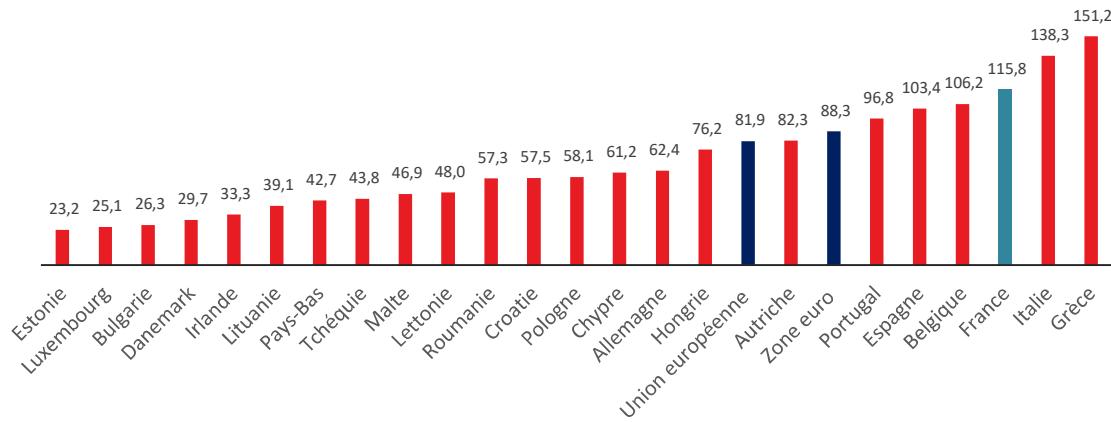
La dette publique de la zone euro : 88 % du PIB

Selon Eurostat, le ratio de la dette brute des administrations publiques par rapport au PIB dans la zone euro a atteint 88,2 % à la fin du deuxième trimestre 2025, en hausse par rapport à celui de 87,7 % enregistré à la fin du premier trimestre. Dans l'Union européenne (UE), ce ratio a également augmenté, passant de 81,5 % à 81,9 %. Par rapport au deuxième trimestre 2024, le ratio de la dette publique par rapport au PIB a augmenté tant dans la zone euro (de 87,7 % à 88,2 %) que dans l'UE (de 81,2 % à 81,9 %).

Les ratios les plus élevés de la dette publique par rapport au PIB à la fin du deuxième trimestre ont été enregistrés en Grèce (151,2 %), en Italie (138,3 %), en France (115,8 %), en Belgique (106,2 %) et en Espagne (103,4 %). Les plus faibles ont été observés en Estonie (23,2 %), au Luxembourg (25,1 %), en Bulgarie (26,3 %) et au Danemark (29,7 %).

Par rapport au deuxième trimestre 2024, seize États membres ont enregistré une hausse de leur ratio de la dette publique par rapport au PIB à la fin du deuxième trimestre 2025 et onze États membres ont affiché une baisse. Les plus fortes hausses du ratio ont été enregistrées en Finlande (+7,8 pp), en Pologne (+6,1 pp), en Roumanie (+5,8 pp), en Bulgarie (+4,3 pp) et en France (+3,5 pp). Les baisses les plus importantes ont été observées en Grèce (-8,9 pp), en Irlande (-7,2 pp), à Chypre (-6,5 pp), au Danemark (-3,5 pp) et au Portugal (-2,3 pp).

Dette publique au sens de Maastricht au sein de l'Union européenne
au deuxième trimestre 2025 en % du PIB



Cercle de l'Épargne – données Eurostat

AGENDA ÉCONOMIQUE ET FINANCIER

Lundi 27 octobre

Dans **l'Union européenne**, diverses publications sont attendues, portant notamment des tableaux des ressources et des emplois en 2023 et le recours à l'emploi à temps partiel et à temps plein en 2024. Il sera également possible de suivre l'évolution des échanges de services par caractéristiques d'entreprise (STEC) en 2023.

En **France**, seront diffusées les statistiques sur les inscrits à France Travail au troisième trimestre.

Au **Japon**, paraîtront des indicateurs d'activité révisés.

Mardi 28 octobre

En **France**, les chiffres des inscrits à France Travail au troisième trimestre seront communiqués.

Dans **l'Union européenne**, une deuxième publication des comptes sectoriels (ménages) au deuxième trimestre est attendue. Des données sur le personnel de santé (médecins) dans l'Union européenne en 2023 sera également diffusé.

En **Espagne et en Italie**, paraîtront les indicateurs de confiance des entreprises et des ménages.

Aux **États-Unis**, seront rendus publics l'indice des prix des logements (FHFA) d'août et l'indice de confiance des consommateurs du Conference Board.

Mercredi 29 octobre

En **France**, seront diffusées les données mensuelles, à fin septembre, sur la construction de logements et de locaux.

En **Australie**, seront publiés les chiffres de l'inflation du troisième trimestre.

En **zone euro**, les indices des prix à la production et des coûts de construction au deuxième trimestre 2025 seront disponibles. Il sera par ailleurs possible de suivre l'évolution des tarifs de l'électricité et du prix du gaz naturel au premier trimestre.

Aux **États-Unis**, paraîtront plusieurs indicateurs immobiliers et des stocks de grossistes en estimation préliminaire.

Jeudi 30 octobre

En **France**, l'INSEE publiera une première estimation des comptes nationaux trimestriels (T3) ainsi que les dépenses de consommation des ménages en biens pour septembre.

Aux **États-Unis**, sera rendue publique l'estimation avancée du PIB du troisième trimestre.

Pour **l'Union européenne et la zone euro**, une estimation préliminaire du PIB au troisième trimestre et les chiffres du chômage en septembre sont attendus.

La **Banque centrale européenne** annoncera sa décision de politique monétaire, suivie d'une conférence de presse.

En **Allemagne**, seront diffusés les chiffres du marché du travail d'octobre et des indications régionales d'inflation.

Vendredi 31 octobre

En **France**, paraîtront le volume des ventes dans le commerce et l'indice de production dans les services d'août, ainsi que les indices de prix de production et d'importation de l'industrie de septembre. Les premiers résultats provisoires de l'inflation d'octobre seront également mis à disposition.

En **zone euro**, sera publiée l'estimation flash de l'inflation harmonisée d'octobre. Les comptes financiers annuels et données sur la fiscalité en 2024 dans les États membres seront diffusés.

Aux **États-Unis**, seront diffusés les revenus et dépenses des ménages de septembre, dont l'indice des prix PCE et la consommation réelle.

Au **Japon**, paraîtront l'indice des prix à la consommation national de septembre et les indices de prix de Tokyo d'octobre.

Au **Canada**, sera communiqué le PIB mensuel par industrie d'août.

Lundi 3 novembre

Dans **la zone euro, au Royaume-Uni, au Japon, au Canada et aux États-Unis**, seront publiés les indices PMI manufacturiers définitifs d'octobre.

Pour **l'Union européenne**, Eurostat diffusera un article de presse consacré au taux de risque de pauvreté parmi les travailleurs en 2024.

Aux **États-Unis**, paraîtront également l'ISM manufacturier d'octobre et les dépenses de construction de septembre.

En **Allemagne**, seront publiées les ventes au détail de septembre.

Au niveau européen, seront communiqués le taux de chômage de septembre et des indicateurs de début de mois.

Mardi 4 novembre

En **France**, les données relatives à la situation budgétaire de l'État à fin septembre seront disponibles. Il sera également possible de suivre l'évolution des immatriculations de véhicules neufs en octobre.

En **Australie**, la banque centrale annoncera sa décision de politique monétaire.

Dans **l'Union européenne**, les statistiques des permis de construire en juillet, le chiffre d'affaires industriel en août et les données sur la consommation d'énergie dans les transports en 2023.

Aux **États-Unis**, paraîtront l'enquête JOLTS sur les offres d'emplois et les commandes à l'industrie de septembre.

En **Pologne**, seront diffusés les indicateurs mensuels d'inflation et d'activité d'octobre.

Mercredi 5 novembre

En **France**, l'INSEE publiera l'indice de la production industrielle de septembre.

Pour **l'Union européenne**, Eurostat publiera les prix à la production industrielle, marché intérieur en septembre. Il sera également possible de consulter les données relatives aux investissements directs étrangers en 2024.

Aux **États-Unis**, seront publiés l'ISM des services d'octobre et le rapport ADP sur l'emploi privé.

Au **Royaume-Uni**, paraîtront les indices PMI services et composite définitifs d'octobre.

Au **Japon**, seront communiqués les indices PMI services et composite définitifs ainsi que des éléments préliminaires de la balance courante.

Jeudi 6 novembre

Les 6 et 7 novembre se tiendra le sommet des dirigeants de la **COP 30, Belém, Brésil**.

Au **Royaume-Uni**, la Banque d'Angleterre annoncera sa décision de politique monétaire, accompagnée du rapport trimestriel sur l'inflation et des minutes.

En **Allemagne**, seront publiées les commandes à l'industrie de septembre.

En **France**, une estimation flash de l'emploi salarié au troisième trimestre sera disponible.

Pour **l'Union européenne et la zone euro**, Eurostat diffusera les chiffres du commerce de détail, les prix des importations industrielles et ceux de la production industrielle en septembre.

En **Espagne**, seront rendus publics les chiffres de la production industrielle de septembre.

Aux **États-Unis**, seront publiées les inscriptions hebdomadaires au chômage ainsi que la productivité et les coûts unitaires du travail du troisième trimestre (estimations préliminaires).

Au **Canada**, paraîtront les résultats du commerce international de marchandises de septembre.

Vendredi 7 novembre

En **France**, seront publiés les chiffres du commerce extérieur et la balance des paiements en septembre. Il sera par ailleurs possible de consulter le montant des réserves de change en octobre et les résultats provisoires de l'emploi salarié (salaires de base et durée du travail) au troisième trimestre.

Dans **la zone euro**, Eurostat diffusera les chiffres de la production de service et le chiffre d'affaires des services ainsi que l'indice de production totale du marché en août.

Il sera également possible de consulter une estimation estimations préliminaires des dépenses de protection sociale dans l'Union européenne en 2024

En **Allemagne**, paraîtront la balance commerciale et les exportations de septembre.

Aux **États-Unis**, sera rendu public le rapport mensuel sur l'emploi d'octobre (taux de chômage, créations et salaires horaires).

Au **Canada**, seront communiqués les résultats de l'enquête sur la population active d'octobre.

Au **Japon**, seront publiés les résultats de l'indice de confiance des ménages d'octobre.

Lundi 10 novembre

Les 9 et 10 novembre se tiendront le Sommet de l'Union européenne - Communauté d'Etats latino-américains et des Caraïbes (CELAC).

En **Allemagne**, l'institut ZEW présentera ses indices de sentiment économique de novembre.

Au **Japon**, seront diffusées la balance courante et la balance des paiements de septembre.

Mardi 11 novembre

Au **Royaume-Uni**, seront publiées les statistiques mensuelles de l'emploi et du chômage.

En **Allemagne**, seront rendus publics les résultats de l'enquête ZEW de novembre (mise à jour).

Mercredi 12 novembre

Réunion de l'Eurogroupe

Au **Japon**, paraîtra l'indice des prix à la production de gros (CGPI) d'octobre.

Jeudi 13 novembre

En **France**, les données du chômage au sens du BIT et les indicateurs sur le marché du travail au troisième trimestre seront communiqués.

Dans **la zone euro**, seront diffusés les résultats de la production industrielle de septembre.

Aux **États-Unis**, sera publiée l'inflation d'octobre (indice des prix à la consommation).

En **Australie**, paraîtront les statistiques du marché du travail d'octobre.

Au **Royaume-Uni**, seront communiqués l'estimation mensuelle du PIB de septembre et les indicateurs de production associés.

Vendredi 14 novembre

En **France**, une estimation flash de l'indice du coût du travail (ICT) ainsi que les données relatives à la commercialisation de logements neufs au troisième trimestre seront disponibles. Il sera également possible de suivre l'évolution, en octobre, de l'inflation (résultats définitifs), des réserves nettes de change et des créations

Au **Canada**, seront publiées les ventes manufacturières de septembre ainsi que le commerce de gros.

Aux **États-Unis**, paraîtront l'indice des prix à la production d'octobre et les ventes au détail d'octobre.

En **Italie**, seront diffusés les échanges extérieurs de septembre et une note de conjoncture.

Lundi 17 novembre

Dans **l'Union européenne**, paraîtront des indicateurs de milieu de mois, dont des éléments sur le commerce extérieur de septembre et des mises à jour sectorielles.

Aux **États-Unis**, l'indice NAHB du marché du logement de novembre sera suivi de près par les opérateurs.

Au **Japon**, la première estimation du PIB du troisième trimestre est attendue.

Mardi 18 novembre

Dans **l'Union européenne**, seront publiées les statistiques de la production dans la construction de septembre.

Aux **États-Unis**, paraîtront les mises en chantier et permis de construire d'octobre.

En **Allemagne**, seront diffusés des indicateurs complémentaires de milieu de mois.

Mercredi 19 novembre

Au **Royaume-Uni**, seront publiés les indices des prix à la consommation d'octobre.

Dans la zone euro, paraîtront les résultats définitifs de l'inflation harmonisée d'octobre.

Aux **États-Unis**, seront diffusés les procès-verbaux de la dernière réunion de politique monétaire ainsi que des indicateurs de second rang.

Jeudi 20 novembre

Au **Japon**, seront publiées les statistiques du commerce extérieur d'octobre.

En Allemagne, paraîtront les prix à la production d'octobre.

Dans **l'Union européenne**, l'indicateur avancé de confiance des consommateurs de novembre sera communiqué.

Aux **États-Unis**, seront publiées les ventes de logements existants d'octobre et les inscriptions hebdomadaires au chômage.

Vendredi 21 novembre

En **France**, l'INSEE présentera les résultats de ses enquêtes mensuelles de conjoncture et le climat des affaires pour le mois de novembre.

En zone euro, au Royaume-Uni, aux États-Unis, au Japon et en Australie, paraîtront les indices PMI « flash » de novembre (manufacturier, services et composite).

Au **Royaume-Uni**, seront rendues publiques les ventes au détail d'octobre.

Au **Canada**, paraîtront les ventes au détail de septembre et des mises à jour conjoncturelles de fin de semaine.

LE COIN DES STATISTIQUES

	France	Allemagne	Italie	Espagne	Zone euro
PIB Mds d'euros 2024	2 918	4 304	2 177	1 590	15 044
PIB par tête en 2024 En euros	42 185	50 764	36 893	32 483	43 196
Croissance du PIB 2024	+1,1 %	-0,3 %	+0,5 %	+3,2 %	+0,7 %
Deuxième trimestre 2025	+0,3 %	-0,1 %	-0,1 %	+0,7 %	+0,1 %
Inflation En % - septembre 2025	1,1	2,4	1,8	3,0	2,2
Taux de chômage En % - juillet 2025	7,6	3,7	6,0	10,4	6,2
Durée annuelle du Travail (2024)	1499	1338	1704	1624	-
Âge légal de départ à la retraite (2025)	62,9	65	67	65	-
Ratio de dépendance (2024)* en %	34,8	35,2	38,4	30,8	34,3
Dépenses publiques En % du PIB 2024	57,5	48,9	50,7	45,4	49,5
Solde public En % du PIB 2024	-5,8	-2,2	-3,8	-3,0	-3,0
Dette publique En % du PIB 2024	113	63	136,6	102,3	89,3
Balance des paiements courants En % du PIB – déc., -24	+0,4	+5,7	+1,4	+3,0	+2,8
Échanges de biens En % du PIB – déc., -24	-2,8	+5,6	+2,5	-2,5	+1,1
Parts de marché à l'exportation En % 2024	2,5	6,6	2,6	1,7	22,8
Taux d'épargne des ménages en % du revenu disponible brut déc., -24	18,0	20,2	11,2	13,4	15,2
Taux d'intérêt à 10 ans obligation d'État en % (17/10/2025)	3,360	2,582	3,381	3,109	-

*Ratio de dépendance = population âgée de 65 ans et plus rapportée à la population des 15 -64 ans

Cercle de l'Épargne -sources : Eurostat -INSEE

**La Lettre Éco de Philippe Crevel
est une publication de Lorello Eco Data**

Comité de rédaction de La Lettre Eco : Philippe Crevel, Sarah Le Gouez et Christopher Anderson

Tous les articles sont rédigés par Philippe Crevel sauf mention contraire. Toute utilisation totale des articles de la Lettre Eco doit faire l'objet d'une autorisation de la rédaction. Toute reprise doit donner lieu à mention suivante : « Lettre Eco de Philippe Crevel »

CONTACT

Lorello Eco Data
28 bis, rue du Cardinal Lemoine • 75005 Paris
Tél. : 01 76 60 85 39 • 06 03 84 70 36

ABONNEMENT

JE M'ABONNE À LA LETTRE ECO DE PHILIPPE CREVEL POUR UN AN

Conditions tarifaires

- abonnement simple 2 000 euros hors taxes 2400 TTC les 52 numéros**
- abonnement multiple : contacter le service des abonnements au 01 76 60 86 05**

Mode de paiement

Par chèque bancaire à l'ordre de : LORELLO ECO DATA
Par Virement bancaire : contacter LORELLO ECO DATA

Adresse de facturation

Nom -----

Prénom -----

Fonction : -----

Organisme : -----

Adresse : -----

Code Postal : ----- Ville : -----

Tél. : -----

E-mail : -----