Flash Economie

N° 112
12 septembre 2025

Etats-Unis et zone euro : tout se passe comme on pouvait l'anticiper

Aux Etats-Unis, la hausse des droits de douane et l'arrêt de l'immigration en particulier clandestine conduisent, comme on pouvait l'anticiper, à une croissance et à des créations d'emplois plus faibles (avec le freinage de toutes les composantes de la demande) et à une inflation en hausse (avec les droits de douane et le début de la hausse de la tension sur le marché du travail), sans effet positif sur les investissements directs aux Etats-Unis.

Dans la zone euro, le freinage du commerce mondial fait apparaître une croissance très faible, mais l'inflation sous-jacente reste légèrement supérieure à l'objectif de la BCE puisque l'absence de gains de productivité maintient un taux de chômage bas malgré l'absence de croissance.

Les deux banques centrales (la Réserve fédérale et la BCE) sont donc confrontées à une situation difficile, puisque la croissance est faible mais que l'inflation est résiliente.

Patrick Artus
Conseiller économique senior
patrick.artus-ext@ossiam.com
@PatrickArtus
Patrick Artus

Communication marketing : ce document n'a pas été élaboré selon les dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières et ses auteurs ne sont pas soumis à l'interdiction d'effectuer des transactions sur l'instrument concerné avant la diffusion de la communication.

Aux Etats-Unis, l'effet de la hausse des droits de douane et du freinage de l'immigration

Depuis son arrivée à la Maison blanche, Donald Trump a mené une politique :

- **protectionniste**, avec la forte hausse des droits de douane (**Graphique 1**) ;

Graphique 1
Etats-Unis : droits de douane perçus sur l'ensemble des importations (en %)

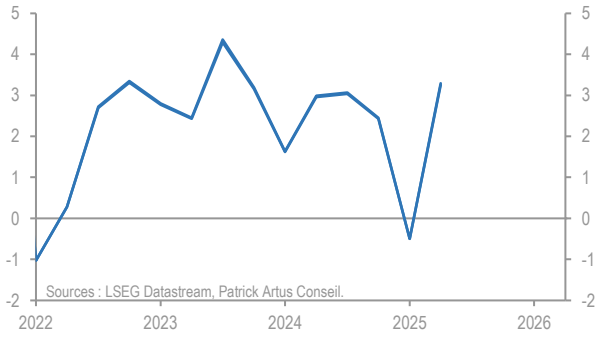


- **hostile à l'immigration**, qui se voit au recul du nombre d'immigrants : en janvier 2025, 53,3 millions d'immigrants (personnes nées en dehors des Etats-Unis et résidant aux Etats-Unis) vivaient aux Etats-Unis ; ce nombre tombe à 51,9 millions en juin 2025 ; 20% des emplois étaient occupés par des immigrants en janvier 2025, et seulement 19% des emplois en juin 2025. La population d'immigrés « non autorisés », illégaux, a reculé d'un million de janvier à juin 2025 (ces chiffres proviennent du Pew Research Center).

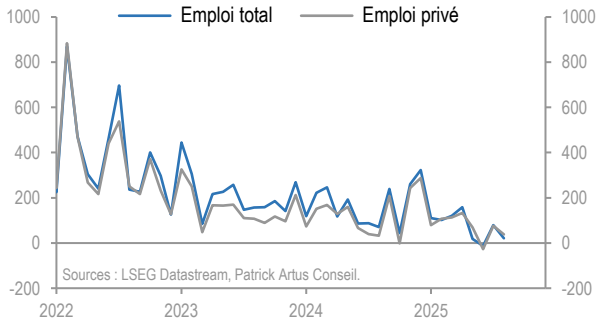
  Les conséquences de ces évolutions sont conformes aux attentes :

  - **recul de la croissance** (**Graphique 2**) **et des créations d'emplois** (**Graphique 3**), qui résulte de celui de toutes les composantes de la demande : consommation, investissement résidentiel et investissements des entreprises, exportations ;

Graphique 2
Etats-Unis : PIB volume (T/T annualisé, en %)

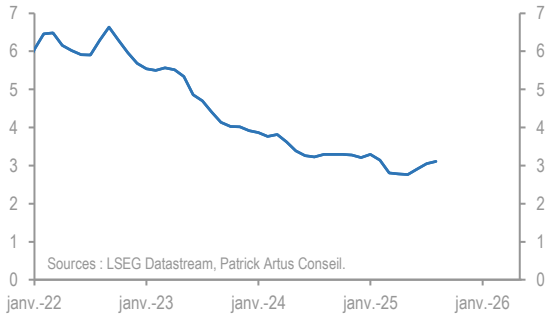


Graphique 3
Etats-Unis : évolution de l'emploi (M/M, milliers de personnes)



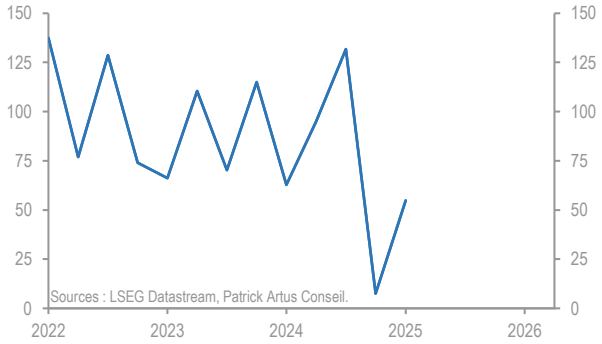
  - **redressement de l'inflation sous-jacente** (**Graphique 4**).

Graphique 4
Etats-Unis : inflation sous-jacente
(IPC hors énergie et alimentation, GA en %



De plus, les investissements directs étrangers aux Etats-Unis sont en recul en 2025 par rapport à leur niveau de 2024 (Graphique 5).

Graphique 5
Etats-Unis : Investissements directs entrants*
(en Md$)

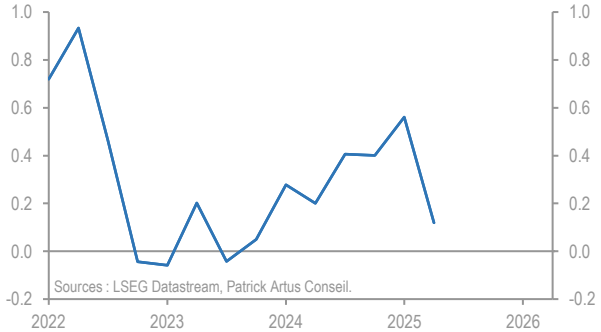


(*) Les investissements directs entrants sont des entrées de capitaux conduisant à une augmentation des engagements (ici des Etats-Unis), ils sont donc affectés d'un signe positif.

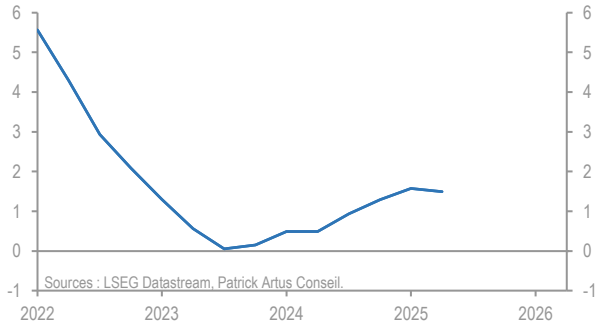
Dans la zone euro, croissance très faible et absence de gains de productivité qui empêchent l'inflation de reculer

La croissance de la zone euro était déjà très faible depuis 2023 (Graphiques 6a/b), mais cette faiblesse va être confirmée en 2025, après un premier trimestre dopé par des exportations vers les Etats-Unis accrues en anticipation des droits de douane.

Graphique 6a
Zone euro : évolution du PIB volume (T/T en %)



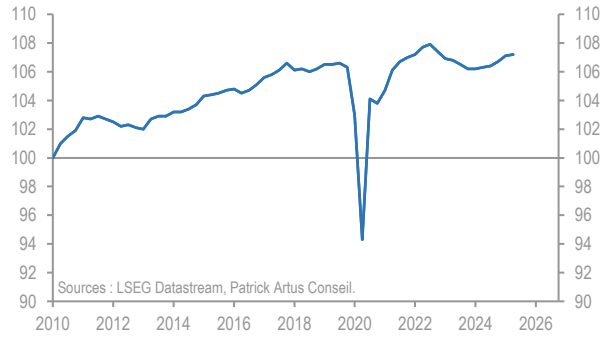
Graphique 6b
Zone euro : évolution du PIB (volume, GA en %)



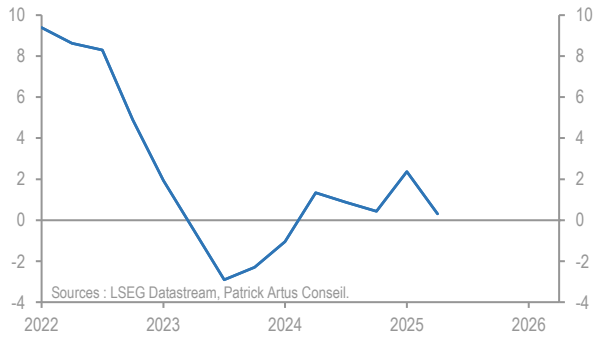
La stagnation de la productivité du travail (Graphique 7) est la cause essentielle de la croissance faible (due aux problèmes de qualification, à l'insuffisance des investissements dans les nouvelles technologies et des dépenses de recherche-développement). En 2025, se rajoute pour expliquer la faiblesse de la croissance, le freinage du commerce mondial qui affaiblit les exportations

(Graphique 8). En effet, alors que le commerce mondial avait augmenté, en ce qui concerne les biens, de 2,9% en 2024, l'OMC ne prévoit qu'une progression de 0,9% en 2025.

Graphique 7
Zone euro : productivité par tête (100 : 2010.T1)



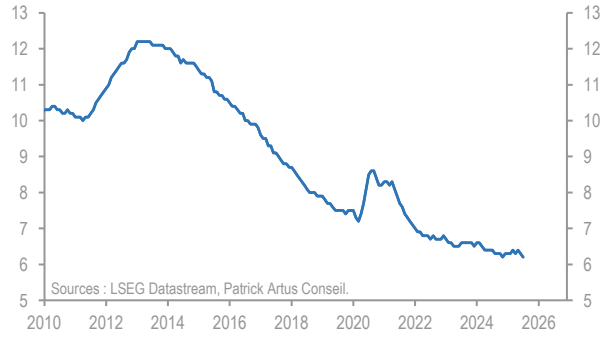
Graphique 8
Zone euro : évolution des exportations de biens et services* (volume, GA en %)



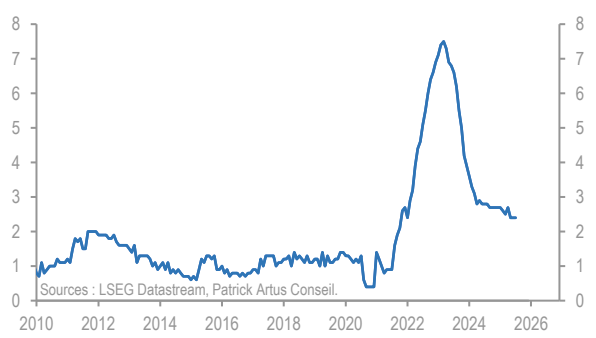
* y compris intra-zone

L'absence de gains de productivité a de plus comme conséquence le maintien d'un **taux de chômage bas** malgré la faiblesse de la croissance (**Graphique 9**), ce qui pousse à la hausse les salaires et explique le maintien **d'une inflation sous-jacente supérieure à l'objectif de la BCE** (**Graphique 10**).

Graphique 9
Zone euro : taux de chômage (en %)



Graphique 10
Zone euro : inflation sous-jacente
(IPCH hors énergie et aliments non-transformés, GA en %)



Synthèse : une situation difficile pour les deux banques centrales

Ce qu'on pouvait attendre comme conséquence de la politique économique menée par l'administration Trump (soutien de l'inflation, recul de la croissance et de la progression du commerce mondial) se réalise donc. La Réserve fédérale et la BCE sont donc confrontées à une situation difficile ; croissance faible et inflation supérieure à l'objectif.

En conséquence, les taux d'intérêt directeurs ne stimuleront pas beaucoup l'économie, sauf si, aux Etats-Unis, la Réserve fédérale perd son indépendance.

Avertissement

Ossiam, filiale de Natixis Investment Managers, est un gestionnaire d'actifs français agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (Agréement n° GP-10000016). Bien que l'information contenue dans le présent document provienne de sources jugées fiables, Ossiam ne fait aucune déclaration et ne donne aucune garantie quant à l'exactitude de toute information dont elle n'est pas la source. Les informations présentées dans ce document sont basées sur les données du marché à un moment donné et peuvent changer de temps à autre. Le présent document a été préparé uniquement à des fins d'information et ne doit pas être considéré comme une offre, une sollicitation d'offre, une invitation ou une recommandation personnelle d'acheter ou de vendre des actions participantes, tout titre ou instrument financier d'un Fonds Ossiam, ou de participer à toute stratégie de placement, directement ou indirectement. Il est destiné à être utilisé uniquement par les destinataires auxquels Ossiam le met directement à disposition. Ossiam ne traitera pas les destinataires de ce document comme ses clients du fait qu'ils aient reçu ce document. Tous les renseignements sur la performance présentés dans ce document sont fondés sur des données historiques et, dans certains cas, sur des données hypothétiques, et peuvent refléter certaines hypothèses à propos des frais, des impôts, des charges de capital, des attributions et d'autres facteurs qui influent sur le calcul de rendements. Toutes les opinions exprimées dans ce document sont des énoncés de notre jugement à cette date et sont susceptible de changer sans préavis. Ossiam n'assume aucune responsabilité fiduciaire pour les conséquences, financières ou autres, provenant d'un placement dans un titre ou un instrument financier décrit dans ce document ou dans tout autre titre, ou de la mise en œuvre d'une stratégie de placement. Les informations contenues dans ce document ne sont pas destinées à être distribuées ou utilisées par une personne ou une entité, par un pays ou une juridiction, où cela serait contraire à la loi ou à la réglementation ou qui assujettirait Ossiam à toute exigence d'inscription dans ces juridictions. Ce document ne peut être distribué, publié ou reproduit, en entier ou en partie.