



De la tétanie à la mobilisation générale

Comment agir face au basculement américain

Lettre adressée à
Monsieur le Président de la République,
Monsieur le Président du Sénat et
Madame la Présidente de l'Assemblée nationale

par
François Villeroy de Galhau,
gouverneur de la Banque de France

Cette *Lettre* a été publiée le 9 avril 2025.
Compte tenu des nouveaux changements annoncés
par M. Trump le 9 avril au soir, elle a fait l'objet
d'une mise à jour technique (partie 1.2) le 10 avril au soir.

SOMMAIRE

SYNTHÈSE	4
INTRODUCTION	5
1 FACE À L'IMPRÉVISIBLE, DÉPASSER LA TÉTANIE	6
1.1 UN REPÈRE : LA VICTOIRE CONTRE L'INFLATION EST QUASI ASSURÉE	6
Le retour de l'inflation vers sa cible de 2 % a permis la baisse des taux qui devrait se poursuivre	6
Le pouvoir d'achat a progressé en 2024 et devrait confirmer cette dynamique, porté par les salaires	7
L'économie française et européenne au ralenti, mais sans récession	8
1.2 LE BASCULEMENT AMÉRICAIN CRÉE CEPENDANT UNE IMPRÉVISIBILITÉ FORTE	8
Des perspectives économiques significativement dégradées	9
Une réaction très négative des marchés financiers	10
2 POUR RETROUVER LA MAÎTRISE DE NOTRE DESTIN ÉCONOMIQUE, L'URGENCE D'UNE MOBILISATION GÉNÉRALE	12
2.1 ANCRER NOTRE SOUVERAINETÉ MONÉTAIRE	13
2.2 RECONQUÉRIR NOTRE SOUVERAINETÉ BUDGÉTAIRE	14
Une dérive ancienne, mais récemment aggravée	14
L'impératif d'une stratégie de moyen terme, avec un effort partagé et juste	16
2.3 COLLECTIVEMENT, TRAVAILLER PLUS ET TRAVAILLER MIEUX	17
La transformation du travail	18
Travailler mieux : la diffusion de l'intelligence artificielle et la productivité	19
2.4 ACTIVER LES ATOUTS DE L'EUROPE	19
Intégrer plus le marché unique	20
Investir mieux	20
Innover plus vite	21
Mobiliser avec l'Europe des coalitions à l'international	22
CONCLUSION	22
GLOSSAIRE	24

SYNTHÈSE

Cette *Lettre 2025* est publiée au milieu d'incertitudes exceptionnellement élevées. Nos difficultés nationales ont en effet été fortement amplifiées par le basculement de la nouvelle administration américaine. L'ordre international et les alliances sont bouleversés; le commerce mutuellement gagnant et la croissance mondiale sont attaqués. Les Américains eux-mêmes, mais aussi le monde, semblent frappés de sidération. Cette *Lettre* est cependant un appel résolu, pour la France et l'Europe, à dépasser la tétanie. Un appel à élever aujourd'hui notre niveau de jeu et élargir l'horizon, au-delà des polémiques de l'instant. À agir, et agir plus loin et plus unis. De cette mobilisation générale, nous avons les moyens, à condition que nous en ayons fermement la volonté.

Face à l'imprévisible, il y a néanmoins un repère sûr : la victoire quasi assurée contre l'inflation, revenue nettement en dessous de 2 % en France et proche de cet objectif en zone euro. Elle a déjà permis une diminution significative de nos taux d'intérêt. Elle soutient par ailleurs le pouvoir d'achat des salaires. Les menaces actuelles pèsent peu sur notre inflation, mais davantage à la baisse sur une croissance française déjà ralentie; la projection centrale de la Banque de France reste cependant celle d'une sortie de l'inflation sans récession, puis d'une reprise progressive de l'activité.

Le nouveau protectionnisme américain affecte d'abord durement l'économie américaine, mais il touchera évidemment l'Europe. Au-delà d'une défense commerciale organisée, avec sans doute des réponses ciblées, il faut une stratégie positive : pour retrouver la maîtrise de notre destin économique, nous devons traduire en actes l'urgence de quatre mobilisations fortes.

**

Il s'agit d'abord d'ancrer notre souveraineté monétaire. L'Europe a heureusement construit l'atout qu'est l'euro, et donc l'autonomie de notre politique monétaire : celle-ci comporte encore une marge pragmatique de baisse des taux. Mais nous devons tout autant préparer notre souveraineté technologique avec les travaux sur l'euro numérique, et développer le rôle international de l'euro.

La deuxième mobilisation, c'est de reconquérir notre souveraineté budgétaire. Sur la hausse continue de la dette publique, notre maladie ancienne est aujourd'hui devenue critique : nos concitoyens s'en inquiètent, ce qui contribue à leur surépargne; les marchés financiers nous font payer une prime de risque accrue, et nos charges d'intérêt absorbent une marge de manœuvre de plus en plus forte. La crédibilité suppose d'abord de respecter strictement cette année les engagements pris sur la tenue des dépenses, pour réduire le déficit à 5,4 % du PIB avec les prévisions économiques actuelles. Mais il faut au-delà une stratégie pluriannuelle : elle passe par la stabilisation globale de nos dépenses publiques en volume, c'est-à-dire après inflation. Cela seul permet de ramener le déficit vers 3 % en 2029, qui est le seuil pour commencer enfin à réduire le poids de notre dette.

Nous ne pouvons pas à la fois avoir les dépenses les plus élevées du monde et les faire encore augmenter en termes réels. Arrêter cette dérive est possible, à une condition forte : que l'effort d'efficacité ne porte pas seulement sur l'État, qui ne représente que 36 % du total, mais aussi sur les dépenses sociales et locales, qui continuent aujourd'hui d'augmenter à plus de 2 % par an en volume. Un éventuel investissement supplémentaire de défense, qui devra être financé, est une raison supplémentaire pour cette stabilisation globale.

Il faut par ailleurs viser à l'augmentation de notre croissance potentielle, que nous devons pouvoir porter d'environ 1 % aujourd'hui à 1,5 %. D'où la troisième mobilisation : investir dans le travail. C'est le levier décisif de notre prospérité, et il est entièrement entre nos mains. En France, travailler plus collectivement, c'est combler le retard de taux d'emploi, de plus de 15 points, que nous avons tant sur les jeunes – c'est la réforme de la formation – que sur les seniors. Pour ceux-ci, la discussion en cours sur les retraites porte donc non seulement des enjeux de solidité financière, mais aussi de force économique. Mais c'est aussi travailler mieux, avec de la productivité retrouvée notamment grâce à l'intelligence artificielle.

Pour augmenter la croissance, nous devons également activer les atouts de l'Europe, et c'est la quatrième mobilisation. Tout a été dit dans les rapports Letta, puis Draghi, et repris dans la « boussole pour la compétitivité » de la Commission européenne. L'urgence est aujourd'hui de mettre effectivement en œuvre, sans coût budgétaire, trois impératifs, ce que l'on peut appeler les trois « i ». Il faut d'abord *intégrer plus le marché unique* – la taille –, en supprimant les obstacles internes notamment dans les services et l'énergie. Il faut aussi *investir mieux*, en priorisant bien davantage les innovations de rupture – et pour cela, muscler les fonds propres européens en réalisant l'Union pour l'épargne et l'investissement. Il faut enfin *innover plus vite*. L'Europe a besoin de simplification : moins de bureaucratie, de procédures et de délais. Mais face aux tentations exprimées outre-Atlantique, simplifier n'est pas déréguler, y compris en matière financière. L'Europe peut également mobiliser de nouvelles « coalitions de volontaires » : elle n'est pas seule, sur le climat, sur le commerce ouvert, ou le financement du développement.

Le basculement américain est évidemment inquiétant. Il doit cependant nous faire réaliser que ce qui nous unit, entre Français et entre Européens, est beaucoup plus important que ce qui nous sépare. C'est pourquoi il doit s'agir d'une *mobilisation générale* : notre réponse ne peut être que collective, juste dans le partage de l'effort, et décisive dans le rythme de l'action. Nous ne pouvons pas changer l'autre côté de l'Atlantique, mais nous pouvons muscler le nôtre. Ce peut alors être, et ce doit être, notre moment français et européen.

Cette *Lettre au Président de la République*, et aux Présidents des deux Assemblées, est une tradition républicaine depuis 1945, mais elle intervient cette année dans un contexte de basculement historique. Depuis l'installation de la nouvelle administration américaine le 20 janvier, l'ordre international et les alliances sont bouleversés, la pratique démocratique aux États-Unis est singulièrement bousculée. Dans le champ économique, les annonces protectionnistes culminant le 2 avril frappent lourdement les alliés autrefois les plus proches comme l'Union européenne; une vague de dérégulation sans précédent est annoncée, au risque de futures crises financières; le multilatéralisme est partout contesté. Il est trop tôt pour dire parmi les multiples annonces parfois contradictoires – dont le revirement partiel du 9 avril –, ce qui sera complètement mis en œuvre. Le dialogue exigeant doit continuer à travers l'Atlantique.

Une chose est néanmoins certaine : cette bascule accroît partout l'imprévisibilité économique. Les Américains eux-mêmes, mais aussi le monde, semblent frappés de sidération. Celle-ci s'ajoute, pour l'Europe et particulièrement pour notre pays, à une instabilité politique qui générerait déjà l'attentisme des consommateurs et des investisseurs. Cette *Lettre* est cependant un appel résolu à ensemble dépasser la tétanie, et à agir, par une mobilisation générale. Et elle se fonde sur une conviction : de ce sursaut, nous avons collectivement le devoir, mais nous avons aussi les moyens.

D'abord parce que notre pays et l'Europe, s'ils font face naturellement à de lourds défis économiques, gardent beaucoup d'atouts. Notre travail d'abord, qui est la clé durable de notre prospérité : or jamais il n'y a eu en France autant d'emplois ni d'heures travaillées qu'aujourd'hui. Nos entreprises, des plus grandes – aussi nombreuses qu'en Allemagne et rayonnant à l'international – jusqu'aux plus

nouvelles (environ 400 000 entreprises ont été créées en 2024, soit 30 % de plus qu'il y a dix ans). Notre épargne annuelle abondante, et qui fonde la première place de notre secteur financier en Europe. Et enfin notre ancrage dans l'Union européenne dont le marché unique est en masse le premier du monde – à égalité avec les États-Unis –, et dont la monnaie unique est plébiscitée par les Français et totalement autonome du dollar. Dans notre inquiétude collective, sachons voir ces atouts : s'il est une seule vertu américaine que nous devrions adopter, c'est d'avoir davantage confiance en nous-mêmes.

Sachons reconnaître ensuite que les batailles de demain ne seront plus celles d'hier. Soit parce que ces dernières ont été gagnées – c'est la victoire contre l'inflation, qui ramène progressivement du pouvoir d'achat. Soit parce que revisiter indéfiniment nos échecs collectifs – la dérive depuis quarante ans des dépenses et déficits publics, la difficulté de réformer les retraites – et en renvoyer à plaisir la responsabilité vers les autres ne nous fait pas avancer vers l'avenir, vers des solutions durables. Or celles-ci existent, dès lors que nous pourrions élever le débat public et en élargir l'horizon, au-delà des seuls sujets franco-français, et des multiples polémiques de l'instant.

Cette *Lettre* vise en premier lieu face à l'imprévisible, à dépasser la tétanie actuelle en éclairant les défis : la stabilité des prix retrouvée mais des projections sur l'activité ralenties et menacées – en premier lieu aux États-Unis – par la guerre commerciale (1). Ensuite, elle appelle, pour retrouver la maîtrise de notre destin économique, à l'action et à l'urgence d'une mobilisation générale selon quatre impératifs : ancrer notre souveraineté monétaire; reconquérir notre souveraineté budgétaire; et pour augmenter notre croissance, collectivement travailler plus et mieux en France, et réveiller les atouts économiques de l'Europe (2).

Face à l'imprévisible, dépasser la tétanie

L'imprévisibilité nous tétanise. La première réaction nécessaire est donc, sans prétendre naturellement à des certitudes, d'éclairer la situation économique, ses repères et ses défis.

1.1 Un repère : la victoire contre l'inflation est quasi assurée

Le retour de l'inflation vers sa cible de 2 % a permis la baisse des taux qui devrait se poursuivre

La France et l'Europe ont fait face à un épisode d'inflation élevée ces dernières années. L'inflation a néanmoins diminué plus encore que prévu en 2024. Elle est ainsi revenue dans l'ensemble de la zone euro proche de notre cible de 2 %, à 2,2 % en mars 2025.

En France, l'inflation se situe même en deçà de notre cible, à 0,9 % en mars 2025 (cf. graphique 1). Nous l'attendons à 1,3 % en moyenne annuelle en 2025, et elle devrait ensuite s'inscrire

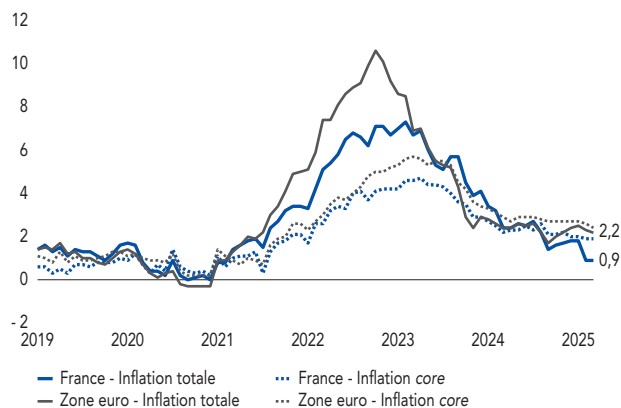
durablement en dessous de 2 %. Ce ralentissement reflète principalement la baisse marquée des prix de l'alimentation, de l'énergie et des biens manufacturés. À l'inverse, l'inflation dans les services recule plus lentement, ce qui explique que l'inflation hors alimentation et énergie demeure plus élevée, à 1,9 % en mars (cf. graphique 2).

La stabilité des prix est notre premier mandat en tant que banque centrale, et l'action de la politique monétaire a été décisive : en 2023 comme en 2024, celle-ci a contribué directement à réduire l'inflation de 1 à 2 points selon les divers modèles utilisés. Le processus de désinflation a donc été cette fois plus rapide et moins coûteux en termes de croissance et d'emploi que dans les années 1980. La crédibilité accrue de la Banque centrale européenne (BCE) et de la Banque de France tient à leur indépendance, à des objectifs simples et transparents (2 % d'inflation à moyen terme), et à des actions décisives dans le passé. Les anticipations d'inflation sont restées largement ancrées et les chocs sur les prix des matières premières n'ont pas alimenté de spirale inflationniste durable.

Des travaux de la Banque de France¹ suggèrent en effet que si les anticipations d'inflation avaient été aussi médiocrement ancrées que dans les années 1970 aux États-Unis, nos taux directeurs auraient dû atteindre un point haut de 8 %

Graphique 1 Inflation totale et inflation hors énergie et alimentation en France et en zone euro

(en %, glissement annuel)



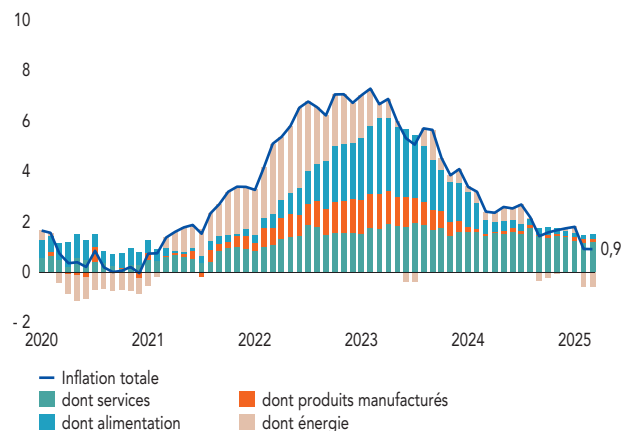
Notes : Inflation IPCH (indice des prix à la consommation harmonisé) et inflation IPCH core (c'est-à-dire hors énergie et alimentation).

Dernier point à mars 2025 (préliminaire).

Sources : Insee, Eurostat ; calculs Banque de France.

Graphique 2 Inflation et composantes en France

(en %, glissement annuel ; en points de pourcentage pour les composantes)



Notes : Inflation IPCH (indice des prix à la consommation harmonisé).

Dernier point à mars 2025 (IPCH préliminaire).

Sources : Insee, calculs Banque de France.

environ (au lieu de 4 %) (cf. graphique 3), avec une inflation durablement plus haute (de + 1,4 point de pourcentage [pp] en 2022, et + 3,5 pp en 2023) et une activité plus dégradée (de – 1,4 pp en 2022, et – 2,2 pp en 2023).

Les banques centrales ont donc fait face à l'incertitude, et en sont même des « absorbeurs ». Le succès contre l'inflation a permis de maintenir la confiance en notre monnaie unique. À l'automne 2024, 76 % des citoyens français et 81 % des citoyens européens affichaient ainsi leur soutien à l'euro², des taux historiquement élevés.

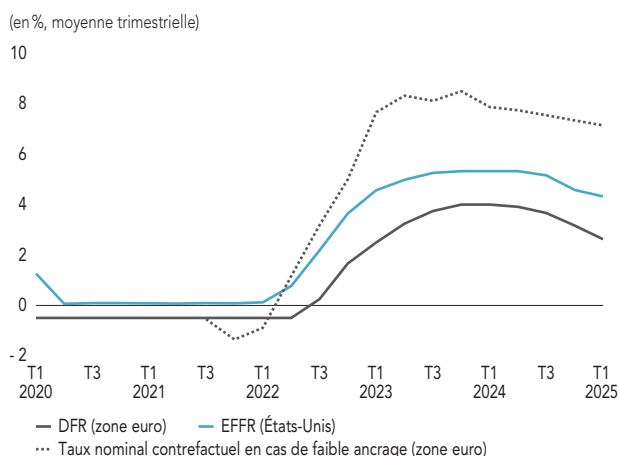
Le retour de l'inflation vers notre cible a permis au Conseil des gouverneurs de la BCE, présidé par Christine Lagarde, de baisser déjà à six reprises notre taux directeur, passé de 4 % à 2,5 % entre juin 2024 et mars 2025. Plus récemment, les taux longs, qui sont eux fixés par les marchés, ont cependant remonté dans une moindre proportion – un peu plus de 20 points de base pour le taux souverain allemand à 10 ans depuis début mars 2025 – du fait de l'annonce, par ailleurs positive, des dépenses publiques additionnelles allemandes. Globalement, l'effet reste favorable. La diminution du taux directeur s'est transmise aux taux des nouveaux crédits aux entreprises et aux ménages : le taux moyen des crédits

immobiliers s'est ainsi établi en France à 3,3 % en janvier 2025, contre 4,2 % début 2024. Elle favorise donc le bon financement de l'économie et la reprise progressive de l'activité.

Le pouvoir d'achat a progressé en 2024 et devrait confirmer cette dynamique, porté par les salaires

Les revenus – dont les salaires et les retraites – ont augmenté eux aussi³. À partir de début 2022, ils ont été progressivement revalorisés pour accompagner la hausse des prix, avec une protection relativement plus marquée pour les bas salaires et les prestations sociales. Les revenus de transfert ont ainsi continué à jouer un rôle important dans le soutien du pouvoir d'achat. Depuis début 2024, le salaire moyen par tête dans le secteur marchand progresse même plus rapidement que l'inflation : fin 2024, l'écart entre ces deux variables s'élevait à 0,6 pp (cf. graphique 4). Cette dynamique positive est aussi observée pour la mesure plus large du pouvoir d'achat par habitant, le revenu disponible brut réel, qui a augmenté de + 2,2 % en 2024, largement tiré par la forte revalorisation des retraites (+ 5,3 %) au 1^{er} janvier 2024. Il s'agit de moyennes, qui ne reflètent bien sûr pas la diversité des situations individuelles – ni même le ressenti global, que ce soit sur une courte ou longue période⁴.

Graphique 3 Taux directeurs en zone euro et aux États-Unis

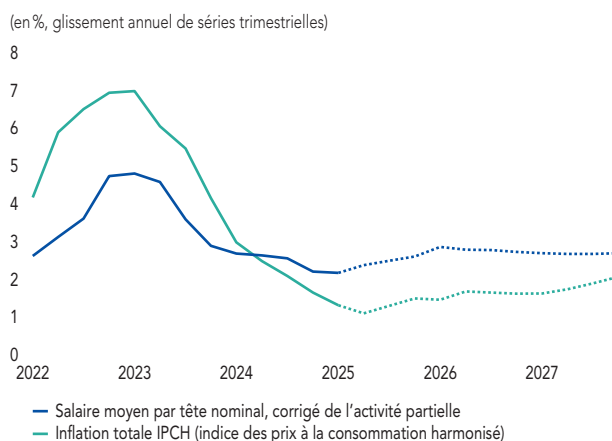


Notes : Pour la zone euro, *deposit facility rate* (DFR, taux de la facilité de dépôt) ; pour les États-Unis, *effective federal funds rate* (EFFR, taux effectif des fonds fédéraux).

La courbe en pointillé représente la trajectoire du taux d'intérêt nominal en zone euro estimé dans le cadre d'un modèle dans lequel les anticipations de long terme réagissent à l'inflation passée avec une élasticité de 0,145 (faible ancrage).

Sources : Banque centrale européenne, Réserve fédérale (Fed), Dupraz et Marx (2025).

Graphique 4 Croissance du salaire moyen par tête dans le secteur marchand et inflation en France



Sources : Insee (jusqu'au T4 2024), Banque de France (projections de mars 2025 en pointillé).

En 2025, le pouvoir d'achat de la masse salariale par habitant devrait évoluer à un rythme équivalent avec une croissance de 0,4 %, porté par l'accélération du salaire réel par tête et malgré un tassement temporaire de l'emploi (cf. graphique 5). Il accélérerait ensuite en 2026 et en 2027 grâce à la reprise de l'emploi dans le sillage de celle de l'activité.

L'économie française et européenne au ralenti, mais sans récession

En 2024, la croissance est restée positive à 0,7 % en zone euro ; l'économie française a quant à elle enregistré une progression de 1,1 % (cf. graphique 6). Cette croissance a été tirée principalement par le commerce extérieur, et a bénéficié au troisième trimestre d'un effet Jeux olympiques et paralympiques de l'ordre de 0,25 point. Par contrecoup de cet effet, l'activité a légèrement fléchi fin 2024 mais l'économie française continue de faire preuve de résilience, et pourrait croître de 0,7 % en 2025, contre 0,9 % dans l'ensemble de la zone euro. Le protectionnisme américain induit certes des aléas à la baisse sur ce chiffre (cf. infra), mais notre scénario central demeure celui d'une sortie de l'inflation sans récession.

Une reprise plus sensible pourrait intervenir en 2026 et 2027, avec une croissance de respectivement 1,2 % et 1,3 %. Elle suppose une remontée progressive de la consommation des ménages associée à celle du pouvoir d'achat, ainsi que de l'investissement privé.

Les entreprises souffrent à l'évidence des incertitudes nationales et internationales ; il faut souligner cependant leur bonne résilience financière. Le taux de marge des sociétés non financières s'établit au quatrième trimestre 2024 à 32,2 %, un niveau significativement supérieur à celui de la période pré-Covid (30,9 % en 2019). Le redressement des gains de productivité devrait continuer à soutenir les marges des entreprises.

1.2 Le basculement américain crée cependant une imprévisibilité forte

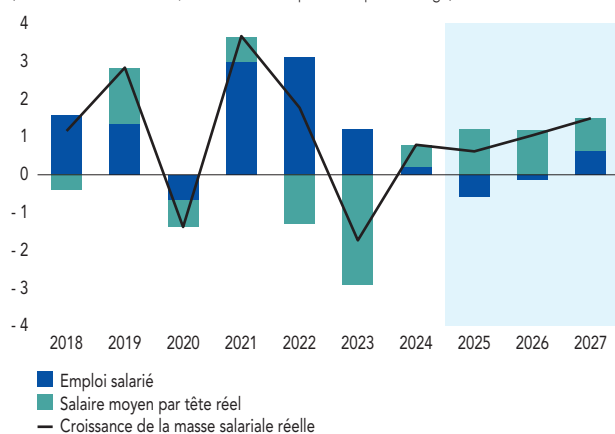
Les années 2020 à 2024 s'étaient déjà caractérisées par une succession de chocs. L'année 2025 apparaît cependant marquée par une incertitude hors normes. En France, l'instabilité politique et les dérives budgétaires des deux dernières années ont créé une situation d'incertitude prolongée. Cela a engendré un certain attentisme de la part des agents économiques.

Mais désormais, c'est surtout l'environnement international qui est également affecté par une vive incertitude. La remise en cause du multilatéralisme par les États-Unis s'accompagne de tensions géopolitiques et commerciales accrues.

Dès le début du deuxième mandat de D. Trump et jusqu'au 1^{er} avril, les droits de douane américains avaient déjà augmenté sensiblement, portés par la hausse des droits imposés à la Chine (+ 20 pp), à une fraction des importations depuis

Graphique 5 Contributions à la croissance de la masse salariale réelle dans le secteur marchand en France

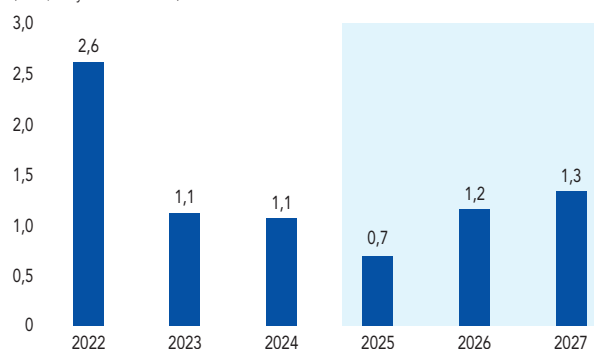
(croissance annuelle en %, contributions en points de pourcentage)



Note : Le salaire moyen par tête réel et la masse salariale réelle sont corrigés de l'activité partielle.
Sources : Eurostat et Insee (jusqu'à 2024), Banque de France (projections de mars 2025 sur fond bleuté).

Graphique 6 Croissance du PIB en France

(en %, moyenne annuelle)



Sources : Insee (jusqu'au T4 2024), Banque de France (projections de mars 2025 sur fond bleuté).

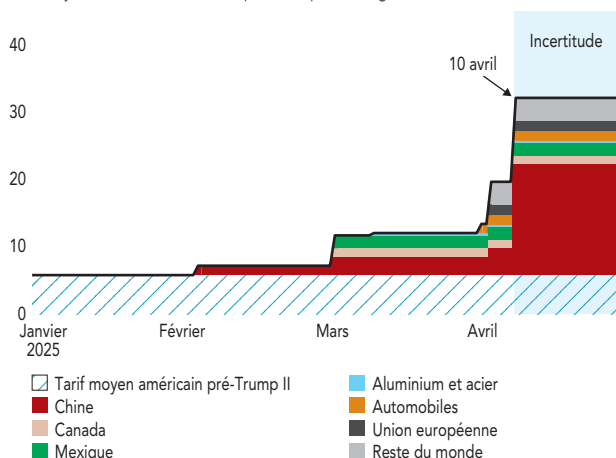
le Canada et le Mexique non couvertes par l'accord USMCA⁵ (+ 25 pp), à toutes les importations d'acier et d'aluminium (+ 25 pp), ainsi qu'aux importations d'automobiles (à partir du 3 avril) et des composants pour la production des véhicules (+ 25 pp), ce dernier élément entrant en vigueur d'ici début mai (cf. graphique 7). Ces mesures « produit » affecteront particulièrement l'Union européenne (UE), rehaussant le coût de l'exportation de ces biens vers les États-Unis.

Le 2 avril, **D. Trump a franchi un seuil supplémentaire dans le protectionnisme** : des droits de douane universels devraient être appliqués à 185 pays, à partir du 5 avril, une hausse généralisée de + 10 pp, et à partir du 9 avril, des hausses spécifiques pays par pays. En ce qui concerne l'UE, des droits de douane de 20 % sur les importations de produits européens ont été annoncés. Compte tenu du poids de l'UE dans les importations américaines, cette mesure rajouterait environ + 3 pp aux droits de douane moyens.

Toutefois, dès le 9 avril, ces hausses spécifiques ont été suspendues pour 90 jours : seule une hausse généralisée de + 10 pp a été maintenue. En outre, la Chine demeurerait spécifiquement ciblée avec une nouvelle hausse portant l'augmentation totale du tarif bilatéral à environ + 125 pp depuis l'investiture de D. Trump. Les évolutions effectives à venir des droits de douane américains demeurent sujettes à une incertitude considérable.

Graphique 7 Droit de douane moyen appliqué aux États-Unis et contributions par pays et par produit

(tarif moyen en % ; contributions en points de pourcentage)



Note : Le tarif moyen pré-Trump II est construit en utilisant la structure des importations de 2017, alors que les évolutions sont construites à partir de la structure des importations de 2023.

Sources : Base de données TDM (importations), Peterson Institute for International Economics – PIIE (droits de douane) ; calculs Banque de France sur la base des informations disponibles au 10 avril 2025.

Des perspectives économiques significativement dégradées

Les mesures annoncées le 2 avril, si elles étaient pérennisées au-delà de la pause annoncée le 9 avril, constitueraient une hausse du protectionnisme sans précédent dans l'histoire récente – les droits de douane américains revenant à des niveaux non observés depuis les années 1930 – ; et un choc négatif significatif pour les perspectives économiques mondiales.

L'impact négatif du choc protectionniste sur la croissance sera, dans le même temps, significativement plus important pour les États-Unis, sous l'effet d'un fort rebond de l'inflation en 2025, et des probables mesures de rétorsion des pays ciblés par la hausse des droits de douane. Selon les analyses convergentes de plusieurs banques, les États-Unis pourraient faire face à un scénario de stagflation en 2025, avec une baisse de la croissance annuelle de l'ordre d'un point en moyenne et une hausse de l'inflation sous-jacente du même ordre. Bien que ces études reflètent une certaine hétérogénéité dans la calibration des chocs commerciaux et dans l'élaboration des scénarios, les risques pour l'économie américaine apparaissent très fortement orientés à la baisse.

Ce choc affectera la croissance en Europe (cf. encadré 1 infra). Selon de premières évaluations, l'impact direct à la baisse sur la croissance du PIB de la zone euro en 2025 serait d'au moins un quart de point de pourcentage. Néanmoins, suite aux nouvelles annonces du 9 avril, si la suspension pour 90 jours des tarifs réciproques devenait permanente (avec par conséquent une hausse limitée à + 10 pp pour l'UE), cet impact direct pourrait être sensiblement atténué. L'impact serait hétérogène entre les pays et les secteurs selon leur degré d'exposition, et relativement moindre en France. L'impact du choc sur l'inflation est incertain et pourrait être très faible, ou négatif. En effet, pèseraient sur le prix des importations : un ralentissement de la croissance mondiale et une baisse associée du prix du pétrole, ainsi que la réorientation vers l'UE des exportations des pays particulièrement ciblés par les mesures américaines (la Chine et d'autres pays d'Asie) dont les prix des exportations baisseraient, dans un contexte d'excès de capacités. Les facteurs haussiers sur l'inflation en zone euro sont à ce stade moins avérés, le taux de change de l'euro n'ayant pas baissé à la suite des annonces des 2 et 9 avril.

L'Union européenne doit réagir, et la compétence relève ici de la Commission européenne. Le moindre mal économique serait de provoquer ainsi une négociation avec les États-Unis et une désescalade – qui semblent s'esquisser après le 9 avril –, plutôt qu'une montée continue des tarifs douaniers.

Ceci peut conduire à mettre sur la table rapidement des mesures en réponse, mais avec entrée en vigueur différée.

Par ailleurs, l'Europe a tout intérêt à préserver un commerce ouvert avec un maximum de partenaires, de l'Amérique latine à l'Asie : la multiplication d'accords de libre-échange équilibrés est une priorité stratégique.

Le cas de la Chine reste cependant et à l'évidence spécifique, en raison de subventions à la production qui entraînent dans certains secteurs des surcapacités massives à exporter.

Une réaction très négative des marchés financiers

Les marchés d'actifs américains ont connu une forte correction : après avoir atteint des niveaux historiques, l'indice boursier S&P 500 a reculé d'environ 14 % entre le pic de l'indice au 19 février et le 10 avril, signalant l'inquiétude des investisseurs au regard des modalités et des effets de la mise en œuvre des politiques économiques de D. Trump. Les inquiétudes se sont amplifiées à la suite des annonces du 2 avril, se traduisant dès le lendemain par une forte baisse des rendements sur les bons du Trésor américain à 2 ans (– 40 points de base du 19 février au 10 avril à 3,86 %), tirés à la baisse par les taux réels (– 28 points de base). Les mesures tarifaires représentent également un risque haussier sur les prix à la consommation américains à court terme, reflété sur les marchés par une très forte hausse des anticipations à 1 an, qui ont atteint 3,28 % le 10 avril, soit une hausse d'environ 35 points de base depuis le début du mois de mars.

Après s'être apprécié à la suite des élections américaines en novembre dernier, le taux de change du dollar américain a reperdu à partir de la mi-janvier tous ses gains, aussi bien en termes « effectifs » – c'est-à-dire contre la moyenne pondérée des autres monnaies – que contre l'euro. La dépréciation du dollar contre les principales devises dont l'euro s'est encore amplifiée suite aux annonces du 2 avril (l'euro s'est apprécié d'environ + 7 % sur la période du 19 février au 10 avril). Or, l'annonce d'une hausse des droits de douane aux États-Unis aurait dû en principe se traduire par une hausse du dollar pour compenser l'effet inflationniste du renchérissement des importations. Ceci n'a pas été le cas, au contraire. Une première explication en est que les craintes d'une chute de la croissance américaine l'emportent pour l'instant sur celles en matière d'inflation. D'où l'anticipation des marchés d'une politique monétaire de la Fed qui continuerait à se détendre.

En outre, on constate que dans le contexte actuel de fortes incertitudes géopolitiques et commerciales, le dollar n'a pas bénéficié de son statut habituel de valeur refuge, à la différence de l'or ou de la devise suisse. Les mesures

récentes pourraient commencer à éroder la confiance à long terme dans le billet vert comme monnaie internationale de réserve.

Sur la même période, l'inquiétude liée aux mesures tarifaires s'est reflétée sur les marchés européens : l'Euro Stoxx 50 a perdu environ 12 %, neutralisant toute sa performance positive observée depuis le début d'année (– 1,5 %). Les inquiétudes sur l'activité européenne se sont reflétées sur les taux longs européens, dans des proportions toutefois bien plus modérées qu'aux États-Unis : le rendement obligataire souverain allemand à 10 ans a ainsi perdu plus de 32 points de base depuis le 11 mars, tiré à la baisse à la fois par les anticipations d'inflation sur le long terme, et par les taux réels.

L'incertitude économique engendrée par les tensions commerciales affecte ainsi la stabilité financière. Les risques sont de deux ordres. D'une part, l'accentuation des vulnérabilités au sein de l'économie réelle, notamment pour les acteurs les plus endettés, pourrait augmenter le risque de crédit pour les institutions financières. D'autre part, le pic de volatilité accroît les risques de marché et de liquidité. Ces risques se sont matérialisés sur le marché des titres du Trésor américain, qui a connu une volatilité exceptionnellement élevée, avec des effets de contagion sur l'ensemble des marchés. Cette volatilité a été alimentée par les incertitudes sur la trajectoire économique américaine mais aussi pour partie par certains débouclages de positions à effet de levier.

Dans ce contexte, la Banque de France et la Banque centrale européenne sont pleinement mobilisées pour assurer le bon financement de l'économie et la stabilité du système financier. La solidité des secteurs bancaire et assurantiel français représente un facteur important d'absorption des chocs potentiels au regard des incertitudes liées à l'environnement actuel.

Dans le sillage de l'élection présidentielle, les États-Unis ont annoncé une dérégulation massive, au risque d'accroître les vulnérabilités de leurs acteurs financiers dans un contexte de marchés fragilisés et de semer les germes des prochaines crises financières. L'Europe doit à l'inverse éviter une déréglementation à l'excès, même si un effort de simplification est nécessaire (cf. 2.4 infra).

Encadré 1

LES EFFETS EN EUROPE DES TENSIONS COMMERCIALES : NÉGATIFS SUR L'ACTIVITÉ, LIMITÉS SUR L'INFLATION

Après les annonces du 2 avril, puis la pause décidée le 9 avril, l'incertitude reste élevée autour des évolutions futures de la politique commerciale mondiale. Mais à ce stade la hausse annoncée des droits de douane américains sur les importations en provenance de l'Union européenne (UE) augmenterait le prix de nos exportations pour les acheteurs américains. Elle aurait donc un impact direct sur les volumes de biens exportés de l'UE vers les États-Unis, et donc sur la croissance des pays européens, dont la France.

Ainsi, dans le scénario annoncé le 2 avril de hausse généralisée des droits de douane à tous les partenaires commerciaux des États-Unis, une hausse de 20 points de pourcentage (pp) des tarifs douaniers sur les importations européennes au deuxième trimestre 2025 pourrait diminuer le produit intérieur brut (PIB) de la zone euro d'au moins un quart de point en 2025. Ce chiffrage suppose que les tarifs soient maintenus à long terme et inclut une réorientation du commerce de et vers la zone euro. Néanmoins, à la suite des nouvelles annonces du 9 avril, si la suspension pour 90 jours des tarifs réciproques devenait permanente (avec une hausse limitée à + 10 pp pour l'UE), cet impact direct pourrait être sensiblement atténué.

Quelle que soit l'ampleur de la hausse des tarifs douaniers finalement en place, plusieurs facteurs atténueraient l'impact négatif sur la zone euro. Ainsi, la zone euro pourrait gagner en compétitivité relative par rapport à la Chine si les États-Unis continuaient à lui appliquer des droits de douane plus élevés. De plus, des accords commerciaux existants et à venir entre l'UE et d'autres économies (JEFTA¹, CETA², accord de libre-échange Mercosur³-UE) pourraient amortir davantage les chocs tarifaires liés à la politique commerciale américaine.

Une riposte de tous les pays à l'imposition des droits de douane affecterait l'économie européenne, mais plus encore celle des États-Unis. Nos premières analyses suggéreraient

qu'une rétorsion proportionnelle, de + 20 pp, et immédiate, au deuxième trimestre 2025, aurait un effet limité pour la zone euro. En revanche, l'impact sur la croissance américaine serait plus fort, de l'ordre de – 1,5 point de PIB la première année. Une stratégie de représailles proportionnelles sur les biens de consommation (en excluant donc les biens intermédiaires et les biens d'investissement) pourrait donc être justifiée pour préserver la crédibilité de l'UE et *in fine* décourager l'adoption de mesures additionnelles.

Cette première analyse est toutefois soumise à de fortes incertitudes en raison de l'intensité et de l'horizon des rétorsions de la part des autres pays ; des possibles modulations des tarifs annoncés (accords bilatéraux, réponse américaine aux rétorsions) ; des effets d'amplification via des canaux de transmission tels que le taux de change ; et du risque de dislocation et d'instabilité financières lié aux menaces sur la croissance mondiale.

L'impact sur l'économie française serait qualitativement similaire mais quantitativement plus faible. En effet, l'exposition des exportations de biens françaises au marché américain (1,7 % du PIB français) est inférieure d'environ 40 % à celle de l'UE dans son ensemble (2,8 % du PIB de l'UE) (*cf. graphique infra*).

L'impact sur l'inflation et le PIB européens dépendrait également de la réaction du taux de change de l'euro face au dollar et d'une éventuelle réponse européenne à la hausse des droits de douane :

- Une dépréciation du dollar face à l'euro, comme observée depuis le 2 avril, diminue le prix des importations ;
- Une éventuelle réponse européenne aurait un effet plus ou moins inflationniste selon qu'elle est ciblée ou non sur des produits très substituables pour lesquels les exportateurs américains seraient susceptibles de comprimer leurs marges ;

1 *Japan-EU Free Trade Agreement*, accord de libre-échange entre le Japon et l'Union européenne.

2 *Comprehensive Economic and Trade Agreement*, accord de libre-échange entre le Canada et l'Union européenne.

3 Espace de libre circulation des biens et des marchandises en Amérique du Sud qui regroupe l'Argentine, le Brésil, le Paraguay, l'Uruguay et la Bolivie.

.../...

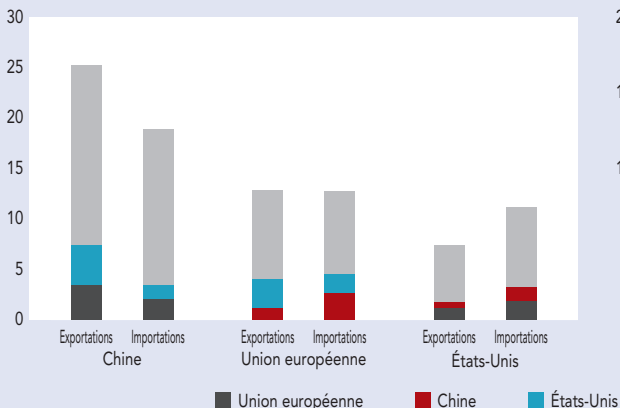
- Toutefois, d'autres facteurs pourraient peser à la baisse sur l'inflation européenne. Par exemple, une réorientation des exportations de la Chine vers le marché européen plus importante aurait un effet négatif sur l'inflation et la croissance européenne.

Dans l'ensemble, les aléas sur l'inflation apparaissent relativement ambivalents et probablement peu significatifs. L'impact d'éventuelles mesures tarifaires sur des produits européens serait donc plus modeste sur l'inflation européenne qu'américaine.

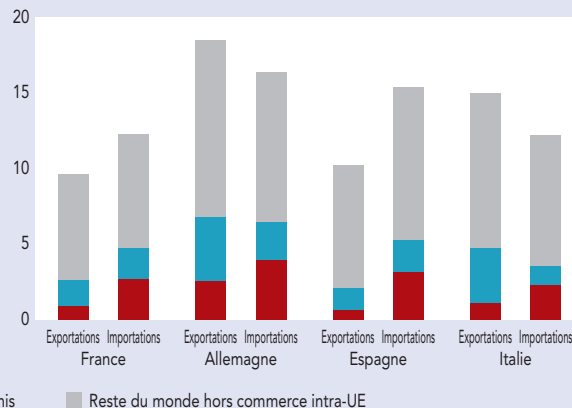
Expositions commerciales

(en % du PIB)

a) Entre les principales économies mondiales



b) Pour les principales économies européennes



Champ : Commerce de biens.

Note : Données 2023.

Sources : Calculs Banque de France, données du Trade Data Monitor (Banque mondiale pour le PIB).

*
**

À l'inverse, en réaction au retournement américain, l'Allemagne prévoit une impulsion budgétaire portée par la création d'un fonds spécial d'infrastructures de 500 milliards d'euros sur douze ans, visant à rattraper le retard accumulé en matière de transports, de réseaux et de transition énergétique. Les dépenses militaires allemandes devraient par ailleurs augmenter pour atteindre 3,5 % du PIB (contre 2 % actuellement) grâce à un assouplissement ciblé du frein à l'endettement. Cette prise de conscience historique permet de mobiliser les marges budgétaires de l'Allemagne, qui avait su les reconstituer depuis la crise financière de 2009-2011. Cela change positivement la donne pour l'Allemagne et l'Europe, pourvu que l'offre industrielle augmente autant que le financement : il s'agit ici d'éviter tant des goulets inflationnistes qu'une dépendance persistante vis-à-vis des achats d'armement aux États-Unis. Selon des estimations préliminaires, l'ensemble de ces dépenses publiques additionnelles pourrait soutenir la croissance en zone euro à hauteur de + 0,1 à + 0,3 point de pourcentage dans les prochaines années, selon la composition des dépenses

engagées et le rythme de déboursement effectif. L'impact sur l'inflation serait, quant à lui, très limité. L'estimation de ces impacts est entourée d'une incertitude importante, les modalités précises d'application de ces mesures n'étant pas encore connues.

2

Pour retrouver la maîtrise de notre destin économique, l'urgence d'une mobilisation générale

À défaut de sursaut, l'économie française court aujourd'hui dans cet environnement le risque d'un enfoncement progressif. Pourtant les remèdes existent et sont connus pour retrouver la maîtrise de notre destin économique. Mais il est urgent, avec l'atout qu'est notre engagement européen, de passer à l'action par une mobilisation générale selon quatre dimensions : l'ancrage de notre souveraineté monétaire ; la reconquête de notre souveraineté budgétaire ;

et pour augmenter notre croissance, collectivement travailler plus et mieux en France, et activer enfin les atouts économiques de l'Europe. Si le retournement américain a une seule vertu, paradoxale, c'est d'avoir sonné le « réveil de l'Europe ». Ce doit être l'heure de la souveraineté économique européenne.

2.1 Ancrer notre souveraineté monétaire

L'euro est heureusement un atout décisif, patiemment construit il y a plus de 25 ans. Le taux directeur de la BCE se rapproche désormais de la fourchette des estimations du taux neutre qui marque la frontière entre une politique monétaire restrictive et une politique accommodante : il s'agit d'un point de repère mais pas nécessairement du taux terminal. Nous restons déterminés à ce que l'inflation se stabilise durablement autour de 2 %. Nous agissons en ce sens avec un pragmatisme agile. « Pragmatisme », en nous fondant sur les données constatées pour l'inflation et la croissance mais aussi sur nos prévisions ; en environnement beaucoup plus incertain, fixer des orientations précises sur l'avenir (une « *forward guidance* ») serait illusoire. « Agile », car dès lors que l'objectif de 2 % d'inflation est assuré, il

est de notre devoir de soutenir une croissance européenne fragilisée. Les risques sur l'inflation apparaissent équilibrés : à la hausse en raison de l'effet direct des tarifs douaniers, à la baisse du fait de la faiblesse de la demande, du prix des matières premières, et de l'évolution récente du taux de change.

Au total, il reste une marge de baisse de nos taux directeurs ; mais son rythme et son ampleur demeurent ouverts. L'Eurosystème assurera ainsi, face à l'incertitude, l'ancrage d'une inflation à 2 %. Mais notre souveraineté monétaire passe désormais par deux dimensions supplémentaires : technologique et externe.

Une stratégie européenne dans le domaine des paiements, innovant et en pleine numérisation, doit permettre de réduire les frictions et de proposer des solutions fiables face à la multiplication des initiatives privées fondées sur des cryptoactifs. L'émission d'un **euro numérique** en complément des espèces garantirait une souveraineté européenne accrue dans l'écosystème des paiements dominé par des acteurs non européens (cf. encadré 2), tout en préservant le lien entre les citoyens et la monnaie centrale.

Encadré 2

L'EURO NUMÉRIQUE

La tendance à la numérisation de l'économie européenne entraîne dans les paiements du quotidien une dépendance croissante aux acteurs non européens, notamment aux réseaux internationaux – 72 % des paiements par carte en zone euro au second semestre 2023¹ – et aux géants du numérique.

Les espèces sont de moins en moins utilisées en France : elles représentaient 43 % des paiements au point de vente en 2024, contre 68 % en 2016². Cette tendance est amplifiée par le développement du commerce en ligne dont la part dans les paiements s'élevait à 25 % en 2024.

L'essor des *stablecoins* – le plus souvent adossés au dollar américain – et des autres formes de cryptoactifs pose aussi un risque de « privatisation » et de « déseuropéanisation » de la monnaie. L'*Executive Order* de D. Trump du 23 janvier 2025³ a suspendu et interdit tout projet de monnaie numérique de banque centrale⁴. À l'inverse, il promeut le développement des cryptoactifs, en particulier des *stablecoins*, dont il prévoit l'harmonisation du cadre réglementaire. Ces développements pourraient provoquer, en l'absence d'alternative européenne, une dépendance lourde à des émetteurs uniquement privés et non européens.

1 Cipollone (P.) (2025), « The role of the digital euro in digital payments and finance », contribution, 28 février.

2 Banque de France (2025), « Les Français continuent d'apprécier les espèces, même si leur usage se réduit au profit des paiements par carte et mobile », *Bulletin de la Banque de France*, n° 256/1, janvier-février.

3 Maison-Blanche (2025), « Strengthening American leadership in digital financial technology », 23 janvier.

4 Cette interdiction concerne la monnaie numérique de banque centrale de détail. La Réserve fédérale américaine (Fed) continue à participer à des expérimentations, y compris au niveau international, concernant l'émission éventuelle d'une monnaie de banque centrale interbancaire.

.../...

L'émission d'un « billet numérique + » constituera une option supplémentaire aux espèces sans les remplacer, transposant leurs caractéristiques dans l'espace numérique et offrant un ancrage en monnaie centrale. Fort d'un haut niveau de confidentialité, l'euro numérique garantira de surcroît l'autonomie stratégique grâce à son infrastructure nativement européenne et renforcera l'intégration des paiements de la zone. Il stimulera également la concurrence en matière de commissions payées par les commerçants, qui ont doublé entre 2018 et 2022⁵.

L'euro numérique s'appuiera sur un partenariat public-privé, notamment avec les banques commerciales. Celles-ci assureraient sa distribution, y compris la tenue de compte et la relation client. L'Eurosystème associe étroitement les acteurs de marché à la conception de l'euro numérique pour maximiser les synergies avec les solutions privées existantes – telles que le réseau national Cartes Bancaires et la solution de paiement mobile Wero.

5 Cipollone (P.) (2024), « Monetary sovereignty in the digital age: the case for a digital euro », discours, 27 septembre.

Des solutions privées comme Wero – développée dans le cadre de l'initiative *European Payments Initiative* (EPI) – peuvent également réaliser des paiements instantanés sécurisés de compte à compte. Son objectif de créer un réseau européen interopérable répond à un impératif de souveraineté financière. L'interconnexion du système de paiement instantané de l'Eurosystème (TIPS) avec ceux de plusieurs économies émergentes constituerait par ailleurs une avancée importante pour notre influence internationale.

En matière interbancaire, cette stratégie pourrait prendre la forme d'une transition par étapes vers une monnaie numérique de banque centrale (MNBC) interbancaire qui s'échangerait sur un registre unifié européen (*European shared ledger*). Il s'agirait d'accompagner la tendance à la tokenisation de la finance tout en offrant un ancrage en monnaie centrale, réconciliant innovation et stabilité.

Les tensions géopolitiques ravivent enfin les risques d'une fragmentation accrue du système monétaire international. Dans ce contexte, soutenir et développer le rôle international de l'euro est un levier important pour renforcer notre autonomie stratégique, faciliter le financement de notre économie et entreprendre les investissements que nécessitent la défense et les transitions écologique et numérique⁶. Si l'euro est la deuxième devise la plus importante au niveau mondial – sa part dans les différents indicateurs suivis par la BCE se situe autour de 20 %⁷ – le dollar américain reste prédominant. Par ailleurs, le mouvement de diversification des réserves de change mondiales se poursuit vers d'autres devises comme le renminbi chinois, le dollar australien

et le dollar canadien. La part cumulée de ces devises a atteint 23 % au troisième trimestre 2024. Notre monnaie unique a les capacités de jouer pleinement son rôle de devise internationale de référence. Un marché financier européen plus intégré et plus profond grâce à l'Union pour l'épargne et l'investissement, y serait une contribution décisive (cf. infra, p. 21).

2.2 Reconquérir notre souveraineté budgétaire

Une dérive ancienne, mais récemment aggravée

Depuis plus de quarante ans, nos finances publiques ont connu une dégradation constante. En 1984, notre dette publique ne représentait que 30 % de notre PIB ; aujourd'hui, elle a presque quadruplé et s'élève à 113 % du PIB en 2024, soit désormais 25 points au-dessus de la moyenne de la zone euro (88 %⁸). Et la France reste parmi les rares pays dont le ratio d'endettement continue de croître. Cette dégradation a tendance à faire augmenter les taux d'intérêt à long terme, que ce soit pour équilibrer l'épargne et l'investissement ou en raison de l'incertitude budgétaire. Or prévisibilité et soutenabilité de la politique budgétaire sont toutes deux nécessaires à une politique monétaire efficace.

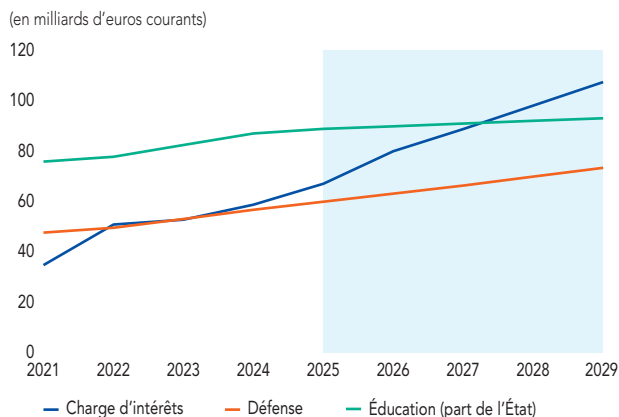
Cette « maladie chronique » française est ancienne, mais elle a franchi aujourd'hui plusieurs seuils critiques d'aggravation. Les Français sont désormais très nombreux à s'en inquiéter, ce qui contribue à la surépargne. La charge d'intérêts de la dette – dépense héritée du passé – pèsera dans deux ans autant que le budget du ministère de l'Éducation nationale,

dépense d'avenir par excellence (cf. graphique 8). Les dérives budgétaires de 2023 et 2024 ont conduit à un creusement de l'écart (*spread*) entre les taux d'intérêt français et allemand de 0,5 % à 0,8 % et à l'inverse à un resserrement fort du *spread* avec l'Italie, de 0,8 % à 0,5 % (cf. graphique 9) – cet écart tendant à augmenter depuis le choc du 2 avril.

La cause principale de cette maladie est connue : les dépenses publiques augmentent plus vite que les recettes. Ce « non-parallélisme » engendre des déficits structurels primaires systématiques, qui nourrissent la hausse de notre ratio d'endettement. Les dépenses publiques, de l'ordre de 57 % de notre PIB en 2023⁹, sont 9,1 points de PIB plus élevés que la moyenne de nos voisins, ce qui traduit un « écart d'efficacité » d'environ 260 milliards d'euros (cf. graphique 10) alors que nous partageons le même modèle social européen – légitimement soutenu par la grande majorité des Français.

Cet écart s'est particulièrement creusé sur les dépenses de protection sociale¹⁰ – qui en représentaient plus de la moitié, soit 6,3 points de PIB en 2022 – et les dépenses locales (cf. graphique 11). Depuis 2000, c'est le dynamisme des dépenses des administrations publiques locales (APUL) et des administrations de sécurité sociale (ASSO) qui explique la forte augmentation de nos dépenses publiques (+ 4,5 points de PIB).

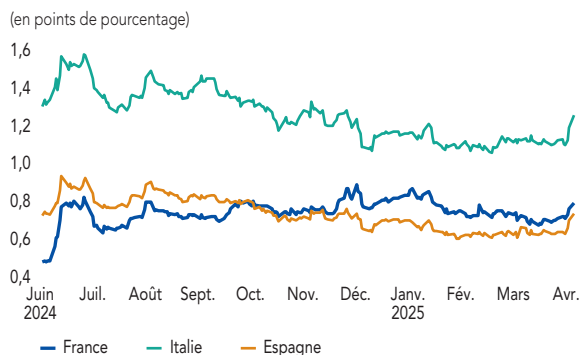
Graphique 8 Charge d'intérêts, budgets de la défense et de l'éducation



Notes : Les crédits de paiement de la mission « Défense » suivent l'évolution inscrite dans la loi de programmation militaire (LPM) de 2023 à partir de 2026. On fait par ailleurs l'hypothèse que les crédits de paiement de la mission « Enseignement scolaire » suivront l'évolution des dépenses primaires inscrite dans le plan budgétaire et structurel à moyen terme (PSMT) 2025-2029 à partir de 2026.

Sources : Insee, avis du Haut Conseil des finances publiques sur le projet de loi de finances (PLF) 2025 amendé, PSMT 2025-2029, lois de finances 2021-2025, LPM 2023; calculs Banque de France.

Graphique 9 Écarts entre les taux souverains à 10 ans et le Bund à 10 ans

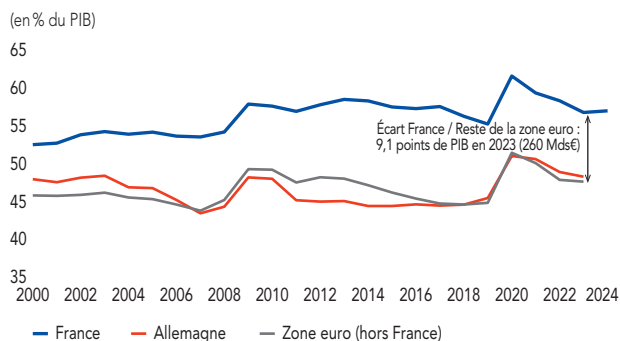


Notes : Le Bund est une obligation d'État allemande.

Dernier point au 7 avril 2025.

Sources : Bloomberg, calculs Banque de France.

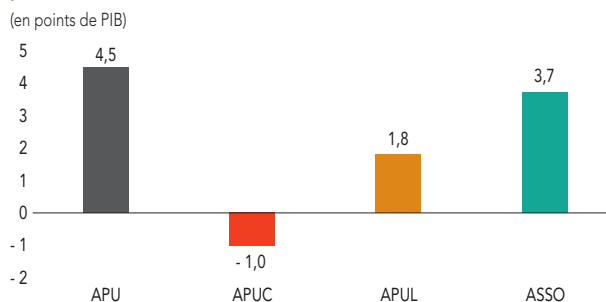
Graphique 10 Dépenses publiques en zone euro



Note : Dernier point à 2024 pour la France; à 2023 pour l'Allemagne et la zone euro.

Sources : Insee, Eurostat; calculs Banque de France.

Graphique 11 Évolution des dépenses publiques par sous-secteur entre 2000 et 2024



Notes : Dépenses publiques consolidées des transferts entre sous-secteurs. APU, administrations publiques; APUC, administrations publiques centrales; APUL, administrations publiques locales; ASSO, administrations de sécurité sociale. APU = APUC + APUL + ASSO.

Sources : Eurostat, Insee, projet de loi de finances (PLF) 2025 amendé pour 2024; calculs Banque de France.

L'impératif d'une stratégie de moyen terme, avec un effort partagé et juste

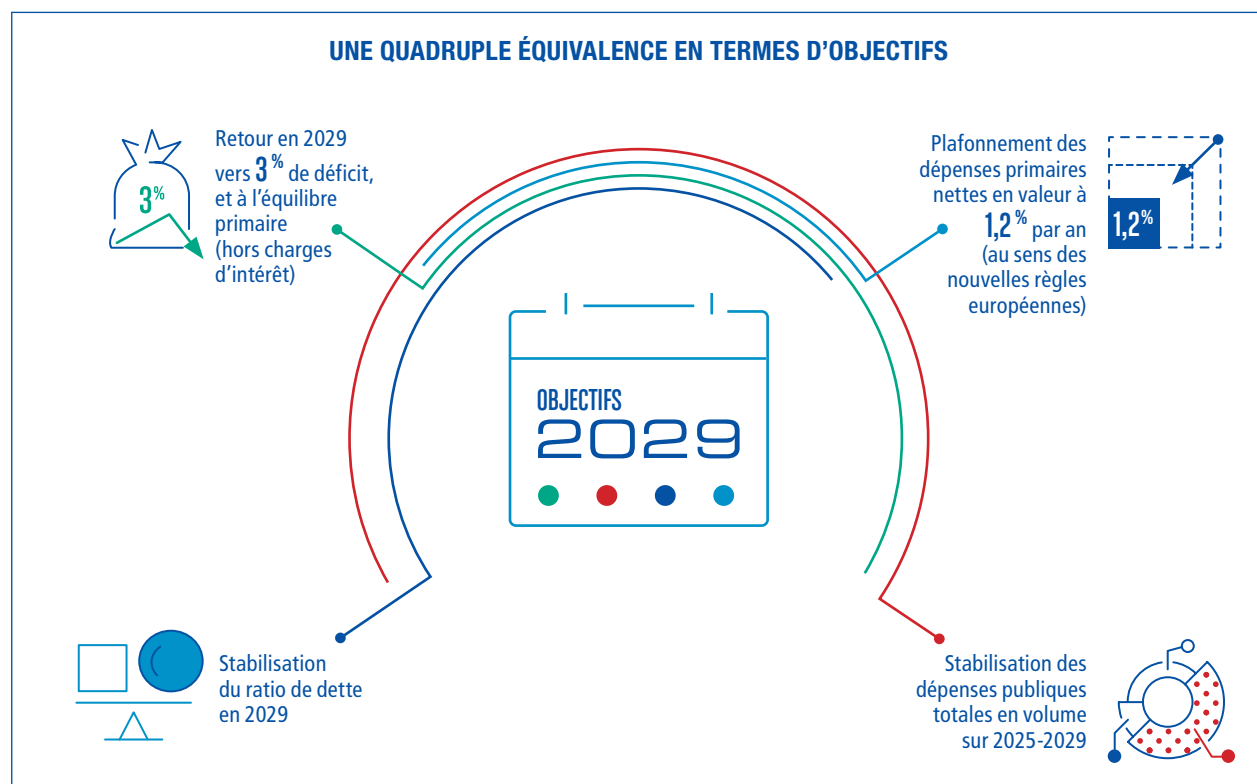
La gravité de notre situation budgétaire a au moins une vertu : notre pays n'a plus à choisir entre le redressement de nos finances publiques et la croissance. Réduire l'incertitude budgétaire et fiscale, qui pèse sur les entreprises et les ménages, est une condition de la confiance et donc de la croissance. C'est aussi une condition de notre souveraineté : notre pays ne peut dépendre excessivement des agences de notation et des marchés internationaux.

Ce redressement est possible en visant un effort juste et partagé pour atteindre deux ancres. Le gouvernement s'est engagé à ramener le déficit cette année à 5,4 %. Cet engagement doit rester le cap, et en tout état de cause les dépenses doivent être strictement tenues sous les plafonds prévus : on pourrait admettre transitoirement le jeu des stabilisateurs automatiques *si* il y avait *in fine* moindre croissance et donc de moindres recettes ; mais des dépenses supplémentaires seraient inefficaces pour la relance et injustifiées. Nous devons ensuite faire descendre

le déficit 2026 nettement sous 5 %. Les défis exceptionnels qu'il faut affronter pourraient éventuellement justifier encore certaines mesures fiscales – compte tenu de la perte annoncée des 10,5 milliards de recettes exceptionnelles de 2025 – ; mais l'essentiel de l'ajustement doit cette fois porter sur les dépenses.

L'autre ancre fondamentale est de moyen terme : il faut ramener notre déficit public vers 3 % du PIB en 2029.

C'est l'engagement que nous avons pris vis-à-vis de nos partenaires européens, mais c'est aussi et surtout le niveau de déficit qui, en rétablissant l'équilibre primaire de nos finances publiques (c'est-à-dire *hors charge d'intérêts*), nous permettra de stabiliser puis de commencer à réduire le niveau de notre dette publique à partir de 2029. Cet objectif peut être atteint si nous respectons nos engagements européens en matière de maîtrise des dépenses publiques : il s'agit de limiter la croissance de nos dépenses primaires (hors charge d'intérêts et nettes d'éventuelles mesures fiscales) à 1,2 % par an en valeur d'ici 2029, ce qui reviendrait à stabiliser nos dépenses totales en volume. Il y a donc une « quadruple équivalence » en termes d'objectifs.



Un effort de défense, en supplément de celui déjà prévu dans la loi de programmation militaire (LPM) (dépenses annuelles portées de 50 milliards d’euros en 2025 à 68 milliards d’euros en 2030) pourrait être légitime vu la menace, mais devrait alors être financé. Le montant devrait en être évalué au regard tant de nos besoins que de nos capacités de production d’armement et de recrutement, qui n’augmenteront que graduellement. Il ne peut être question d’un nouveau « quoi qu’il en coûte ». Deux considérations apparaissent clés à cet égard :

- Sur les seules dépenses additionnelles, la France pourrait demander à être exonérée des règles du Pacte de stabilité. Mais ceci ne changerait en rien la réalité de la dette et des déficits, et ce n’est donc pas notre intérêt financier sauf à différer encore la maîtrise de notre dette publique ;
- Si l’effort se situe dans une intégration européenne forte de l’offre industrielle et des opérations militaires, il pourrait justifier un emprunt européen (comme fait en 2020 après le Covid) ne pesant pas sur l’endettement national. Mais ce ne peut pas être pour la France un moyen de transférer son problème budgétaire à l’échelle de l’Europe.

Si l’effort de défense se situait au contraire après 2030 – en poursuite de la LPM –, l’action de stabilisation des dépenses totales devrait être prolongée d’autant. En tout état de cause,

cette stabilisation doit être commencée maintenant, sans plus tarder.

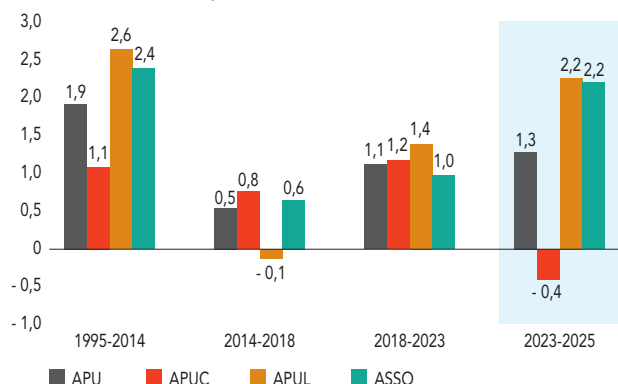
Si cette stabilisation est ambitieuse au regard des tendances passées, elle n’est toutefois pas hors de portée. Entre 2014 et 2018, la France avait réussi à limiter la croissance des dépenses totales en volume à 0,5 % par an (cf. graphique 12), notamment grâce à une bonne maîtrise des dépenses locales et sociales. Cela illustre une condition impérative, et que l’urgence a empêché de réaliser pour le budget 2025 : **l’effort sur les dépenses doit être élargi à l’ensemble des administrations publiques – y compris sociales et locales** dont les dépenses continuent d’augmenter de plus de 2 % par an en volume. Il ne peut être concentré sur le seul budget de l’État. En effet, celui-ci ne représente que 36 % du total des dépenses, même s’il supporte effectivement la charge de la plus grande partie du déficit public en raison des nombreux transferts qu’il effectue au bénéfice des collectivités locales – estimés par la Cour des comptes à 150 milliards d’euros en 2023 ¹¹ – et des régimes d’assurance sociale.

2.3 Collectivement, travailler plus et travailler mieux

Depuis 25 ans, l’écart entre les principales économies européennes et les États-Unis en termes de productivité par heure travaillée (Y/H) s’est creusé de manière préoccupante (cf. graphique 13). En 2000, la France, l’Allemagne et l’Italie étaient

Graphique 12 Évolution des dépenses publiques par sous-secteur en volume

(taux de croissance annuel moyen en %)

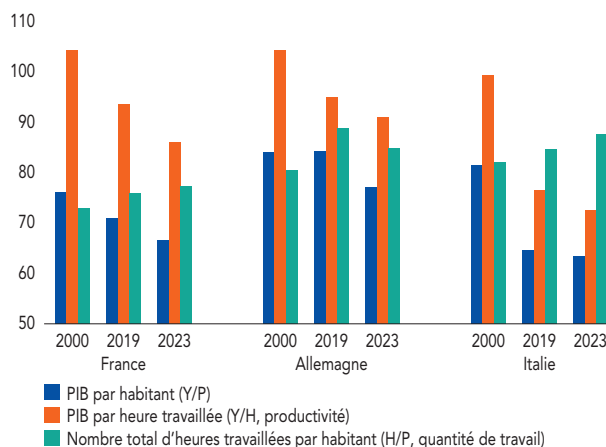


Notes : Dépenses publiques consolidées et déflatées par le déflateur du PIB. APU, administrations publiques ; APUC, administrations publiques centrales ; APUL, administrations publiques locales ; ASSO, administrations de sécurité sociale. APU = APUC + APUL + ASSO.

Sources : Eurostat, Insee, projections tirées du projet de loi de finances (PLF) pour 2025 amendé sur fond bleu ; calculs Banque de France.

Graphique 13 PIB par habitant et PIB par heure travaillée en % des niveaux des États-Unis

(États-Unis = 100)



Note : Y/P, Y/H et H/P en pourcentage des niveaux des États-Unis. Y, PIB à prix et parités de pouvoir d’achat constants (2015 = 100). H, nombre total d’heures travaillées par la population employée. P, population totale.

Sources : Base de données Ameco ; calculs de Bunel et al. (2025).

au moins aussi productives que les États-Unis en base horaire ; en 2023, l'écart de productivité atteint 14 % pour la France. L'écart en termes de quantité de travail – nombre d'heures travaillées par habitant (H/P) – s'est, à l'inverse, resserré mais la France reste ici nettement en retrait non seulement des États-Unis, mais aussi de l'Allemagne et de l'Italie.

Ceci plaide donc pour collectivement travailler plus et mieux en France, afin de renforcer notre croissance potentielle. Ces deux ressorts combinés pourraient permettre, dans un scénario favorable, de porter le rythme de notre croissance potentielle d'environ 1 % à 1,5 % d'ici 2030. Grâce à davantage de travail collectif, nous pourrions parcourir la première moitié du chemin menant aux 1,5 % : un alignement graduel des taux d'emploi des jeunes (15-24 ans) et des seniors (55-64 ans) sur les niveaux allemands se traduirait par un supplément de croissance potentielle d'environ 0,25 pp par an sur cet horizon. Un supplément du même ordre – la seconde moitié du chemin – devrait provenir d'une amélioration de la productivité, via notamment la diffusion de l'intelligence artificielle et l'activation des réformes européennes (cf. infra 2.4).

La transformation du travail

Il faut rappeler une évidence positive : la clé décisive de notre prospérité, c'est notre travail, et elle est donc entre nos mains. C'est le premier ressort à activer pour renforcer la croissance française. Le marché du travail a certes connu une évolution positive remarquable depuis une décennie : il n'y a jamais eu autant de Français au travail qu'aujourd'hui (30,6 millions) ; cela est aussi vrai en nombre d'heures travaillées. Notre pays

a créé en dix ans 2,2 millions d'emplois nets, dont 1,1 million d'emplois nets depuis cinq ans et la crise Covid. Néanmoins, depuis 2024, le marché du travail est affecté avec retard par le ralentissement de l'activité et par le rattrapage partiel des pertes de productivité observées depuis la crise sanitaire. Le taux de chômage atteindrait un pic entre 7,5 et 8 % en 2025 et en 2026, avant de diminuer grâce à la reprise de l'activité (cf. graphique 14).

Malgré ces nets progrès, le marché du travail français est encore loin du plein emploi, que l'on situe traditionnellement à 5 % du taux de chômage ; et notre taux d'emploi (69 %) est en retrait par rapport à nos voisins en particulier pour deux classes d'âge : les jeunes (15-24 ans) et les seniors (55-64 ans) (cf. graphique 15).

Pour les **jeunes**, le développement de l'apprentissage est un succès : ce dispositif a permis 320 000 créations d'emplois depuis 2020¹². Deux ans après leur fin d'études, le taux d'emploi des Français ayant fini leur scolarité à 18 ans demeure cependant 15 pp inférieur à celui de leurs homologues allemands¹³. Un effort de ciblage des aides à l'apprentissage devrait donc être mené en adaptant les subventions au niveau de diplôme.

Les écarts *quantitatifs* observés sur le marché du travail en France s'expliquent en partie par un retard *qualitatif*, et la forte chute de la performance éducative observée en France depuis plusieurs décennies, notamment en mathématiques¹⁴, alors même que la France dépense au moins autant que la moyenne de l'OCDE en la matière¹⁵. Dans le contexte d'une demande de profils dans les métiers liés aux

Graphique 14 Taux de chômage

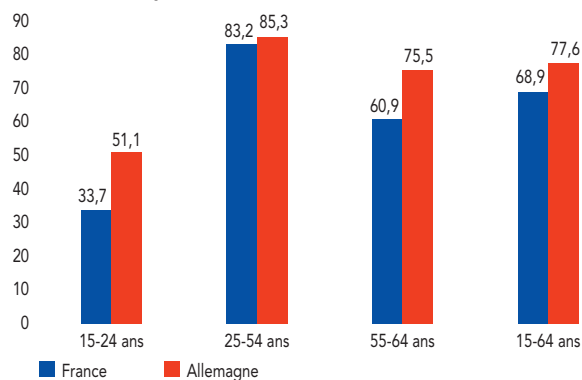
(au sens du BIT, en % de la population active, France entière)



Sources : Insee (jusqu'au T4 2024), Banque de France (projections de mars 2025 en pointillé).

Graphique 15 Taux d'emploi par classe d'âge en France et en Allemagne

(en % de la classe d'âge)



Note : Données au T4 2024.

Source : Eurostat.

sciences, technologies, ingénierie et mathématiques (STIM) très forte et non satisfaite ¹⁶, cela pourrait avoir freiné les capacités d'innovation ¹⁷ et contribué au ralentissement de la croissance de la productivité française. Le renforcement de la formation initiale et professionnelle doit donc être une priorité absolue.

Bien que le taux d'emploi des **seniors** ait progressé de 21 points depuis 2003 en atteignant 60,9 %, il reste très inférieur à celui de l'Allemagne (75,5 %). Cette différence est principalement due à la population active de plus de 60 ans, qui a tendance à partir à la retraite plus tôt que ses homologues allemands : en 2023, l'âge moyen effectif de départ à la retraite en France était de 62,4 ans, contre 64,4 ans en Allemagne. La réforme des retraites de 2023 devait permettre de rattraper une partie de ce retard.

Nos dépenses de retraite étaient cependant supérieures de 2,7 points de PIB par rapport à la moyenne de la zone euro hors France en 2023. En termes financiers, la Cour des comptes a confirmé l'ampleur du déficit de notre système qui devrait rester stable autour de 7 milliards d'euros jusqu'en 2030, sous condition de la montée en puissance de la réforme de 2023, avant de nettement se dégrader, passant à 15 milliards (hors inflation) en 2035, puis à 30 milliards d'euros en 2045 ¹⁸. Cette situation n'est pas supportable, ni au regard de nos finances publiques (cf. 2.2 supra), ni au regard de l'équité intergénérationnelle. Pour autant, les réformes des retraites sont moins bien acceptées dans notre pays qu'ailleurs en Europe. La Suède parmi d'autres constitue un exemple positif ¹⁹ : son système de retraite s'ajuste plus facilement aux évolutions démographiques et économiques de manière graduelle, transparente et flexible. C'est aussi le cas du régime de retraite complémentaire Agirc-Arrco géré par les partenaires sociaux, preuve que le dialogue social fonctionne dans notre pays.

Il apparaît aujourd'hui difficile d'augmenter les prélèvements pour financer notre système de retraite, alors que la France occupe le premier rang européen en matière de prélèvements obligatoires (43,2 % du PIB en 2023). Il faut donc agir sur les divers leviers de dépenses, dans le dialogue social en cours. Un effort supplémentaire pourrait aussi être demandé aux retraités les plus aisés, dans la mesure où le niveau de vie des retraités français est depuis près de trente ans supérieur à celui du reste de la population, ce qui constitue une singularité par rapport à nos voisins européens. Une part minoritaire de retraite par capitalisation pourrait être progressivement développée, même si elle ne règle en rien les problèmes de financement au départ. Les entreprises doivent de leur côté se mobiliser pour l'emploi des seniors.

Au-delà de l'enrichissement collectif *par* le travail, nous devons trouver la voie d'un enrichissement *du* travail. L'adoption plébiscitée du télétravail, une grande demande d'autonomie et de mobilité professionnelle ainsi que la forte aspiration à un sens du travail sont autant de signes positifs : il est faux d'affirmer que « les Français » ou « les jeunes » « ne veulent plus travailler », alors qu'ils n'ont jamais été aussi nombreux qu'aujourd'hui à le faire.

Travailler mieux : la diffusion de l'intelligence artificielle et la productivité

Il ne suffit pas d'augmenter le nombre d'heures travaillées ; il faut parallèlement augmenter la productivité de chaque heure travaillée, comme les États-Unis l'ont fait mieux que nous depuis 2000 ²⁰. L'intelligence artificielle (IA) constitue un deuxième ressort de la croissance : sa diffusion permettra d'automatiser des tâches humaines dans la production de biens et de services – bien que l'ampleur de ce phénomène demeure discutée ²¹ – et concourir à l'augmentation de la productivité au cours de la prochaine décennie.

Au sein des économies avancées, les recherches actuelles sur le sujet estiment l'effet de l'IA sur le potentiel de croissance selon une fourchette très large, qui se situerait sur dix ans entre 1,3 point par an pour les projections les plus optimistes et 0,07 point pour les plus pessimistes ²². Au-delà de cet effet transitoire significatif, l'IA pourrait aussi avoir un effet positif permanent – mais difficilement quantifiable – sur la productivité en augmentant notre capacité à générer de nouvelles idées, sous réserve qu'une concentration excessive des acteurs ne décourage pas l'entrée sur le marché de nouvelles entreprises innovantes ²³. Le développement d'infrastructures dédiées à l'IA est donc hautement prioritaire pour renforcer l'attractivité française et européenne. Par ailleurs, l'idée avancée d'une « Communauté européenne de l'intelligence artificielle » ²⁴ serait de nature à favoriser l'émergence d'acteurs européens.

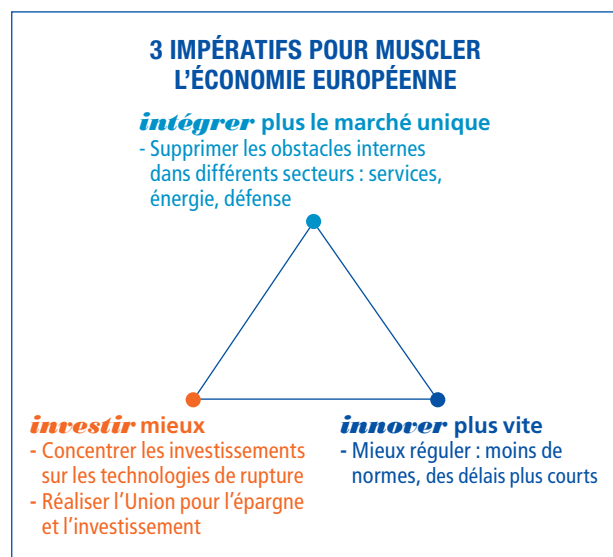
2.4 Activer les atouts de l'Europe

Un écart de croissance s'est creusé entre l'Europe et les États-Unis : la hausse cumulée du PIB par habitant atteint 46 % aux États-Unis entre 1999 et 2024, contre 30 % en zone euro et 26 % en France. Plus d'un tiers (36 %) de l'écart de la France vis-à-vis des États-Unis en termes de PIB par habitant serait attribuable à une productivité horaire plus faible ²⁵.

Cette performance décevante s'explique pour l'essentiel par un retard de productivité dans les secteurs les plus intensifs

en technologies numériques. Ce constat rejoint la littérature économique (Aghion *et al.*, 2024²⁶ ; Bergeaud, 2024²⁷) qui souligne un écart croissant entre la zone euro et les États-Unis en matière d'innovation et d'investissement dans les technologies de rupture, tandis que les entreprises européennes investissent, en part de PIB, deux fois moins que leurs homologues américaines en recherche et développement (R&D).

L'Europe ne peut pas changer la politique économique américaine, mais elle peut muscler la sienne. Les rapports Letta et Draghi en 2024, et la « boussole pour la compétitivité » de la Commission européenne en février 2025, sont remarquablement convergents sur les réformes structurelles nécessaires, sans coût budgétaire. Trois impératifs, « 3 i », sont aujourd'hui nécessaires pour muscler l'économie européenne.



Intégrer plus le marché unique

Notre marché unique pèse aujourd'hui autant que les États-Unis en parité de pouvoir d'achat : le PIB de l'UE s'élevait en 2023 à 27 089 milliards de dollars, contre 27 720 milliards pour le PIB américain²⁸. Il est pourtant moins attractif car trop fragmenté. Réduire de 10 % les obstacles internes engendrerait d'importants gains de l'ordre de 7 % du PIB au bénéfice de l'ensemble des pays de l'UE²⁹. Le rapport Letta³⁰ recommande de réduire cette fragmentation persistante dans plusieurs secteurs restés à l'écart de l'intégration européenne : les services, les télécommunications, mais aussi le secteur de l'énergie.

Depuis début 2022, beaucoup a été fait pour diversifier nos sources d'approvisionnement et réformer les marchés européens de l'énergie ; cependant, 27 politiques énergétiques différentes subsistent. Notre continent est pourtant leader en matière de solutions à faible émission de carbone : il est crucial d'accroître leur utilisation – renouvelables **et** nucléaire – et le développement de capacités et réseaux transfrontières communs. Des objectifs verts ambitieux³¹ peuvent servir à la fois notre compétitivité et notre autonomie stratégique.

Notre politique de concurrence doit également devenir véritablement européenne et opérer de manière stratégique en ciblant des secteurs plutôt que des entreprises. Elle aidera ainsi l'émergence des champions européens.

Investir mieux

L'UE a des besoins financiers considérables pour relever ses défis de long terme. Selon le rapport Draghi³², il nous faudrait mobiliser entre 750 et 800 milliards d'euros d'investissements supplémentaires annuels jusqu'en 2030, soit entre 4,4 et 4,7 % de son PIB, pour demeurer compétitifs dans les secteurs notamment de la transition environnementale (450 milliards d'euros), de la transition numérique (150 milliards) et de l'innovation (100-150 milliards).

Les investissements publics constituent une ressource rare : leur proportion doit être maintenue proche de leur niveau historique de 20 % du total. Ils doivent porter en priorité sur la défense et quelques secteurs clés pour combler notre retard. À cet égard, les divers programmes d'investissement de long terme nationaux et européens (NextGenerationEU, France 2030, France Relance) tireraient également profit en France d'une meilleure coordination et concentration.

En Europe, les investissements privés vont trop aux secteurs existants, et pas assez aux secteurs innovants : c'est le « piège de la technologie intermédiaire » (*middle technology trap*), souligné entre autres par Jean Tirole. Aux États-Unis, les industries de haute technologie représentent 85 % de la R&D privée. Dans l'UE, en revanche, les industries de technologie intermédiaire – comme l'industrie automobile – continuent d'absorber environ 50 % de la R&D privée³³.

Pour mieux catalyser ces investissements privés, nous disposons d'une ressource abondante : l'épargne financière privée européenne qui représente un flux annuel glissant de 1 080 milliards d'euros au troisième trimestre 2024. Son excédent par rapport à l'investissement s'élève à

430 milliards d’euros sur la même période. Pour y parvenir, il nous faut promouvoir une véritable Union pour l’épargne et l’investissement (UEI).

Plusieurs leviers peuvent être actionnés dans le cadre de l’UEI ³⁴. Il est prioritaire de développer plus largement le financement en fonds propres qui s’élève à 215 % du PIB aux États-Unis, contre 88 % en zone euro pour les sociétés non financières (cf. graphique 16). S’agissant du capital-risque, l’UE accuse un retard marqué en termes de fonds levés entre 2013 et 2023 : ceux-ci représentaient 0,07 % du PIB dans l’UE, contre 0,36 % du PIB aux États-Unis (cf. graphique 17). Les investisseurs institutionnels pourraient être fédérés en s’inspirant de l’initiative française Tibi ou allemande WIN ³⁵, portée à l’échelle européenne. Des fonds paneuropéens pourraient être développés avec une nouvelle version de l’initiative Champions technologiques européens (ICTE) ouverte aux investisseurs privés.

En parallèle, l’intégration des marchés de capitaux devrait aussi être renforcée par une supervision européenne exercée par l’ESMA ³⁶, en coordination avec les autorités nationales, pour des acteurs transfrontières d’importance systémique, comme les plateformes européennes de cryptoactifs ³⁷ ou les infrastructures de marché.

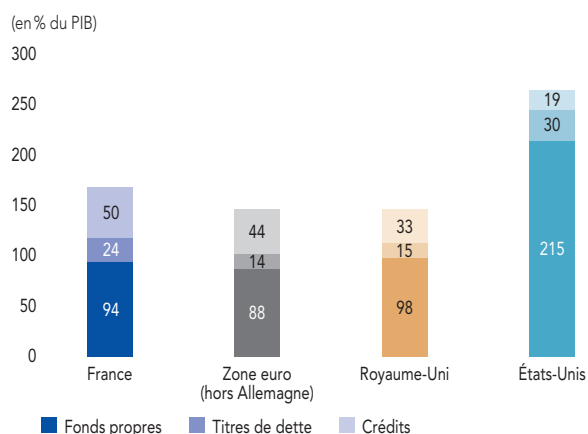
Innover plus vite

Pour innover plus vite, l’Europe a besoin de simplification : moins de bureaucratie, plus d’incitations. Le nombre de règlements dans l’UE a augmenté deux fois plus vite qu’aux

États-Unis ces dernières années ³⁸. 60 % des petites et moyennes entreprises (PME) européennes mentionnent les questions réglementaires comme un obstacle à leurs investissements ³⁹. Les coûts de restructuration supérieurs en Europe par rapport aux États-Unis freineraient en outre la prise de risque et le développement du marché du capital-risque européen ⁴⁰. En réaction, la « boussole pour la compétitivité de l’UE », reprise dans le projet de directive Omnibus de février 2025, propose une réduction de 25 % des obligations de reporting pour les entreprises et de 35 % pour les PME. La création d’un « 28^e régime » d’adhésion volontaire pour les entreprises innovantes pourrait permettre une harmonisation dans plusieurs domaines comme le droit des affaires ou l’insolvabilité.

La réglementation du secteur financier ⁴¹ pourrait aussi être simplifiée. Face aux tentations exprimées outre-Atlantique, soyons cependant clairs : simplifier n’est pas déréguler. C’est au contraire mieux réguler : moins de normes, mieux mises en œuvre et donc plus efficaces. À cet égard, le récent projet de directive Omnibus est bienvenu en ce qu’il allège la charge réglementaire sur le changement climatique ; il nous faudra cependant veiller à conserver un haut niveau d’exigence en matière de stabilité financière et environnementale. À l’inverse, les retards américains sur la transposition de Bâle 3 pour les banques, et tout autant l’absence de règles sur les « non- banques » – dont les gestionnaires d’actifs et les fonds spéculatifs – et les cryptoactifs, risquent de semer les germes d’une prochaine crise financière. Pour nous en protéger, nous devons maintenir une régulation robuste et une supervision exigeante, mais moins complexes.

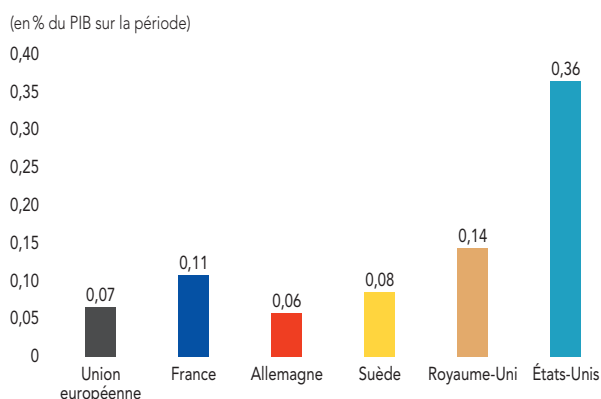
Graphique 16 Passif des sociétés non financières



Note : Données au T3 2024.

Sources : Banque de France, BCE, OCDE, Réserve fédérale (Fed).

Graphique 17 Total des fonds de capital-risque levés entre 2013 et 2023



Sources : Invest Europe, National Venture Capital Association, FMI ; calculs Banque de France.

Le multilatéralisme connaît, du fait notamment du retournement américain, une crise sans précédent, alors que la préservation ou la fourniture de biens publics essentiels – voire existentiels – demandent une action forte, collective et concertée.

Pour autant, le G7 et le G20 doivent être autant que possible préservés. Nous devons mettre en œuvre un multilatéralisme pragmatique autour d'un agenda resserré sur des livrables concrets : la stabilité financière, les paiements transfrontières et les cryptoactifs, les « non-banques », les événements climatiques extrêmes.

Des « coalitions de volontaires » mêlant économies développées et émergentes devront sans doute être constituées en parallèle. Le Réseau des banques centrales et des superviseurs pour le verdissement du système financier (NGFS, Network for Greening the Financial System) démontre l'efficacité de cette approche en matière de lutte contre le changement climatique : créé en 2017 à la Banque de France avec huit banques centrales, le NGFS rassemble aujourd'hui plus de 160 membres et observateurs internationaux.

Réaffirmer l'engagement de l'UE à atteindre ses objectifs environnementaux n'est pas incompatible avec le renforcement de la compétitivité européenne, comme le souligne le rapport Draghi. Le mécanisme d'ajustement carbone aux frontières (MACF), simplifié au besoin, vise ainsi à assurer une concurrence plus équitable en imposant une tarification du carbone aux importations de pays dont les réglementations environnementales sont moins strictes, sans remettre en cause le cadre commercial multilatéral. Sa mise en œuvre se poursuit avant son application complète le 1^{er} janvier 2026.

L'Europe n'est donc pas seule. Au-delà des partenariats solides déjà développés, de nombreux pays tiennent des positions proches des nôtres et ont témoigné de forts intérêts pour une relation renforcée. Le fonctionnement par coalition des volontaires pourrait donc être étendu en premier lieu à la préservation de l'ouverture commerciale, l'Union pouvant ici développer ses accords de commerce assortis de règles équitables (cf. 1.2 supra). Mais aussi à la réforme de la fiscalité internationale⁴², à la réglementation financière, à l'IA ou encore au financement du développement.

CONCLUSION

Rien ici n'est facile, mais l'essentiel est entre nos mains. Le basculement américain est évidemment inquiétant : il doit cependant nous faire réaliser que ce qui nous unit, entre Français et entre Européens, est beaucoup plus important que ce qui nous sépare. Défendre nos valeurs, promouvoir notre modèle social et environnemental à l'échelle du ^{xxi}e siècle, allier la justice sociale et l'innovation agile, c'est un combat qui dépasse l'économie, mais qui suppose de muscler notre économie.

Nous sommes sortis de la crise aiguë de l'inflation, et les banques centrales feront leur part pour réduire l'incertitude. Mais la nouvelle offensive américaine nous appelle à des choix économiques plus lourds : ou la tétanie, ou la mobilisation générale. À ce jour, notre niveau de jeu n'est pas encore à la hauteur du défi. Nous ne pouvons pas continuer à financer nos dépenses courantes à crédit ; nous devons être prêts collectivement à travailler plus et mieux, et à faire les réformes européennes nécessaires, pour porter notre croissance potentielle de 1 à 1,5 % par an. Il est urgent de sortir d'une certaine nonchalance économique. Et la mobilisation doit être *générale* : notre réponse ne peut être que collective, juste dans le partage de l'effort et décisive dans le rythme de l'action. À ces conditions fermes, la France peut retrouver la maîtrise de son destin économique. À ces conditions aussi, l'Europe peut être pour le reste du monde non seulement un modèle attractif mais une puissance d'équilibre, face au renoncement américain actuel. C'est, si et seulement si nous le voulons, notre moment. Pour citer Albert Einstein, « nous aurons le destin que nous aurons mérité⁴³ ».

François Villeroy de Galhau

- 1 Dupraz (S.) et Marx (M.) (2025), « Les avantages d'un ancrage solide des anticipations d'inflation », *Bloc-notes Éco*, billet n° 396, Banque de France, mars.
- 2 Commission européenne (2024), Eurobaromètre standard 102, automne.
- 3 Bignon (V.) et Gautier (E.) (2025), « Les Français et l'inflation de 2022 à 2024 : comment les ménages ont-ils perçu la vague inflationniste et son reflux ? », *Bulletin de la Banque de France*, n° 257/3, mars-avril.
- 4 Villeroy de Galhau (F.) (2024), « La France et l'Europe : de la gestion des crises à une ambition de plus long terme », *Lettre au Président de la République*, 21 avril.
- 5 Notre hypothèse de travail est que 50 % des importations américaines depuis le Canada et le Mexique ne sont pas protégées par l'accord Canada–États-Unis–Mexique (USMCA), et donc soumises à un droit de douane de 25 %.
- 6 Michel (C.) (2020), « Un euro fort, une Europe forte », discours, 5 mars.
- 7 Banque centrale européenne (2024), *The international role of the euro*, juin.
- 8 Prévision Eurosystem pour 2024.
- 9 Insee (2024), « Le compte des administrations publiques en 2023 », *Insee Première*, 31 mai.
- 10 Y compris retraites, santé, famille, chômage, aides personnelles au logement.
- 11 En comptabilité budgétaire et sur un périmètre de transferts élargi. Cour des comptes (2024), *Analyse de l'exécution budgétaire 2023*, avril.
- 12 Banque de France (2024), « Comment expliquer les pertes de productivité observées en France depuis la période pré-Covid ? », *Bulletin de la Banque de France*, n° 251/1, mars-avril.
- 13 Conseil d'analyse économique (2025), « Objectif "plein emploi" : pourquoi et comment ? », *Focus*, n° 110, mars.
- 14 Ministère de l'Éducation nationale (2023), « PISA 2022 : la France ne fait pas exception à la baisse généralisée des performances en culture mathématique dans l'OCDE », *Note d'information*, décembre.
- 15 Villeroy de Galhau (F.) (2024), « Pour surmonter les défis actuels de l'action publique », discours, 5 décembre.
- 16 France Stratégie et Dares (2022), *Les Métiers en 2030*, mars.
- 17 Guadalupe (M.), Jaravel (X.), Philippon (T.) et Sraer (D.) (2022), « Cap sur le capital humain pour renouer avec la croissance de la productivité », *Les notes du Conseil d'analyse économique*, n° 75, septembre ; Jaravel (X.) (2023), *Marie Curie habite dans le Morbihan. Démocratiser l'innovation*, Éditions du Seuil, novembre.
- 18 Cour des comptes (2025), « Situation financière et perspectives du système de retraites », communication au Premier ministre, février.
- 19 Bozio (A.) et Piketty (T.) (2008), *Pour un nouveau système de retraite. Des comptes individuels de cotisations financés par répartition*, Éditions Rue d'Ulm/Presses de l'École normale supérieure.
- 20 Bunel (S.), Clymo (A.), Garnier (O.) et Zago (R.) (2025), « Réexamen de l'écart de performance de l'Europe vis-à-vis des États-Unis », *Bloc-notes Éco*, billet n° 391, Banque de France, février.
- 21 Aghion (P.) et Bunel (S.) (2024), « AI and growth: Where do we stand? », miméo, juin.
- 22 Acemoglu (D.) (2024), « The simple macroeconomics of AI », *NBER Working Paper Series*, mai.
- 23 Commission de l'intelligence artificielle (2024), *IA : Notre ambition pour la France*, mars.
- 24 Le Maire (B.) (2024), discours lors de la conférence « Europe 2024 », Berlin, 19 mars.
- 25 Bunel (S.), Clymo (A.), Garnier (O.) et Zago (R.) (2025), « Réexamen de l'écart de performance de l'Europe vis-à-vis des États-Unis », *Bloc-notes Éco*, billet n° 391, Banque de France, février.
- 26 Aghion (P.), Dewatripont (M.) et Tirole (J.) (2024), « L'Europe peut-elle créer une économie de l'innovation ? », *Project Syndicate*, 7 octobre.
- 27 Bergeaud (A.) (2024), *The Past, Present and Future of European Productivity*, ECB Forum on Central Banking.
- 28 Chiffres du Fonds monétaire international.
- 29 Fonds monétaire international (2023), « Geoeconomic fragmentation: What's at stake for the EU », *IMF Working Papers*, WP/23/245, novembre.
- 30 Letta (E.) (2024), *Much more than a market*, avril.
- 31 Draghi (M.) (2024), *The future of European competitiveness*, septembre.
- 32 *Ibid.*
- 33 Fuest (C.), Gros (D.), Mengel (P.-L.), Presidente (G.) et Tirole (J.) (2024), *EU Innovation Policy – How to Escape the Middle Technology Trap*, European Policy Analysis Group, avril.
- 34 Villeroy de Galhau (F.) (2024), « La France et l'Europe : de la gestion des crises à une ambition de plus long terme », *Lettre au Président de la République*, 21 avril.
- 35 Villeroy de Galhau (F.) (2025), « S'aventurer en eaux libres pour débloquer le potentiel d'innovation de l'Europe », discours, 18 mars.
- 36 European Securities and Markets Authority (ESMA), ou Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), dont le siège se situe à Paris.
- 37 Barbat-Layani (M.-A.) et Villeroy de Galhau (F.) (2024), « Supervision européenne : commençons par les cryptos ! », *Les Échos*, novembre.
- 38 Selon le rapport Draghi, environ 13 000 actes réglementaires ont été adoptés par l'UE depuis 2019, contre environ 5 500 aux États-Unis.
- 39 Banque européenne d'investissement (2024), *Enquête de la BEI sur l'investissement 2024. Union européenne – Vue d'ensemble*.
- 40 Coatanlem (Y.) et Coste (O.) (2024), *Cost of Failure and Competitiveness in Disruptive Innovation*, université Bocconi, septembre.
- 41 Villeroy de Galhau (F.) (2024), « Pour une simplification réaliste : dénouer quelques nœuds de la réglementation bancaire en Europe », discours, 26 novembre.
- 42 Blanchard (O.) et Pisani-Ferry (J.) (2025), « Europe's challenge and opportunity: building coalitions of the willing », Bruegel, 13 février.
- 43 Einstein (A.) (1934), *Comment je vois le monde*.

GLOSSAIRE

Anticipations d'inflation

Taux d'inflation auxquels s'attendent les différentes catégories d'agents économiques (ménages, chefs d'entreprise, intervenants des marchés financiers) pour différents horizons temporels (1 an, 3 ans, 5 ans, 10 ans, etc.).

Capital-risque

Financement de la création ou du développement d'une entreprise à risque mais à fort potentiel.

Charge d'intérêts

Ensemble des dépenses des administrations publiques consacrées au paiement des intérêts de leur dette.

Compétitivité

Capacité d'un pays à gagner des parts de marché à l'export ou à servir sa demande domestique. Elle dépend à la fois des coûts de production domestiques et de facteurs dits « hors-coûts » comme la qualité des biens et services produits.

Conseil des gouverneurs

Principal organe de décision de la Banque centrale européenne. Il se compose des six membres du directoire et des gouverneurs des banques centrales nationales des pays de la zone euro.

Croissance potentielle

Taux de croissance du produit intérieur brut (PIB) que peut théoriquement atteindre une économie en utilisant pleinement ses capacités de production sans créer de tensions inflationnistes.

Cryptoactif

Représentation numérique d'une valeur ou d'un droit, c'est-à-dire un actif numérique, pouvant être transférée et stockée de manière électronique, au moyen de la technologie des registres distribués, comme la *blockchain*, ou d'une technologie similaire.

Déflation

Déclin du niveau général des prix.

Dépenses primaires

Dépenses des administrations publiques excluant les charges d'intérêt dues sur la dette.

Désinflation

Baisse de l'inflation (baisse du taux d'accroissement du niveau moyen des prix).

Droit de douane / Tarif douanier

Taxe imposée sur des marchandises importées et appliquée lors de leur entrée dans un pays.

Eurosystème

Ensemble composé de la Banque centrale européenne et des banques centrales nationales des pays ayant adopté l'euro.

Inflation sous-jacente

Mesure d'inflation qui permet de dégager une tendance de fond de l'évolution des prix. Elle traduit l'évolution profonde des coûts de production et la confrontation de l'offre et de la demande. L'inflation sous-jacente est ainsi plus adaptée à une analyse des tensions inflationnistes, car moins perturbée par des phénomènes exogènes.

Non-banques

Ensemble des entités de collecte de fonds et d'octroi de financements situées hors du système bancaire.

Pouvoir d'achat

Quantité de biens et de services qu'un revenu permet d'acheter ; il dépend donc à la fois du niveau du revenu et du niveau des prix.

Revenu disponible des ménages

Revenu à la disposition des ménages à des fins de consommation, d'investissement ou d'épargne. Il comprend les revenus d'activité nets des cotisations sociales, les indemnités de chômage, les retraites et pensions, les revenus du patrimoine et les prestations sociales perçues, nets des impôts directs.

Salaires réels

Ils mesurent le pouvoir d'achat des salaires nominaux en rapportant ceux-ci au niveau général des prix.

Stablecoin

Type de cryptoactif visant à maintenir une valeur stable par référence à un ou des actifs, comme une monnaie officielle ou un panier de devises.

Taux d'emploi

Rapport entre le nombre de personnes en emploi et le nombre total de personnes en âge de travailler.

Taux de change (nominal)

Prix relatif d'une devise par rapport à celle d'un autre pays.

Taux de chômage

Proportion de chômeurs dans la population active (actifs occupés et chômeurs).

Taux de marge

Mesure du niveau de rentabilité d'une entreprise ou d'un secteur. En comptabilité nationale, rapport entre l'excédent brut d'exploitation et la valeur ajoutée.

Taux directeurs

Taux d'intérêt fixés par la banque centrale d'un pays ou d'une union monétaire. Dans la zone euro, la Banque centrale européenne fixe trois taux directeurs : le taux de la facilité de dépôt, le taux des opérations principales de refinancement, et le taux de la facilité de prêt marginal.

Taux neutre

Point de référence théorique du taux d'intérêt au niveau duquel il n'y a ni accélération ni ralentissement monétaires de l'inflation.

Taux terminal

Dans le contexte de baisse des taux directeurs par la banque centrale, désigne le taux minimal qui sera atteint à l'issue de cette phase d'assouplissement.

Tokenisation

Processus d'émission et d'enregistrement d'un actif, financier ou non, sous forme de jeton numérique, appelé *token*, grâce à l'usage de technologies de registres distribués, comme la *blockchain*.

Dépôt légal
Avril 2025

ISSN 2970-1651 (En ligne)
ISSN 2968-1693 (Imprimé)



banque-france.fr

