

ANALYSES PAYS

Perspectives 2025-2026

13. Allemagne : l'investissement public au chevet de la croissance	93
14. Italie : l'investissement reste le moteur de la croissance	99
15. Espagne : les beaux jours ne sont pas près de s'assombrir ?	105
16. Royaume-Uni : navigation à vue	111
17. États-Unis : Donald Trump peut-il casser la croissance ?	119
18. Japon : une sortie de la déflation qui grève le pouvoir d'achat des ménages	125
19. Chine : impossible n'est pas chinois	131
20. Asie (hors Chine) et Amérique latine : une certaine résilience en perspective	137



Allemagne : l'investissement public au chevet de la croissance¹

2024 : deuxième année consécutive de récession

En 2024, le produit intérieur brut a reculé de 0,2 % par rapport à l'année précédente ; fin 2024, il se situait à peine au-dessus de la moyenne de 2019 (tableau 13.2). Cette piètre performance s'explique par trois facteurs : une faible consommation privée malgré le dynamisme du revenu disponible réel ; la baisse de production de l'industrie manufacturière, notamment liée à la perte de compétitivité-prix ; la crise dans le secteur de la construction avec une perte d'un cinquième de la valeur ajoutée entre le quatrième trimestre 2019 et le quatrième trimestre 2024.

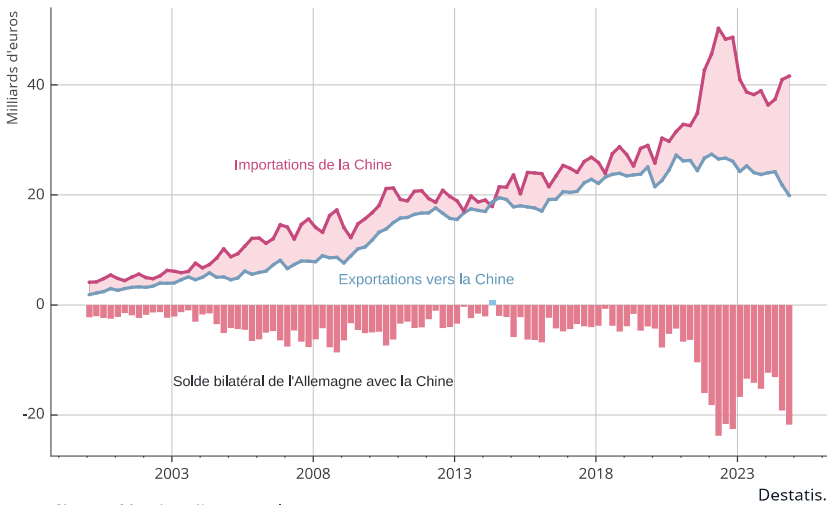
Si la consommation publique a fortement progressé (+3,5 % en 2024), les dépenses de consommation privée des ménages sont restées limitées, n'augmentant que de 0,3 % en 2024, malgré la progression soutenue du revenu disponible réel (+1,5 % en 2024), porté par des salaires réels dynamiques (+2,9 %). Ainsi, les ménages ont privilégié l'épargne en raison de l'incertitude économique et d'une conjoncture morose sur le front de l'emploi marquée par l'augmentation du taux de chômage ; le taux d'épargne a progressé d'un point pour s'établir à 11,4 % en 2024. En 2024, la forte croissance des salaires et l'affaiblissement de la productivité ont entraîné une très forte augmentation des coûts salariaux unitaires réels. Mais en réalité, il s'agit d'une normalisation, étant donné les baisses de salaires réels passées liées à la résurgence de l'inflation². Sur le front de l'investissement privé, la FBCF s'est contractée de 2,6 % en 2024, avec une chute particulièrement marquée de l'investissement en machines et équipements (-5,1 % en 2024). Dans la construction, la FBCF a également reculé de 3,2 % en 2024 ; en revanche, le quatrième trimestre est en progression, en partie grâce aux conditions météorologiques clémentes. En 2024, la contribution du commerce extérieur à la croissance allemande a été fortement négative (-0,6 point), notamment en raison d'un recul des

1. Ce texte est rédigé par Céline Antonin, *Département analyse et prévision*.

2. Le niveau des salaires réel au quatrième trimestre 2024 est encore inférieur de 1,2 % à son niveau du quatrième trimestre 2019.

exportations. Ainsi, au quatrième trimestre 2024, les exportations de biens et services ont considérablement baissé (-2,2 %) par rapport au troisième trimestre 2024, malgré le dynamisme de la demande mondiale. Cela découle de la perte de compétitivité de l'industrie allemande, notamment vis-à-vis de la Chine : en 2024, les exportations de biens vers la Chine étaient inférieures de 20 % à leur niveau de 2019 (graphique 13.1). Par ailleurs, la divergence s'accroît entre l'évolution de la valeur ajoutée brute en volume dans l'industrie manufacturière et dans le secteur des services. Au quatrième trimestre 2024, la valeur ajoutée de l'industrie manufacturière a baissé de 0,6 %, soit la septième baisse consécutive.

Graphique 13.1. Solde bilatéral Allemagne-Chine



Champ : Marchandises en valeur.

Destatis.

Une reprise progressive, qui s'accélère en 2026

Les élections fédérales du 23 février 2025 ont placé la CDU-CSU en tête des suffrages, avec 28,6 % des voix. Le chef de file de la CDU, Friedrich Merz, pressenti comme futur chancelier, a conclu un accord de principe pour former une coalition avec les sociaux-démocrates du SPD, arrivés en troisième position. Cet accord de gouvernement marque un tournant majeur pour la première économie européenne ; il prévoit notamment un investissement massif dans les infrastructures et dans la défense, ce qui devrait stimuler l'économie allemande à court terme et augmenter le potentiel de production à long terme (encadré 13.1).

Ainsi, nous inscrivons une impulsion budgétaire de 1 % du PIB en 2026, qui se traduirait par un surcroît de croissance de 1 point.

En 2025, le PIB stagnerait ; la faiblesse de la conjoncture et le niveau élevé de l'incertitude pèseraient encore sur l'investissement, mais ces freins se lèveraient en 2026. Ainsi, l'Allemagne devrait connaître une reprise en 2026 avec une croissance de 1,5 % : outre la politique monétaire moins restrictive, c'est l'augmentation des investissements publics et privés qui soutiendrait la croissance. Étant donné la forte dégradation du cycle de productivité depuis 2019, l'essentiel de cette croissance se traduirait par des gains de productivité par tête, et l'emploi stagnerait entre le dernier trimestre 2024 et le dernier trimestre 2026, avec pour corollaire une augmentation du taux de chômage (de 3,4 % à 3,8 % entre 2024 et 2026). Sous l'effet de la relance budgétaire, le déficit public devrait se creuser, atteignant 3,1 % du PIB en 2026, et la dette publique devrait passer de 63,3 % du PIB en 2024 à 65,2 % en 2026.

Malgré le stimulus budgétaire, plusieurs éléments pèseront sur la croissance. Le commerce extérieur apporterait une contribution négative : la hausse des droits de douane et la perspective d'une fragmentation accrue du commerce mondial aura un effet négatif sur les exportations allemandes. Par ailleurs, le revenu disponible réel des ménages devrait stagner en 2025, avant de progresser faiblement en 2026. En effet, la baisse de l'inflation – liée en 2025 à la baisse des prix de l'énergie que nous inscrivons en prévision – devrait entraîner une moindre progression des salaires réels. Bien que le retour de la croissance et la baisse de l'inflation plaideraient pour la baisse du taux d'épargne – durablement plus élevé par rapport à la période pré-Covid –, ce dernier baisserait très faiblement entre 2024 et 2026 en raison de l'incertitude économique et de l'augmentation du taux de chômage. Au total, la consommation privée augmenterait de 0,4 % en 2025 et 0,8 % en 2026.

Encadré 13.1. L'investissement public, clé de la reprise allemande

Le 14 mars 2025, un accord a été trouvé entre les chrétiens-démocrates de la CDU-CSU, les sociaux-démocrates du SPD, et les Verts pour voter un plan d'investissements massif dédié aux infrastructures et à la défense. Cet accord nécessitait un amendement de la Constitution (*Grundgesetz*) et devait donc être approuvé par les deux chambres parlementaires à la majorité des deux

tiers. Le 18 mars, le texte a été adopté par la majorité sortante du Bundestag, puis le 21 mars par le Bundesrat. Le texte prévoit trois mesures : 1) les dépenses dédiées à la défense ne seront soumises à la règle du frein à l'endettement que jusqu'à 1 % du PIB, les montants au-delà de cette limite pouvant être financés par des emprunts ; 2) un fonds spécial pour les investissements dans les infrastructures et la neutralité climatique sera inscrit dans la loi fondamentale^(a). Ces fonds ne sont pas pris en compte dans le frein à l'endettement et doivent être financés par des crédits à hauteur de 500 milliards d'euros sur 12 ans ; 3) les Länder pourront à l'avenir s'endetter à hauteur de 0,35 % du PIB, alors que la limite était fixée à zéro jusqu'alors.

À partir de ces informations, il existe une grande incertitude sur les montants investis en 2025 et 2026. Nous faisons l'hypothèse que les dépenses de défense, qui représentaient 2,1 % du PIB en 2024, atteindront 2,5 % du PIB en 2026, soit une dépense supplémentaire de 6 milliards d'euros en 2025 et de 20 milliards d'euros en 2026. Quant aux dépenses d'infrastructures, Dullien *et al.* (2021) de l'Institut IMK estimaient que le montant des investissements nécessaires à la modernisation de l'Allemagne atteignait 460 milliards d'euros cumulés sur dix ans, dont 100 milliards uniquement pour le réseau ferroviaire^(b). Étant donné le temps nécessaire à la mise en œuvre de ces projets d'infrastructures – notamment ferroviaires et routières –, nous faisons l'hypothèse d'un investissement public de 20 milliards d'euros en 2026 (0,5 % du PIB). Si l'on ajoute les autres mesures budgétaires, l'impulsion pour 2026 atteindrait 1 % du PIB. Avec un multiplicateur budgétaire proche de l'unité^(c), cela contribuerait à relever la croissance allemande d'un point, notamment à travers les canaux de l'investissement privé et de la consommation publique (tableau 13.1).

Tableau 13.1. Impulsion budgétaire et effet économique

	2025	2026
Mesures énergie	-0,1	0,3
Autres mesures structurelles	0,0	-0,2
Dépenses militaires	0,1	0,5
Infrastructures	0,0	0,5
TOTAL	0,0	1,0
Multiplicateur budgétaire	0,9	1,0
Effet économique	0,0	1,0

(a) Les fonds spéciaux (*Sondervermögen*) sont des budgets exceptionnels créés en dehors du budget fédéral ordinaire, souvent destinés à financer des projets spécifiques comme la modernisation de l'armée ou la transition énergétique, sans affecter directement les règles strictes d'endettement de l'Allemagne. Il en existe 29 et le plus ancien date de 1951.

(b) Dullien S., E. Jürgens, C. Paetz et S. Watzka, 2021, « Makroökonomische Auswirkungen eines kreditfinanzierten Investitionsprogramms in Deutschland », *IMK Report*, 168, mai.

(c) Le multiplicateur budgétaire est calculé comme la somme pondérée des multiplicateurs associés à chaque type de mesure.

Allemagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2024		2025				2024	2025	2026
	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB ^a	0,1	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	-0,2	0,1	1,5
PIB par habitant ^a	0,1	-0,2	0,0	0,2	0,1	0,2	-0,4	0,1	1,4
Consommation des ménages ^a	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3	0,4	0,8
Consommation publique ^a	1,5	0,4	-0,2	0,4	0,4	0,7	3,5	2,0	2,9
FBCF totale ^{a,b} dont :	-0,5	0,4	0,0	0,4	0,5	0,6	-2,6	0,3	4,1
<i>productive privée</i> ^a	0,1	-0,4	0,2	0,5	0,6	0,8	-2,3	0,4	4,2
<i>logement</i> ^a	-1,1	0,8	-0,5	0,2	0,3	0,4	-4,9	-0,8	3,3
<i>APU</i> ^a	-1,6	2,9	0,3	0,4	0,4	0,4	2,7	1,9	4,7
Exportations de biens et services ^a	-1,9	-2,2	0,3	0,2	0,2	0,2	-1,0	-2,0	1,4
Importations de biens et services ^a	0,6	0,5	0,2	0,3	0,4	0,5	0,3	1,8	2,3
<i>Contribution à la croissance de PIB</i>									
Demande intérieure hors stocks	0,4	0,2	0,0	0,2	0,2	0,3	0,4	0,7	1,9
Variations de stocks	0,9	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,0	1,1	0,0
Commerce extérieur	-1,1	-1,3	0,0	-0,0	-0,1	-0,1	-0,6	-1,7	-0,4
Prix à la consommation (IPCH), t/t-4 ^c	2,2	2,6	2,4	1,5	1,4	2,0	2,5	1,8	2,1
Taux de chômage ^d	3,5	3,4	3,5	3,6	3,7	3,8	3,4	3,7	3,8
Solde courant, en % du PIB ^e							5,7	4,5	4,0
Solde public, en % du PIB ^e							2,2	2,5	3,1
Dette publique, en % du PIB ^e							63	64	65
Impulsion budgétaire, en point de PIB ^f							-0,9	0,0	1,0

Bundesbank, Statistisches Bundesamt, prévision OFCE avril 2025.

a) En volume, aux prix chaînés. b) FBCF : Formation brute de capital fixe ; APU : Administrations publiques.

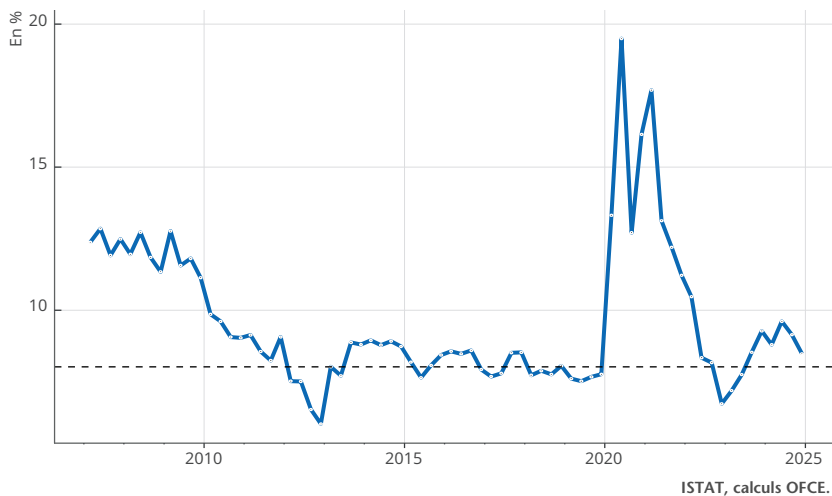
c) Évolution de l'indice des prix de consommation harmonisés (IPCH, sauf USA et France IPC). Pour les trimestres, glissement annuel (t/t-4) des prix. Pour les années, croissance moyenne annuelle des prix. d) Au sens du BIT, en % de la population active. Pour les trimestres moyenne trimestrielle, pour les années, moyenne annuelle.

e) En % du PIB annuel, en fin d'année. f) Variation annuelle du déficit public (APU) primaire structurel, en points de PIB.

Italie : l'investissement reste le moteur de la croissance¹

Après une expansion lors du premier semestre (+0,5 %), l'économie italienne a stagné à partir de l'été 2024 (+0,1 %). La contribution négative du commerce extérieur a particulièrement marqué le troisième trimestre (baisse des exportations de 0,3 %, importations en hausse de 1,2 %), et a plus généralement représenté un frein à la croissance, contrastant avec la fin d'année 2023. Le revenu disponible brut réel des ménages a été dynamique durant la première moitié de 2024 (+2,1 %), tandis que le taux d'épargne continuait à augmenter au-delà de sa moyenne pré-Covid (graphique 14.1). L'inflation a légèrement augmenté depuis l'été, restant néanmoins à des niveaux faibles (1,3 % au quatrième trimestre 2024, contre 0,9 % au deuxième trimestre) : la composante énergétique a exercé une pression à la baisse via les effets de base tandis que les hausses de salaires (+3,3 % sur l'année) ont vu leur effet inflationniste être modéré par la baisse du taux de marge des

Graphique 14.1. Taux d'épargne des ménages

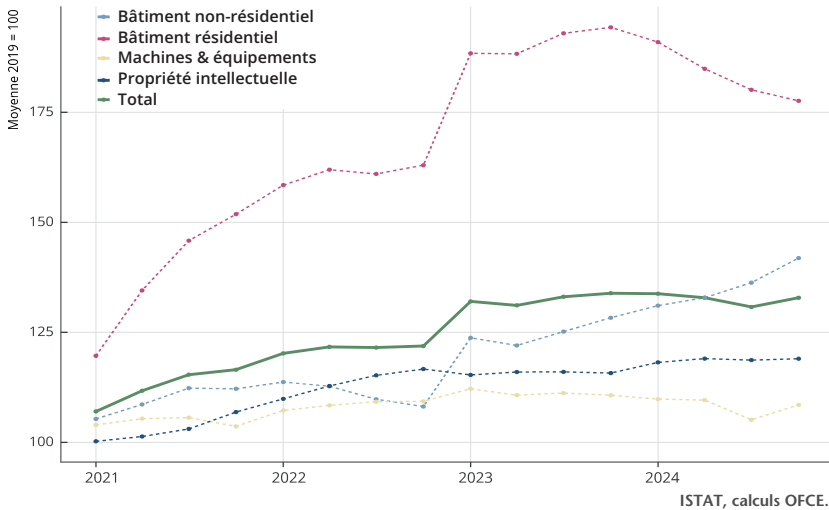


1. Ce texte est rédigé par Benoit Williatte, Département analyse et prévision.

entreprises. Le ralentissement du revenu disponible, freiné par la contribution négative des transferts sociaux nets et la stabilité des revenus du patrimoine, a conduit à une stagnation du pouvoir d'achat des ménages durant le second semestre ; la baisse du taux d'épargne a néanmoins permis à la consommation des ménages de continuer sa progression (+0,9 %).

La formation brute de capitale fixe, dont la forte augmentation (+32,8 % en 2024 par rapport à 2019) avait soutenu la croissance au fil des crises, s'est repliée tout le long de l'année, excepté au dernier trimestre (graphique 14.2). S'agissant de la construction, deux composantes de la politique budgétaire ont agi dans des sens opposés. D'une part, la très forte réduction du *Super Ecobonus* s'est traduite par une contraction de l'investissement en bâtiments résidentiels d'environ 8,5 % (en volume) entre le pic du quatrième trimestre 2023 et la fin 2024². D'autre part, la mise en œuvre de travaux publics dans le cadre du volet italien du plan de relance européen, malgré un rythme de dépense inférieur à celui prévu par le gouvernement italien, a permis à

Graphique 14.2. Formation brute de capital fixe (FBCF), par type d'actif



2. Le *Superbonus* consistait en un crédit d'impôt pour les travaux de rénovation énergétique (*Super Ecobonus*) et de résilience antisismique (*Super Sismabonus*) de logements, allant jusqu'à 110 % du montant des travaux. Afin d'éviter que les ménages ne soient contraints par leur dette fiscale, les crédits d'impôts octroyés pouvaient être transférés aux entreprises ou aux banques. Le taux a été abaissé à 90 % pour 2023, puis 70 % et 55 % en 2024 et 2025, et les crédits d'impôts ne sont désormais plus transférables. Le coût total du *Superbonus* a été estimé à 160 milliards d'euros, aux côtés d'environ 60 milliards dépensés dans le cadre d'autres dispositifs de soutien à la rénovation.

la construction non résidentielle de connaître à son tour une forte croissance (+10,6 %).

Bien que la croissance du PIB ait été modeste au second semestre, le taux de chômage italien a poursuivi sa baisse, atteignant un niveau historiquement bas en fin d'année (6,1 % au quatrième trimestre, soit une baisse de 1,3 point de pourcentage depuis la fin 2023). S'il est vrai que le taux de participation a reculé en 2024 (-0,4 point de pourcentage) après avoir progressé durant les années post-Covid, cette baisse du chômage traduit surtout une poursuite des créations nettes d'emplois au cours de l'année (+ 275 000 emplois, salariés et non salariés, et une hausse de 0,4 point du taux d'emploi). La bonne tenue du marché du travail reflète des pertes de productivité horaire (-0,3 %), en particulier dans un secteur manufacturier souffrant des pertes de marchés, mais aussi une baisse de la durée moyenne du travail (-0,8 % sur l'année dans le secteur marchand non agricole). Celle-ci reste encore supérieure de 1,1 % à sa moyenne d'avant-Covid, avec un écart particulièrement fort dans le secteur de la construction.

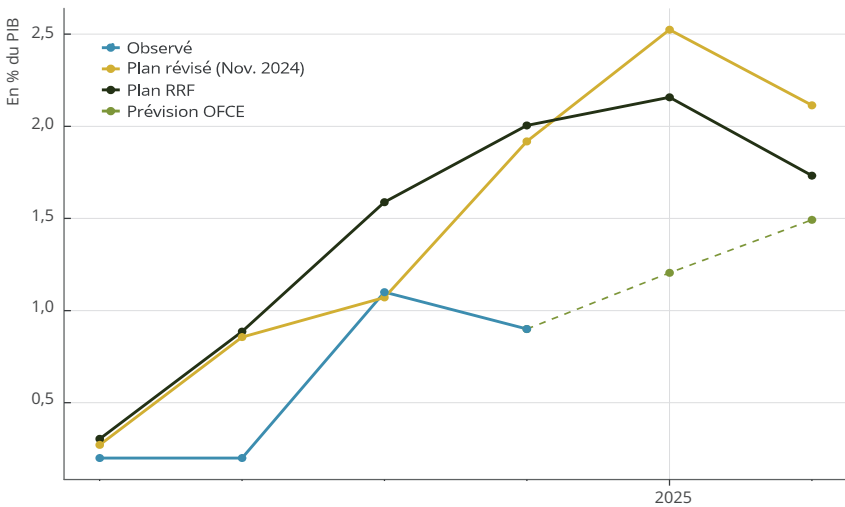
Malgré un affaiblissement de l'activité au second semestre 2024, la croissance économique devrait repartir en 2025 pour atteindre +0,8 % en moyenne annuelle. Tandis que la consommation des ménages continuerait à croître à un rythme modéré, le commerce extérieur n'apporterait aucune contribution nette, compte tenu de l'orientation actuelle de la politique commerciale des États-Unis. Bien que la croissance soit légèrement supérieure à son potentiel, une légère hausse du taux de chômage est attendue, en lien avec la fermeture du cycle de productivité en Italie, traduisant une moindre rétention de main-d'œuvre dans l'industrie.

À l'horizon de prévision, l'investissement et la consommation des administrations publiques seraient les composantes du PIB affichant les taux de croissance les plus élevés. La FBCF bénéficierait notamment d'un *policy mix* particulièrement favorable, entre baisse des taux directeurs et soutien par la politique budgétaire. Ce dernier se réaliserait malgré l'ouverture à l'été 2024 d'une procédure pour déficit excessif à l'encontre de l'Italie : en effet, les fonds du plan de relance européen devraient compenser en partie l'objectif d'amélioration du solde structurel d'environ 0,6 point de PIB par an³. Le scénario retenu en prévision

3. Notre scénario intègre également une augmentation des dépenses militaires d'environ 0,15 % du PIB en 2026, qui ne serait pas comptabilisée dans la cible d'ajustement structurel.

est plus pessimiste que celui retenu par le gouvernement italien en novembre 2024, qui prévoit l'utilisation complète des 137 milliards d'euros restants d'ici la fin de 2026⁴. Néanmoins, nous anticipons une accélération des dépenses, d'environ 30 milliards d'euros par an en moyenne sur 2025-2026 (1,3 % du PIB, graphique 14.3). Outre les incertitudes sur le commerce mondial ainsi que les projets d'augmentation des dépenses militaires en Europe, la capacité de l'Italie, et notamment de ses administrations locales, à assurer la mise en œuvre des nombreux projets représente donc un des principaux risques dans notre scénario.

Graphique 14.3. Trajectoires de dépenses du fonds de relance européen



Ministero per gli Affari europei, OpenPolis, Progetto di legge di finanze 2025., prévision OFCE avril 2025.

Note : Les lignes noires et jaunes indiquent respectivement les trajectoires de dépenses du Plan de relance et de résilience italien prévues dans le plan initial, et dans la version révisée de novembre 2024.

4. Au total, 194,4 milliards d'euros sont alloués à l'Italie dans le cadre de *NextGenerationEU*. Notons que sur les 57,7 milliards de dépenses réalisées, 14 sont attribuées au *Superbonus*.

Italie : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

En %	2024		2025				2024	2025	2026
	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB^a	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3	0,2	0,5	0,8	0,9
PIB par habitant^a	-0,0	0,1	0,3	0,2	0,4	0,2	0,5	0,8	1,0
Consommation des ménages^a	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,4	0,9	0,7
Consommation publique^a	0,3	0,2	0,6	0,5	0,5	0,5	1,1	1,8	1,3
FBCF totale^{a,b}	-1,6	1,6	0,9	0,3	0,3	0,3	0,0	1,5	1,2
Exportations de biens et services^a	-0,3	-0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	-0,3	-0,4	0,9
Importations de biens et services^a	1,2	-0,4	0,2	0,2	0,1	0,2	-1,5	0,8	1,0
<i>Contribution à la croissance de PIB</i>									
Demande intérieure hors stocks^a	0,1	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	0,4	1,2	0,9
Variations de stocks^a	0,0	-0,4	-0,2	0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,1	0,0
Commerce extérieur^a	-0,4	0,1	0,0	-0,0	-0,0	0,0	0,3	-0,3	-0,0
Prix à la consommation (IPCH), t/t-4^c	1,2	1,3	1,6	1,6	1,6	1,6	1,1	1,6	1,7
Taux de chômage^d	6,3	6,1	6,3	6,3	6,4	6,5	6,6	6,4	6,5
Solde courant, en % de PIB^e							1,4	1,6	1,7
Solde public, en % de PIB^e							3,4	3,4	3,2
Dette publique, en % du PIB^e							135	137	139
Impulsion budgétaire, en points de PIB^f							-4,0	-0,2	-0,1

ISTAT, calculs de l'auteur, prévision OFCE avril 2025.

a) En volume, aux prix chaînés. b) FBCF : Formation brute de capital fixe.

c) Évolution de l'indice des prix de consommation harmonisés (IPCH, sauf USA et France IPC). Pour les trimestres, glissement annuel (t/t-4) des prix. Pour les années, croissance moyenne annuelle des prix. d) Au sens du BIT, en % de la population active. Pour les trimestres moyenne trimestrielle, pour les années, moyenne annuelle.

e) En % du PIB annuel, en fin d'année. f) Variation annuelle du déficit public (APU) primaire structurel, en points de PIB.



Espagne : les beaux jours ne sont pas près de s'assombrir ?¹

Espagne, pays de l'année

En 2024, l'Espagne s'est affirmée comme le moteur de la croissance de la zone euro, devançant ses voisins européens et obtenant le titre de « pays de l'année » décerné par *The Economist*². Son PIB a progressé de 3,2 %, après une hausse de 2,7 % en 2023, surpassant largement la croissance annuelle du PIB en France, en Italie et en Allemagne.

Cette dynamique repose principalement sur une forte progression de la consommation des ménages, en hausse de 2,9 % sur l'année. Ce regain de consommation est lui-même porté par une nette augmentation du pouvoir d'achat, portée par la masse salariale. En effet, d'un côté les salaires ont connu une accélération notable, passant d'une croissance modérée de 4,5 % en début d'année à 5 % sur l'ensemble de 2024, après 5,8 % en 2023. De l'autre, l'emploi a également contribué à cette tendance avec une hausse de 2,2 % des effectifs salariés, permettant à l'économie espagnole de franchir la barre des 17 millions de salariés dans le secteur marchand, ramenant le taux d'emploi à 52,3 %, des niveaux inédits depuis 2006, avant la crise des subprimes. Parallèlement, le taux de chômage est tombé à 10,6 % en fin d'année, marquant un plus bas historique depuis la période 2005-2006, avant la crise des subprimes, et confirmant la solidité de la reprise espagnole.

La demande intérieure a également été soutenue par une accélération de la consommation publique, qui a progressé de 4,9 % en 2024 après 5,2 % en 2023. Ce rebond s'est accompagné d'un ralentissement de l'inflation, qui s'est établie en moyenne à 2,9 % sur l'année, contre 3,4 % en 2023, contribuant ainsi à l'augmentation du pouvoir d'achat et à la confiance des ménages.

1. Ce texte est rédigé par Ombeline Jullien de Pommerol, *Département analyse et prévision*.

2. Le classement se base sur les 37 pays de l'OCDE, et un score est calculé en fonction de 5 indicateurs macroéconomiques et financiers (le PIB, la performance boursière, l'inflation, le chômage, et les équilibres budgétaires). Pour en savoir plus: « [What Spain can teach the rest of Europe](#) ».

Sur le front du commerce extérieur, la contribution est restée positive, grâce au dynamisme exceptionnel du tourisme. L'Espagne a accueilli 94 millions de visiteurs en 2024, soit une augmentation de 10 % par rapport à 2023. Cette performance a entraîné une hausse de 9 % des exportations de services, qui dépassent désormais leur niveau de 2019.

Seul point faible de ce tableau économique, l'investissement, qui bien que progressant de 2,3 % sur l'année, ne doit son accélération qu'au rebond de 3,4 % en fin d'année. La formation brute de capital fixe (FBCF) a ainsi à peine dépassé son niveau de 2019, illustrant le retard accumulé par l'Espagne par rapport à ses partenaires européens, surtout en matière de construction où la crise immobilière a laissé des traces pérennes.

D'ailleurs, le gouvernement a mis en place un plan de 12 mesures pour atténuer les effets de la crise du logement, qui continue de s'intensifier dans les grandes villes du pays. Ce plan présenté en janvier, s'axe autour de trois mesures principales : l'augmentation de l'offre, une meilleure régulation, et des aides renforcées. L'augmentation significative des arrivées de nouveaux résidents a exacerbé la pénurie de logements, portant le déficit estimé à 200 000 unités par an, selon la Banque d'Espagne. Pourtant, l'investissement dans le logement n'a progressé que de 1,4 % en 2024, marquant un ralentissement par rapport à 2023 où il avait progressé de 2,1%.

Enfin, cette forte croissance a favorisé l'amélioration des finances publiques, consolidant la trajectoire de réduction des déséquilibres budgétaires. La dette publique a reculé à 101,8 % du PIB en fin d'année, tandis que le déficit s'établissait à 3,2 % au troisième trimestre – et atteindrait 2,8 % sans la prise en compte des dépenses liées aux inondations de Valence d'octobre dernier – confirmant une amélioration progressive des comptes publics.

La croissance restera soutenue en 2025...

Les indicateurs de court terme d'activité sont, pour le premier trimestre de l'année, bien orientés, et l'indicateur de prévision à court terme du PIB de l'Airef indique une variation trimestrielle de 0,7 % pour le premier trimestre de l'année 2025, consolidant le rythme élevé de croissance de fin d'année 2024.

On s'attend à ce que le rythme de croissance ralentisse mais reste dynamique à 2 % pour 2025 et 1,7 % pour 2026 sous couvert d'une consommation publique réduite (2,9 % pour 2025, après 4,9 % en 2024 et 1,2 % pour 2026).

Les gains de productivité de l'ensemble de l'économie, sont désormais stables, permettant à la productivité de rester proche de sa tendance de long terme. Par conséquent, le marché de l'emploi devrait poursuivre sa dynamique positive et continuer à créer des postes, dans la lignée de la tendance observée en février. En effet, le nombre d'affiliés à la Sécurité sociale, indicateur de l'emploi à court terme, a continué de progresser en données brutes, atteignant 21,2 millions, avec une hausse mensuelle de 100 340 inscrits par rapport à janvier, soit la deuxième plus forte augmentation pour un mois de février depuis 2007.

La reprise de l'investissement privé de fin d'année devrait perdurer en 2025, et contribuer positivement à la croissance du PIB grâce à plusieurs facteurs : de meilleures conditions de financement adossées à une baisse du taux directeur de la BCE, une demande intérieure soutenue et le déploiement accru du programme *NextGenerationEU* puisque le cinquième versement devrait atteindre 25 milliards d'euros³, et celui annoncé par le gouvernement pour soutenir la construction immobilière. Les indicateurs sont déjà bien orientés : l'indicateur du climat de la construction a atteint +5,7 points en janvier.

Cependant, comme on l'a déjà observé en février, l'inflation repart à la hausse à 2,9 % par rapport à l'année dernière, après avoir atteint un point bas de 1,7 % en septembre 2024. Cela n'apparaît pas totalement surprenant puisqu'en janvier la réduction de la TVA à un taux nul appliquée sur certains produits alimentaires de base, mise en place en janvier 2023 pour lutter contre l'inflation, a pris fin, et est revenue à 4 %. Il en est de même pour l'électricité puisque le taux réduit de 10 % s'appliquait encore sous condition de prix (au-dessus de 45 €/MWh). Il est revenu au taux ordinaire de 21 % en janvier 2025.

3. Pour rappel, l'Espagne a déjà reçu 48 milliards d'euros du plan de relance européen depuis août 2021. Voir l'encadré 1 dans « Espagne : vers un atterrissage en douceur », *Revue de l'OFCE*, n° 187, octobre 2024.

Encadré 15.1. Vers une baisse du temps de travail pour 2026 ?

Bien que le projet ne fasse pas l'unanimité sur le plan politique, Pedro Sanchez entend poursuivre la réforme du marché du travail. Après avoir introduit fin 2021 une réforme majeure visant à limiter les contrats précaires, à renforcer les négociations collectives et à lutter contre les licenciements abusifs, il souhaite désormais s'attaquer à la durée de travail réglementaire.

Le gouvernement et les syndicats se sont ainsi accordés sur une réduction du temps de travail hebdomadaire, qui passerait de 40 à 37,5 heures en moyenne annuelle. Cette mesure, qui concernerait environ 12 millions de salariés, entraînerait une diminution de 6,2 % du temps de travail annuel moyen, si l'on considère que le nombre de semaines travaillées reste constant. Porté par la ministre du Travail, Yolanda Diaz, ce projet revêt une dimension sociale, mettant en avant le « droit à la déconnexion » et un meilleur encadrement des heures travaillées.

Toutefois, bien que le texte ait été approuvé en Conseil des ministres, le 4 février, il devra encore rassembler une majorité parlementaire pour être appliqué dans toutes les entreprises d'ici au 31 décembre 2025. Il devra faire l'objet d'amendements, car les syndicats patronaux, surtout la CEOE, jugent insuffisantes les compensations financières proposées par le gouvernement, pour limiter la hausse induite du coût du travail. Par ailleurs, plusieurs partis théoriquement alliés de l'exécutif, mais perçus comme proches des milieux économiques – notamment Junts, le parti séparatiste catalan (centre droit), et le Parti nationaliste basque – demeurent réticents à adopter le texte en l'état.

Beaucoup d'interrogations restent en suspens concernant le comportement des entreprises sur le nombre d'heures supplémentaires, et leur marge, sur les gains de productivité ou sur les créations d'emplois. Nous n'avons ainsi, pour l'instant, pas intégré cette réforme dans nos prévisions.

...malgré quelques nuages qui pourraient assombrir l'horizon

L'amélioration progressive des perspectives économiques en zone euro a été brusquement remise en question par deux événements majeurs. Tout d'abord, l'élection de Donald Trump a ravivé les tensions commerciales entre les États-Unis et le reste du monde, notamment avec la Chine, le Mexique et le Canada. Cette escalade protectionniste, marquée par l'instauration de nouveaux droits de douane, représente un risque de ralentissement pour la croissance mondiale et le commerce mondial. Bien que l'Espagne n'exporte qu'une part limitée

de ses biens vers les États-Unis (environ 5 % du total), l'impact sur ses principaux partenaires européens entraîne une révision à la baisse des prévisions d'exportation pour 2025. Par ailleurs, cette guerre commerciale pourrait également engendrer des fluctuations des prix pour les consommateurs espagnols, renforçant la tendance haussière à l'œuvre depuis le début de l'année.

Parallèlement, les tensions géopolitiques se sont intensifiées autour du conflit entre la Russie et l'Ukraine, notamment en raison des interventions de Trump. Face à cette situation, la présidente de la Commission européenne, Ursula von der Leyen, a annoncé un plan de réarmement pour l'Union européenne. Cette décision pose un défi particulier pour l'Espagne, dont le budget de défense, représentant 1,28 % du PIB, est le plus faible des pays de l'OTAN. Consécutivement, Pedro Sanchez a annoncé la mise en place d'un plan national visant à développer l'industrie de sécurité et de défense, pour atteindre les 2 % du PIB d'ici 2029. Cependant, le Premier ministre socialiste n'était déjà pas parvenu à faire adopter son projet de loi de finances, la question du financement de ces nouvelles mesures reste donc en suspens, même s'il compte les déployer sans vote du Parlement. On intègre ainsi des dépenses liées à la défense supplémentaire de 6 milliards d'euros par an en 2025 et 2026 (soit 0,43 % du PIB), cela n'affectera néanmoins pas la trajectoire des finances publiques et celle de la décroissance de la dette, certes moins rapide.

Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

En %	2024		2025				2024	2025	2026
	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB^a	0,8	0,8	0,3	0,5	0,6	0,5	3,2	2,3	1,8
PIB par habitant^a	0,5	0,3	0,0	0,3	0,4	0,4	1,8	1,1	1,2
Consommation des ménages^a	1,2	1,0	0,4	0,5	0,6	0,4	2,9	2,8	1,7
Consommation publique^a	2,5	0,4	0,6	0,5	0,3	0,3	4,9	2,9	1,2
FBCF totale^{a,b}	-1,4	3,4	0,9	1,0	1,1	1,1	2,3	4,4	1,2
<i>logement^a</i>	<i>-2,0</i>	<i>1,6</i>	<i>1,0</i>	<i>0,9</i>	<i>0,9</i>	<i>0,9</i>	<i>2,6</i>	<i>2,7</i>	<i>3,4</i>
Exportations de biens et services^a	0,4	0,1	0,5	0,6	0,6	0,7	2,9	1,8	2,6
Importations de biens et services^a	0,9	1,3	1,2	0,9	0,8	0,8	2,0	4,1	3,5
<i>Contribution à la croissance de PIB</i>									
Demande intérieure hors stocks^a	0,9	1,2	0,5	0,6	0,6	0,5	3,0	2,9	1,9
Variations de stocks^a	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,1	0,0
Commerce extérieur^a	-0,1	-0,4	-0,2	-0,1	-0,0	-0,0	0,4	-0,6	-0,2
Prix à la consommation (IPCH), t/t-4^c	2,2	2,4	2,7	1,3	2,3	2,3	2,8	2,2	1,9
Taux de chômage^d	11,2	10,6	10,5	10,3	10,1	9,9	11,3	10,2	9,6
Solde courant, en % de PIB^e							2,9	2,7	2,2
Solde public, en % de PIB^e							1,9	2,0	1,4
Dettes publiques, en % du PIB^e							102	101	102
Impulsion budgétaire, en points de PIB^f							-0,9	0,7	-0,4

Eurostat, prévision OFCE avril 2025.

a) En volume, aux prix chaînés. b) FBCF : Formation brute de capital fixe.

c) Évolution de l'indice des prix de consommation harmonisés (IPCH, sauf USA et France IPC). Pour les trimestres, glissement annuel (t/t-4) des prix. Pour les années, croissance moyenne annuelle des prix. d) Au sens du BIT, en % de la population active. Pour les trimestres moyenne trimestrielle, pour les années, moyenne annuelle.

e) En % du PIB annuel, en fin d'année. f) Variation annuelle du déficit public (APU) primaire structurel, en points de PIB.

Royaume-Uni : navigation à vue¹

Après avoir renoué avec la croissance au premier semestre de 2024 (0,9 % au premier trimestre et 0,5 % au deuxième), le PIB britannique a stagné au troisième trimestre et a à peine augmenté au quatrième (+0,1 %). Cela laisse le Royaume-Uni à l'arrière du peloton des grandes économies industrialisées, avec un PIB supérieur de 4 % à son niveau d'avant-crise Covid (en 2019), 3,7 % en France, 5,2 % dans l'ensemble de la zone euro, nettement devant l'Allemagne (0,0 %) mais loin derrière les États-Unis (14,1 %).

L'inflation (mesurée selon l'indice des prix à la consommation harmonisé), qui avait atteint un pic à 11 % sur un an en octobre 2022, avait ralenti à 4 % sur un an en janvier 2024 et jusqu'à 1,7 % en septembre 2024. Au quatrième trimestre 2024, le niveau des prix à la consommation britanniques était nettement plus élevé, par rapport à son niveau d'avant-crise, que celui de la France, proche de ceux de l'Allemagne et des États-Unis. Le ralentissement de la croissance et le retour de l'inflation vers la cible de 2 % ont conduit le Comité de politique monétaire (CPM) de la Banque d'Angleterre à amorcer une première baisse de son taux directeur, de 0,25 point en août, puis d'autant en novembre et en février dernier, pour le porter à 4,5 %. Mais l'inflation a recommencé à accélérer en octobre pour atteindre 3 % en janvier 2025, surtout sous l'effet de la hausse des prix alimentaires et de l'énergie, tandis que l'inflation sous-jacente augmentait de 0,4 point, pour atteindre 3,7 %. Ce redémarrage de l'inflation a conduit le CPM à laisser son taux directeur inchangé lors de sa réunion de mars. L'inflation est revenue à 2,8 % sur un an en janvier (à 3,5 % pour l'inflation sous-jacente), mais elle remonterait à 3,6 % cet été sous l'effet de la hausse des prix de l'énergie (le régulateur britannique ayant relevé le plafond des prix du gaz et de l'électricité de 6 % à partir d'avril), avant de revenir vers 2 % à la fin de 2026, en l'absence de nouvelle hausse des prix de l'énergie. Le CPM baisserait graduellement son taux directeur, de 0,25 point au troisième trimestre 2025 puis de 0,25 point au premier trimestre 2026. Il veillerait à ce que l'inflation

1. Ce texte est rédigé par Catherine Mathieu, *Département analyse et prévision*.

revienne vers 2 %, tout en évitant une trop forte baisse de la croissance. La baisse des taux d'intérêt allégerait le coût des emprunts et faciliterait une légère reprise de l'investissement en logement des ménages et ainsi que de l'investissement des entreprises.

Le Premier ministre Keir Starmer avait annoncé une « lumière au bout du tunnel » lors du congrès des travaillistes en septembre dernier. Mais à la fin mars 2025, l'heure était à la désillusion. Le ralentissement de l'activité au second semestre 2024, la révision à la baisse de la prévision de croissance à 1 % pour 2025 selon l'Office for Budget Responsibility (OBR), au lieu de 2 % en octobre dernier, le maintien de taux d'intérêt obligataires à taux fixe à 10 ans autour de 4,6 % ont fait fondre les marges de manœuvre budgétaires que s'est fixées Rachel Reeves, la chancelière de l'Échiquier, lors du budget de l'automne 2024. La politique budgétaire s'annonce désormais plus restrictive à l'horizon 2030 (encadré), via des coupes de dépenses sociales et une moindre hausse des dépenses publiques.

Selon le *Spring Statement*, présenté fin mars, la consommation publique augmenterait, en volume, de 3,7 % cette année et de 1,4 % l'an prochain ; l'investissement public de 4,7 % puis de 1,9 %. La consommation et l'investissement publics augmenteraient surtout au premier trimestre 2025 (fin de l'exercice budgétaire 2024-2025) et ralentiraient à partir du début de l'exercice budgétaire 2025-2026 (commençant en avril). Le gouvernement a en effet acté des revalorisations des salaires publics à son arrivée l'été dernier, et a décidé d'augmenter l'investissement public à très court terme (principalement dans les secteurs de la santé et de l'éducation). Il a par ailleurs limité les hausses de prestations sociales (dont la restriction des droits à l'allocation chauffage aux retraités les plus pauvres). Au total, les dépenses publiques progresseraient de 44,4 % du PIB en 2024-2025 à 45 % en 2025-2026 avant de baisser à 44,8 % en 2026-2027. Les recettes progresseraient de 39,7 % du PIB en 2024-2025 à 41,1 % en 2025-2026 et 41,7 % en 2026-2027. Une partie importante de la hausse de ces recettes provient de la hausse de taux de cotisations sociales employeurs, qui augmente de 1,2 point en avril 2025, soit un supplément de recettes attendu de près de 0,8 point de PIB en année pleine. Les recettes des impôts sur le revenu et le patrimoine augmentent aussi d'environ 0,3 point de PIB par an (notamment du fait de la non-indexation des tranches du barème de l'IR). À court terme, les dépenses de défense seront augmentées pour atteindre 2,5 % du PIB en 2026, soit une hausse de 0,2 point de PIB, qui sera entièrement

financée par la baisse de l'aide internationale (ramenée à 0,3 % du RNB).

L'impulsion budgétaire serait négative d'environ 0,8 point cette année et de 0,4 l'an prochain. Sous nos hypothèses de croissance, le déficit public serait ramené de 5,8 % du PIB en 2024 à 4,9 % du PIB en 2026. Le ratio de dette publique augmenterait de 101 % du PIB en 2024 à 104 % du PIB en 2026.

En 2024, le ralentissement de l'inflation, plus rapide que celui de la hausse des rémunérations, a contribué à augmenter le revenu disponible des ménages de près de 3 points en termes réels, en moyenne annuelle, sur une hausse totale de 3,8 %. Mais les ménages ont augmenté de 2,8 points leur taux d'épargne, en moyenne annuelle en 2024, pour le porter à 11,6 % au quatrième trimestre 2024, selon les Comptes nationaux publiés le 28 mars. Il est difficile de comprendre cette hausse du taux d'épargne au regard des déterminants habituels du taux d'épargne, dont l'évolution du pouvoir d'achat et de la situation du marché du travail. Les ménages ont été particulièrement prudents, alors que leur taux d'épargne était pourtant déjà supérieur à son niveau d'avant la crise Covid (7,9 % en moyenne entre 2000 et 2019). Cette année, la montée des tensions commerciales et des incertitudes géopolitiques, l'accélération temporaire de l'inflation et la remontée du taux de chômage inciteraient les ménages à garder un taux d'épargne élevé (11,1 % en moyenne annuelle). Le taux d'épargne amorcerait une légère baisse en 2026 (10,5 % en moyenne annuelle), les incertitudes s'atténuant et l'inflation ralentissant, l'ampleur de la baisse étant limitée par la poursuite de la hausse du taux de chômage. La consommation progresserait de 0,8 % en 2025 et de 1,5 % en 2026.

Le taux de chômage, de 4,4 % fin 2024, approcherait 5,7 % à la fin 2026. Rappelons que l'ONS incite à la prudence quant à l'interprétation des données publiées dans la période récente sur le marché du travail britannique. Les taux de réponse à l'enquête sur les forces de travail ont en effet atteint de très bas niveaux depuis la sortie de la crise Covid, ce qui a conduit l'ONS à suspendre la publication de l'ensemble des résultats de l'enquête en octobre 2023 et à entreprendre une refonte du système de collecte, qui est toujours en cours. Selon les données actuelles, la productivité horaire du travail, qui avait chuté pendant la crise Covid avant de se redresser, avait retrouvé en 2022 le niveau qu'elle aurait eu si elle avait continué à croître à un rythme

tendanciel de 0,89 % par an, estimé avant le début de la crise. Mais la productivité a baissé au cours des derniers trimestres et affichait une baisse de 0,6 % sur un an au quatrième trimestre 2024. Nous retenons dans notre scénario une accélération de la productivité à 1,1 % à l'horizon du quatrième trimestre 2026. Nous supposons qu'à court terme, comme le suggèrent les enquêtes de la Banque d'Angleterre, les entreprises freineront les hausses des salaires nominaux, afin de limiter l'impact sur leurs coûts de la hausse des cotisations sociales d'avril 2025, avant de réduire leurs effectifs. Un redressement plus rapide de la productivité du travail pourrait cependant avoir lieu, qui conduirait à une hausse plus forte du taux de chômage, mais nous avons préféré retenir une accélération plus modérée de la productivité du travail à court terme, dans l'attente de données plus solides sur le marché du travail.

La hausse des droits de douane américains est une mauvaise nouvelle de plus pour les exportateurs britanniques de marchandises, qui perdent déjà tendanciellement des parts de marché, particulièrement depuis 2023, du fait d'une compétitivité-prix dégradée. Depuis le 12 mars 2025, les importations d'acier et d'aluminium aux États-Unis, sont frappées d'une hausse de droits de douane de 25 %. Les importations d'automobiles le seront à partir d'avril. Les exportations britanniques d'acier et d'aluminium vers les États-Unis sont faibles (400 millions de livres en 2023 pour des importations de 176 millions), celles d'automobiles plus importantes (exportations : 6 milliards, importations : 1 milliard), soit 1,8 % des exportations totales de marchandises. À ce jour, le gouvernement britannique ne souhaite pas prendre de mesures de représailles. Les Britanniques ont un léger déficit bilatéral avec les États-Unis sur les échanges de marchandises (2,5 milliards de livres en 2023), alors qu'ils dégagent un excédent sur les services (69 milliards de livres, ils exportent 126 milliards). C'est donc pour les exportations de services, non soumises à droits de douane, que l'enjeu est le plus important pour les Britanniques. Globalement, à l'horizon de la fin 2026, les exportations britanniques de biens et services ne progresseraient que modérément, sous l'effet d'une demande adressée peu porteuse et d'une compétitivité-prix défavorable.

La croissance du PIB britannique serait de 0,8 % cette année et de 1,4 % l'an prochain, résultant de la demande intérieure, tandis que le commerce extérieur aurait une contribution négative. Les tensions commerciales et les incertitudes géopolitiques constituent un aléa

majeur à la baisse de notre prévision ; une réduction de la surépargne des ménages, accumulée depuis le début de la crise Covid, constituant un aléa à la hausse.

Encadré 16.1. Quelle orientation pour la politique budgétaire ?

Rachel Reeves avait souhaité qu'il n'y ait qu'un exercice budgétaire par an, à l'automne (au lieu de deux précédemment), en gardant la présentation d'un document intermédiaire, basé sur une actualisation des prévisions de l'OBR, au printemps, le « *Spring Statement* ». La chancelière avait aussi fixé deux règles budgétaires. La première est une « règle de stabilité », selon laquelle les dépenses courantes doivent être financées par les recettes courantes ; seul l'investissement peut être financé par l'endettement public. La deuxième est une « règle d'investissement », qui stipule que la dette du secteur public, nette des actifs financiers, doit baisser, rapportée au PIB. Le budget d'automne 2024 indiquait que cette règle serait respectée. Mais la croissance a été nettement inférieure à ce qui était prévu et l'OBR, dans le cadre du *Spring Statement* présenté le 26 mars, a abaissé sa prévision de croissance pour 2025 à 1 %, au lieu de 2 %. Les taux d'intérêt obligataires ont par ailleurs été un peu plus élevés que prévu. Pour l'exercice budgétaire 2024-2025, débutant en avril, ils étaient, à 4,3 %, plus élevés de 0,2 point que prévu dans le budget d'automne, et, selon les prévisions de l'OBR, ils le resteraient à l'horizon 2029-2030 où ils seraient de 5,1 % (au lieu de 4,6 % prévus à l'automne). Ces révisions ont fait disparaître les marges de manœuvre qu'avaient la Chancelière pour respecter ses règles budgétaires. Rachel Reeves est restée ferme sur le fait que ces règles budgétaires sont non négociables et qu'elle n'augmenterait pas la fiscalité avant le prochain budget. Elle choisit donc de baisser les dépenses et prioritairement les dépenses sociales. Les conditions d'accès aux allocations handicapés (*Personal Independence Payments*, PIP) seront progressivement durcies à partir de 2026-2027, ce qui conduirait à une baisse de ces dépenses de 3,6 milliards de livres à l'horizon 2029-2030 (soit 0,1 point de PIB). 3,7 millions de bénéficiaires touchent actuellement la PIP, les nouvelles règles en concerneraient 800 000, l'objectif du gouvernement étant de faire revenir sur le marché du travail une partie de ces bénéficiaires, notamment parmi les jeunes. Cette mesure est fortement critiquée au sein des travailleurs et des organismes caritatifs, qui craignent une montée supplémentaire de la pauvreté chez des populations vivant déjà dans la précarité. Par ailleurs, la composante « santé » de l'allocation de crédit universel sera diminuée de 50 % pour les nouveaux bénéficiaires à partir d'avril 2026 et son montant sera gelé jusqu'en 2029-2030, ce qui réduirait les dépenses de 3 milliards. Cette baisse sera cependant en partie compensée par une hausse du crédit universel (hors composante santé) supérieure à l'inflation (soit un supplément de dépenses de 1,9 milliard en 2029-2030). La

croissance des dépenses publiques sera rabaissée à 1,2 % par an en volume à l'horizon 2029-2030, contre 1,3 % précédemment prévu. Le gouvernement souhaite aussi, grâce à des gains de productivité attendus de la hausse de l'utilisation du numérique, réduire le nombre de fonctionnaires. La réorganisation du secteur public pour le rendre « plus productif et agile » permettrait 6,1 milliards d'économies à l'horizon 2029-2030. Enfin, près de 1 milliard de rentrées fiscales seraient obtenues par la réduction de la fraude fiscale. Selon le *Spring Statement*, le ratio des dépenses courantes (hors investissement) rapporté au PIB, qui était de 39,7 % en 2023-2024, baisserait à 39 % en 2029-2030. L'investissement public net serait de 2,7 % du PIB entre 2024-2025 et 2026-2027, avant de baisser à 2,4 % en 2029-2030. Au total, le ratio de la dette du secteur public, nette des actifs financiers, qui était de 81 % du PIB lors de l'exercice budgétaire 2023-2024, augmenterait à 83,5 % en 2026-2027 avant de revenir à 82,7 % en 2029-2030. Les marges de manœuvre restent donc faibles, au regard de la règle d'investissement, et surtout elles reposent sur une prévision de croissance du PIB à 1,9 % en 2026, puis de 1,7 % à 1,8 % par an jusqu'en 2030, ce qui paraît aujourd'hui optimiste. Le gouvernement continue de miser sur le retour de la croissance pour engranger des recettes publiques. Il espère aussi relancer l'investissement logement et celui des entreprises en allégeant les réglementations et en donnant des signaux favorables à l'activité des entreprises, tels que la construction d'une nouvelle piste à Heathrow. Lors de leur campagne électorale en 2024, les travaillistes s'étaient engagés à ne pas augmenter la fiscalité sur les personnes qui travaillent, avaient exclu de revenir sur les baisses du taux de cotisations sociales salariés mises en place par le précédent gouvernement, et s'étaient engagés à ne pas augmenter l'imposition sur le revenu et la TVA. Ils n'envisagent pas d'augmenter la fiscalité des entreprises au-delà de la hausse des cotisations sociales employeurs annoncée dans le budget d'automne 2024 et qui entre en vigueur ce 1^{er} avril (+1,2 point, ce qui devrait rapporter près de 26 milliards par an à l'horizon 2029-2030). Si des hausses de fiscalité devaient être décidées à l'automne, les retraités seraient donc en première ligne, mais après les remous créés à l'automne lors de la réduction de l'allocation de chauffage, le gouvernement ne s'engagera sans doute pas facilement dans cette voie.

Royaume-Uni : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %


	2024		2025				2024	2025	2026
	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB^a	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	1,1	0,8	1,4
PIB par habitant^a	-0,2	-0,1	-0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,4
Consommation des ménages^a	0,4	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,6	0,9	1,5
Consommation publique^a	0,3	0,5	1,5	1,1	0,6	0,3	3,0	3,5	1,5
FBCF totale^{a,b} dont :	1,0	-0,6	0,3	0,3	0,3	0,6	1,5	1,2	2,4
<i>productive privée^a</i>	2,2	-1,9	0,3	0,3	0,3	0,5	2,0	0,9	2,1
<i>logement^a</i>	-1,0	-0,9	-0,5	0,0	0,3	0,9	0,8	-1,9	3,5
<i>APU^a</i>	1,3	1,5	1,3	0,7	0,5	0,4	1,0	4,7	1,9
Exportations de biens et services^a	-0,1	-1,8	0,6	0,0	0,1	0,1	-1,2	-1,2	0,8
Importations de biens et services^a	-2,8	2,9	-0,2	0,3	0,3	0,3	2,7	2,3	1,5
<i>Contribution à la croissance de PIB</i>									
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,0	0,5	0,4	0,4	0,4	1,3	1,5	1,7
Variations de stocks	-1,5	1,6	-0,5	-0,1	0,0	0,0	1,1	0,5	-0,0
Commerce extérieur	1,0	-1,6	0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-1,3	-1,2	-0,3
Prix à la consommation (IPCH), t/t-4^c	2,0	2,5	2,8	3,4	3,6	3,3	2,5	3,3	2,4
Taux de chômage^d	4,3	4,4	4,5	4,8	4,9	5,0	4,3	4,8	5,4
Solde public, en % du PIB^e							5,8	5,3	4,9
Dettes publiques, en % du PIB^e							101	103	104
Impulsion budgétaire, en point de PIB^f							-0,4	-0,8	-0,5

ONS QNA, prévision OFCE avril 2025.

a) En volume, aux prix chaînés. b) FBCF : Formation brute de capital fixe, APU : Administrations publiques.

c) Évolution de l'indice des prix de consommation harmonisés (IPCH, sauf USA et France IPC). Pour les trimestres, glissement annuel (t/t-4) des prix. Pour les années, croissance moyenne annuelle des prix. d) Au sens du BIT, en % de la population active. Pour les trimestres moyenne trimestrielle, pour les années, moyenne annuelle.

e) En % du PIB annuel, en fin d'année. f) Variation annuelle du déficit public (APU) primaire structurel, en points de PIB.



États-Unis : Donald Trump peut-il casser la croissance ?¹

L'économie américaine a maintenu son dynamisme tout au long de l'année 2024, ce qui s'est traduit par une augmentation du PIB de 2,8 % après 2,9 % en 2023. Selon les données du CBO (Congressional Budget Office), le PIB serait 1,8 point au-dessus de son potentiel au quatrième trimestre 2024, niveau le plus élevé depuis le début des années 2000. Pour autant, le résultat des élections présidentielles s'explique probablement en partie par l'insatisfaction des citoyens à l'égard de leur situation économique. La hausse des prix a rogné le pouvoir d'achat du salaire, notamment en 2022. La situation s'est améliorée en 2023 et 2024 grâce au repli de l'inflation et au maintien d'une dynamique du salaire horaire favorable. L'inflation – mesurée par l'indice des prix à la consommation – se maintient toutefois autour de 3 %, tirée notamment par les augmentations des indices du coût du logement et des services de transport. Sur le marché du travail, l'année 2024 a été marquée par de moindres créations d'emploi : 2,1 millions – soit une croissance de 4,3 % selon les données de l'*Establishment survey* – contre 3,3 millions en 2023 (+2,2 %), dans un contexte de croissance pourtant similaire reflétant ainsi des gains de productivité. En corollaire, le taux d'emploi reste proche de 60 % depuis le début de l'année 2022, un niveau toutefois inférieur de 0,7 point à celui de l'année 2019. Enfin, même si les conditions économiques contribuent à améliorer le solde budgétaire, la politique budgétaire est restée procyclique avec un déficit qui se maintient à un niveau élevé : 6,5 % pour l'État fédéral².

L'activité ralentit...

Depuis son investiture en janvier 2025, le nouveau président et son associé Elon Musk ont multiplié les déclarations, alternant entre menaces à l'encontre des employés fédéraux ou des partenaires économiques, sanctions commerciales et revirements. À court terme, il en

1. Ce texte est rédigé par Christophe Blot, *Département analyse et prévision*.

2. Et 6,9 % si l'on tient compte du déficit des États et autres collectivités locales.

résulte d'abord une incertitude accrue sur l'orientation de la politique économique américaine (graphique 17.1), ce qui devrait peser sur les décisions de dépenses de consommation des ménages et d'investissement des entreprises. Nous prévoyons un ralentissement de l'investissement productif privé en 2025 avec une croissance annuelle de 2,4 % contre 5,4 % l'année précédente. Du côté des ménages, le taux d'épargne augmenterait au cours des deux prochaines années, passant de 4,5 % en moyenne annuelle en 2024 à 5,2 % en 2026. Par ailleurs, même si le montant exact d'économies budgétaires est incertain, nous anticipons que la politique budgétaire deviendrait restrictive (encadré 17.1), malgré les réductions d'impôts annoncées pendant la campagne et qui devraient être votées dans le budget 2026. Au-delà des effets de court terme, la nouvelle guerre commerciale lancée par les États-Unis affaiblira le commerce mondial mais aussi la croissance américaine. Le principal soutien à l'activité viendrait donc de la politique monétaire, même si la baisse des taux a été modérée en 2024 et que la Réserve fédérale pourrait y mettre un terme dans la perspective d'une inflation plus élevée. Ainsi, nous anticipons une croissance plus faible en 2025 et 2026 : 1,4 % puis 1,5 % respectivement en 2025 et 2026. La consommation des ménages, qui avait été le principal moteur de la croissance jusqu'ici, ralentirait nettement en lien avec la hausse du taux d'épargne et l'inflation importée. En moyenne annuelle, elle progresserait de 1,9 % en 2025 et 1,4 % en 2026 contre 2,8 % en 2024. La contribution du commerce extérieur resterait négative en 2025, notamment en raison d'un boom des importations au premier trimestre³. En 2026, les importations ralentiraient nettement en raison d'une demande intérieure un peu moins forte et du coût plus élevé des produits importés.

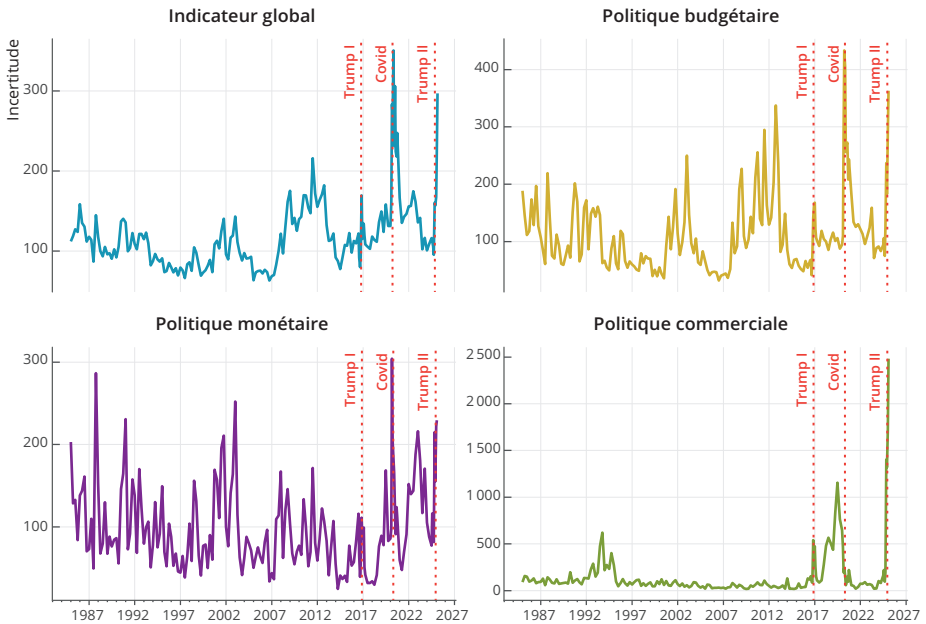
... et l'inflation se maintient

Pendant la campagne présidentielle, Donald Trump avait fortement critiqué le camp démocrate pour avoir laissé filer l'inflation. Pour autant, sa politique économique se traduira par un maintien des pressions inflationnistes qui atteindraient un pic – mesuré par le déflateur de la consommation – à 3,2 % en fin d'année 2025, avant de ralentir légèrement en 2026 pour finir l'année autour de 2,7 %. Le pouvoir d'achat du revenu disponible brut des ménages augmenterait

3. Les données de commerce de biens pour le mois de janvier 2025 indiquent en effet une forte augmentation des importations, probablement par anticipations des futurs droits de douane.

néanmoins de 2 % en moyenne au cours des deux prochaines années contre 2,7 % en 2024 et plus de 5 % en 2023, poussé par l'augmentation des salaires nominaux. Sur le marché du travail, la situation se détériorerait en raison du ralentissement de l'activité. Le taux de chômage augmenterait à 4,8 % d'ici la fin de l'année 2025, et 5,3 % fin 2026. Des tensions sur le marché du travail pourraient cependant réapparaître si la vague d'expulsions d'immigrants illégaux promise est mise en œuvre. Malgré la réduction envisagée des dépenses publiques, le solde budgétaire se détériorerait de nouveau en 2026 (7,2 % en 2025 et 7,7 % pour l'ensemble de l'économie en 2026) du fait d'une impulsion faiblement expansionniste en 2026 mais aussi parce que la croissance serait inférieure au potentiel⁴.

Graphique 17.1. Indicateurs d'incertitude de politique économique



<https://www.policyuncertainty.com/index.html> (FRED), téléchargé le 8 avril 2025, prévision OFCE avril 2025.

Dernier point connu : mars 2025.

4. Selon le CBO, la croissance potentielle serait de 2,3 %. Notons que l'écart de croissance resterait positif en 2025 mais retomberait à 0 en 2026.

Encadré 17.1. Quelle orientation pour la politique budgétaire ?

Bien que Donald Trump eût annoncé, pendant la campagne présidentielle, sa volonté d'améliorer l'efficacité du gouvernement fédéral, les évaluations des programmes des candidats avaient surtout privilégié les promesses de réduction d'impôt. Or même si l'ampleur des coupes demeure incertaine^(a), elles risquent de modifier assez fortement l'impulsion budgétaire pour les deux années à venir. Pour les dépenses, notre scénario intègre l'hypothèse *ad hoc* d'une réduction permanente à hauteur de 100 milliards de dollars dès 2025 puis de 200 milliards supplémentaires en 2026, ce qui se traduirait par une impulsion négative de 0,3 puis 0,6 point de PIB. Ainsi, au total, l'impulsion serait négative en 2025 et positive en 2026. Côté recettes, nous anticipons que les principales mesures (extension du *Tax Cuts & Jobs Act*, baisse du taux d'imposition sur les sociétés, exonérations fiscales des heures supplémentaires et des pourboires) seront intégrées dans le budget 2026 et se traduiraient par une impulsion de 1 point de PIB.

Pour autant, l'impact économique global de ces mesures serait neutre. En effet, les multiplicateurs associés aux mesures sur les dépenses sont généralement plus élevés que ceux liés aux recettes. Cette différence serait toutefois partiellement atténuée par le fait que l'économie américaine se situe plutôt en haut de cycle, ce qui devrait réduire la valeur des multiplicateurs.

Au-delà de la croissance, ces choix seront également déterminants pour la trajectoire de la dette publique. Selon les estimations du [CBO de janvier 2025](#), à législation inchangée et donc sans tenir compte des annonces qui avaient été faites pendant la campagne, la dette publique de l'État fédéral atteindrait 118,5 % du PIB en 2035, soit une hausse de 20,7 points par rapport au niveau de 2024^(b). En tenant compte uniquement des mesures de réductions d'impôts annoncées pendant la campagne, les estimations du [Committee for a Responsible Budget](#) indiquaient un accroissement de la dette de 18 points de PIB^(c). Inversement, une baisse des dépenses permanentes de 100 milliards de dollars à partir de 2025 réduit la dette publique de 3,8 points à l'horizon 2035. Dans notre scénario, nous supposons des coupes supplémentaires à hauteur de 200 milliards en 2026. L'effet global des mesures portant sur les recettes et les dépenses se traduirait par une hausse de la dette de près de 8 points de PIB en 2035 par rapport au scénario du CBO. Même si une telle dynamique ne devrait pas remettre en cause la soutenabilité de la dette publique américaine, il reste que le gouvernement pourra difficilement infléchir la tendance uniquement sur la base de coupes dans les dépenses publiques, posant la question de la pertinence des baisses d'impôt promises pendant la campagne présidentielle.

(a) Voir https://www.ofce.sciences-po.fr/blog2024/fr/2025/20250319_CB/.

(b) Les calculs du CBO sont effectués sur la base d'un indicateur de dette détenue par le public : particuliers, sociétés, gouvernements locaux, banques de la Réserve fédérale, gouvernements étrangers et autres entités extérieures au gouvernement des États-Unis. Est exclue la dette détenue par la Federal Financing Bank.

(c) Estimation qui ne tient pas compte de l'impact économique des baisses d'impôts.

États-Unis : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

En %	2024		2025				2024	2025	2026
	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB^a	0,8	0,6	0,2	0,1	0,1	0,4	2,8	1,4	1,5
PIB par habitant^a	0,6	0,4	-0,0	-0,1	-0,1	0,2	1,9	0,7	1,0
Consommation des ménages^a	0,9	1,0	0,2	0,1	0,2	0,3	2,8	1,9	1,4
Consommation publique^a	1,1	0,7	0,2	0,1	0,1	0,3	2,5	1,6	1,1
FBCF totale^{a,b} dont :	0,5	-1,1	0,3	0,2	0,3	0,3	4,5	0,6	1,6
<i>productive privée^a</i>	<i>4,4</i>	<i>-0,8</i>	<i>0,3</i>	<i>0,1</i>	<i>0,2</i>	<i>0,3</i>	<i>5,4</i>	<i>2,4</i>	<i>1,6</i>
<i>logement^a</i>	<i>-1,1</i>	<i>1,3</i>	<i>0,7</i>	<i>0,6</i>	<i>0,6</i>	<i>0,6</i>	<i>4,2</i>	<i>1,9</i>	<i>2,4</i>
<i>APU^{a,b}</i>	<i>1,8</i>	<i>0,7</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>	<i>6,9</i>	<i>2,2</i>	<i>0,6</i>
Exportations de biens et services^a	2,3	-0,1	0,2	0,5	0,5	0,5	3,2	2,1	2,1
Importations de biens et services^a	2,6	-0,3	5,0	-2,9	0,4	0,2	5,4	4,5	0,1
<i>Contribution à la croissance de PIB</i>									
Demande intérieure hors stocks^a	0,9	0,6	0,2	0,2	0,2	0,4	3,2	1,7	1,4
Variations de stocks^a	-0,1	-0,2	0,7	-0,6	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2
Commerce extérieur^a	-0,1	0,0	-0,8	0,5	-0,0	-0,0	-0,5	-0,5	0,2
Prix à la consommation (IPCH), t/t-4^c	2,3	2,5	2,6	2,6	2,9	3,2	2,5	2,8	2,9
Taux de chômage^d	4,2	4,2	4,1	4,2	4,4	4,5	4,0	4,3	4,8
Solde courant, en % de PIB^e							-3,9	-4,1	-3,5
Solde public, en % de PIB^e							7,0	7,2	7,7
Dettes publiques, en % du PIB^e							123	126	128
Impulsion budgétaire, en points de PIB^f							-1,7	-0,2	0,3

BLS, BEA-NIPA., prévision OFCE avril 2025.

a) En volume, aux prix chaînés. b) FBCF : Formation brute de capital fixe ; APU : Administrations publiques.

c) Évolution de l'indice des prix de consommation harmonisés (IPCH, sauf USA et France IPC). Pour les trimestres, glissement annuel (t/t-4) des prix. Pour les années, croissance moyenne annuelle des prix. d) Au sens du BIT, en % de la population active. Pour les trimestres moyenne trimestrielle, pour les années, moyenne annuelle.

e) En % du PIB annuel, en fin d'année. f) Variation annuelle du déficit public (APU) primaire structurel, en points de PIB.

Japon : une sortie de la déflation qui grève le pouvoir d'achat des ménages¹

En 2024, la croissance a été quasi nulle en moyenne annuelle, en raison d'un acquis négatif et d'un mauvais début d'année (lié à l'arrêt de la production dans plusieurs usines du groupe Toyota²). À partir du deuxième trimestre 2024, la demande intérieure puis le commerce extérieur ont soutenu la croissance. Malgré l'inflation élevée, la consommation des ménages s'est redressée, soutenue d'abord par l'augmentation des salaires nominaux (grâce aux négociations du printemps 2024, aux bonus d'hiver et à la hausse du salaire minimum) et ensuite par la baisse du taux d'épargne, ce dernier restant néanmoins supérieur à son niveau de 2019. L'investissement productif a crû de 1,4 % en 2024 en moyenne, bénéficiant de la hausse du taux de marge depuis mi-2022³ et de conditions de financement toujours accommodantes.

La croissance serait modérée en 2025 et 2026 (respectivement 1,1 % et 0,6 %⁴), dépassant la croissance potentielle, estimée à 0,5 % par le Cabinet Office et l'*output gap* deviendrait positif. Nous faisons l'hypothèse que la politique commerciale américaine amputerait la croissance de 0,2 point en 2026 : d'une part, via les importations directes japonaises d'aluminium et d'acier aux États-Unis ; d'autre part, en raison des mesures de rétorsion contre le Mexique, pays où de nombreuses usines japonaises de production d'automobiles se sont installées pour exporter plus facilement vers les États-Unis. Lors d'une rencontre en février 2025 avec le président américain, le premier ministre japonais avait convenu d'une coopération accrue d'un point de vue énergétique entre les deux pays et s'était engagé à se fournir davantage en GNL auprès des États-Unis pour aller vers un

1. Ce texte est rédigé par Sabine Le Bayon, *Département analyse et prévision*.

2. Plusieurs usines Daihatsu, filiale de Toyota, ont cessé leur production en raison d'irrégularités dans les tests de certification des moteurs diesel et de problèmes liés à des tests de sécurité en cas de collision. Cela a entraîné un recul des immatriculations de 8,9 % au premier trimestre 2024 par rapport au trimestre précédent.

3. L'augmentation des coûts salariaux unitaires a en effet été plus que compensée par la forte progression du déflateur de la valeur ajoutée.

4. La croissance serait plus forte en 2025 qu'en 2026, uniquement en raison de l'effet d'acquis.

rééquilibrage de la balance commerciale entre les deux pays au profit des États-Unis.

La question de l'inflation constitue toujours un casse-tête pour les autorités japonaises. Ardemment attendue à la suite d'une longue période de déflation ayant débuté en 1994, l'inflation totale est supérieure à 2 % depuis avril 2022 et atteignait 3,6 % en février 2025⁵. Le rythme assez élevé de cette dernière permet aux syndicats de demander des progressions de salaires nominales élevées, enclenchant une boucle prix-salaires bienvenue, mais l'inflation est telle que pour le moment le pouvoir d'achat des ménages et la consommation privée en pâtissent. Pour sortir durablement de la déflation, la Banque du Japon a maintenu ses taux directeurs à zéro de février 2016 à mars 2024 (et ne les a augmentés que trois fois depuis lors) et le gouvernement a opté pour des aides gouvernementales massives depuis 2022 face au faible niveau du yen qui renchérit fortement les prix des biens importés. Ces mesures temporaires ont été régulièrement prolongées pour limiter l'impact de la hausse des prix à la pompe et des factures de gaz et d'électricité sur le budget des ménages. Le gouvernement tente de sortir de cette situation et a réduit mi-janvier 2025 les mesures d'aide à la pompe introduites en janvier 2022, tout en remettant en place de février à avril 2025 des subventions pour les factures de gaz et d'électricité (introduites en février 2023). Un autre paramètre tient à l'inflation alimentaire qui reste élevée (7,6 % en février 2025) et dont le poids important dans l'inflation totale (22 %, contre 17 % dans la zone euro par exemple) pèse particulièrement sur le budget des ménages (encadré 18.1).

Malgré l'inflation toujours élevée à court terme, la consommation des ménages bénéficierait de créations d'emplois et de progressions salariales favorables. Les premières négociations salariales du printemps 2025 rendues publiques par Rengo, la plus importante confédération de syndicats, prévoient des augmentations de l'ordre de 5,4 %, dont 3,8 % pour le salaire de base (indépendamment des 1,6 % en moyenne de croissance liée à la hausse automatique à l'ancienneté des salariés). Les hausses de salaires seraient donc légèrement supérieures à celles de 2024 (5,1 %) et bien plus fortes que les années précédentes. Après avoir rebondi fin 2024 et début 2025 avec la fin temporaire des mesures de soutien à l'énergie et une inflation alimentaire plus

5. Au contraire, l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) reste proche de 2 % (1,5 % en février 2025), excluant des tensions inflationnistes structurelles.

structurelle, l'inflation baisserait, à 3,3 % en 2025 en moyenne, puis 2,3 % en 2026. Dans ce contexte, la Banque du Japon, qui a remonté les taux directeurs en janvier 2025 à 0,5 %, augmenterait à nouveau les taux mi-2025 puis en 2026, pour atteindre 1 %, et le yen s'apprécierait légèrement pour atteindre 145 dollars en 2026, en raison d'un moindre écart de taux directeurs avec les États-Unis. Le budget supplémentaire approuvé en décembre 2024 (mesures énergétiques, aides pour les ménages à bas revenus...) et la hausse des dépenses dans le domaine de la défense⁶ se poursuivraient en 2025, se traduisant par une politique budgétaire expansionniste en 2025. Nous faisons l'hypothèse que la politique budgétaire serait légèrement restrictive en 2026, avec la fin d'un certain nombre de mesures de soutien aux ménages.

Encadré 18.1. Une inflation alimentaire problématique

Après des années de déflation puis de faible inflation, celle-ci dépasse désormais 2 % depuis près de trois ans. En janvier 2025, à 4 %, elle était largement supérieure à celle observée dans les autres grandes zones (3 % aux États-Unis et au Royaume-Uni, 2,5 % dans la zone euro). Cette situation n'est pas due à l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation totale) qui est légèrement inférieure à 2 % comme on l'a vu précédemment, soit nettement inférieure à ce que l'on peut observer dans les autres grands pays (3,7 % au Royaume-Uni, 3,2 % aux États-Unis et 2,7 % dans la zone euro). Pour autant, la situation est relativement satisfaisante au Japon après des années où l'inflation sous-jacente ne progressait quasiment pas, à l'exception de la période de hausse de TVA en 2014 (graphique 18.2).

C'est désormais l'inflation alimentaire persistante qui pose des problèmes au Japon, en raison d'une part importante d'aliments importés et de l'impact de la faiblesse du yen sur les prix de ces produits. Du point de vue de l'inflation énergétique, la situation est globalement plus maîtrisée grâce à la baisse du prix du pétrole, même si le gouvernement intervient régulièrement pour limiter la hausse des prix pour les ménages. En février 2025, sur une inflation globale de 3,6 %, la contribution de l'inflation sous-jacente n'était que de 1 point de pourcentage, celle de l'énergie de 0,5 point (en léger reflux grâce aux mesures sur l'électricité) et celle de l'alimentation de 2,2 points.

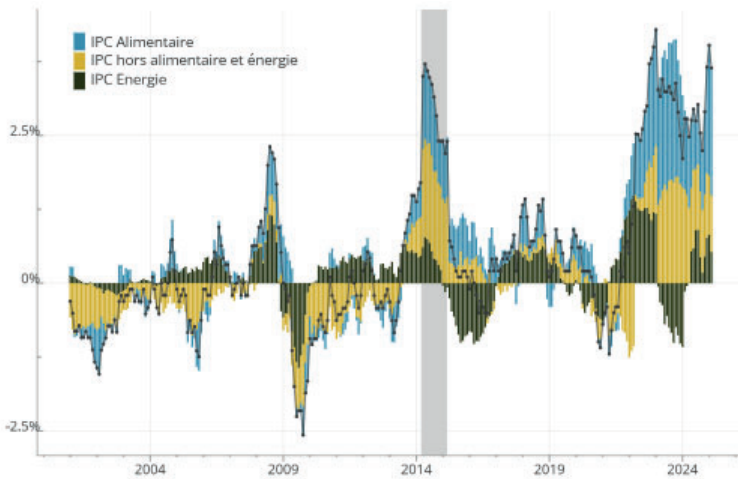
Alors que la Banque du Japon considérait auparavant que l'inflation alimentaire était temporaire et issue de l'inflation des matières premières

6. Le budget pour la défense est passé de 0,9 % du PIB durant l'année fiscale 2022 à 1,3 % pour l'année fiscale 2024. L'augmentation serait de 0,2 point de PIB pour l'année fiscale 2025. L'objectif est d'atteindre 2 % en 2027.

alimentaires, le gouverneur s'inquiète désormais de sa persistance et d'un potentiel effet sur les anticipations d'inflation des agents privés^(a). À cet égard, la hausse particulièrement élevée du prix du riz (+81 % en février 2025) est emblématique, et sa contribution à l'inflation a atteint 0,5 point sur ce mois malgré son faible poids dans l'indice des prix (0,6 %). Les conditions climatiques ont été défavorables en 2024 et le gouvernement a décidé de vendre une partie de ses réserves de riz pour limiter la hausse des prix. Cette offre devrait être disponible à partir d'avril 2025, mais le prix du riz progresserait toujours fortement jusqu'à la récolte de l'été 2025 qui aura lieu en septembre prochain.

Dans ses dernières prévisions de janvier, la Banque du Japon prévoit ainsi une croissance des prix à la consommation hors produits alimentaires frais de 2,4 % durant l'année fiscale 2025 et égale à son objectif de 2 % durant l'année fiscale 2026.

Graphique 18.1. Contribution des composantes alimentaire et énergétique à l'inflation



Banque du Japon, prévision OFCE avril 2025.

Note : La période grisée correspond à une augmentation de la TVA.

(a) Bank of Japan, 2025, *Outlook for Economic Activity and Prices*, janvier.

Japon : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

En %	2024		2025				2024	2025	2026
	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB^a	0,4	0,6	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	1,1	1,6
PIB par habitant^a	0,5	0,7	0,2	0,3	0,3	0,3	0,8	1,6	1,1
Consommation des ménages^a	0,7	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,0	0,9	0,6
Consommation publique^a	0,1	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	0,7	0,2
FBCF totale^{a,b} dont :	-0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	1,1	0,8
<i>productive privée^a</i>	0,0	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,7	1,2	0,8
<i>logement^a</i>	0,5	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-2,4	0,2	-0,4
<i>APU^{a,b}</i>	-1,2	-0,7	0,2	0,2	0,2	0,2	-1,2	0,7	0,8
Exportations de biens et services^a	1,5	1,0	1,5	0,1	0,5	0,5	1,0	3,9	1,9
Importations de biens et services^a	2,0	-2,1	1,5	0,2	0,6	0,5	1,3	2,2	2,0
<i>Contribution à la croissance de PIB</i>									
Demande intérieure hors stocks^a	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3	0,9	0,6
Variations de stocks^a	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0
Commerce extérieur^a	-0,1	0,6	0,0	-0,0	-0,0	0,0	-0,0	0,4	0,0
Prix à la consommation (IPCH), t/t-4^c	2,8	2,9	3,5	3,3	3,1	3,1	2,7	3,3	2,3
Taux de chômage^d	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Solde public, en % de PIB^e							5,0	5,0	4,6
Dettes publiques, en % du PIB^e							247	242	240

Official Statistics of Japan, Cabinet Office, FM, prévision OFCE avril 2025.

a) En volume, aux prix chaînés. b) FBCF : Formation brute de capital fixe ; APU : Administrations publiques.

c) Évolution de l'indice des prix de consommation harmonisés (IPCH, sauf USA et France IPC). Pour les trimestres, glissement annuel (t/t-4) des prix. Pour les années, croissance moyenne annuelle des prix. d) Au sens du BIT, en % de la population active. Pour les trimestres moyenne trimestrielle, pour les années, moyenne annuelle.

e) En % du PIB annuel, en fin d'année. f) Variation annuelle du déficit public (APU) primaire structurel, en points de PIB.

Chine : impossible n'est pas chinois¹

En 2024, la croissance chinoise a officiellement atteint l'objectif de 5 % fixé par le gouvernement, objectif qui semblait pourtant ambitieux il y a six mois, lorsque nous avions prévu une croissance de 4,7 %² (tableau 19.1). La croissance trimestrielle du PIB avait baissé de 1,5 % au premier trimestre à 0,6 % au deuxième et les indicateurs conjoncturels suggéraient un ralentissement de la demande intérieure. Les ventes de détail étaient en hausse de 2,7 % seulement sur un an en valeur en août 2024, contre 4,6 % un an plus tôt, l'inflation demeurant proche de 0 ; les investissements (hors secteur immobilier) avaient augmenté de 3,4 % en valeur sur les huit premiers mois de 2024 par rapport aux huit premiers mois de 2023, à peine plus que sur la même période un an plus tôt ; la baisse des investissements des promoteurs immobiliers se poursuivait à un rythme annuel de l'ordre de 10 % (en valeur). Cela avait conduit le gouvernement et la Banque centrale à annoncer à l'automne 2024 des mesures de soutien à l'activité, qui était alors principalement tirée par les exportations, tandis que les importations ralentissaient. Selon les comptes nationaux, la croissance du PIB a accéléré à 1,5 % dès le troisième trimestre et a été de 1,6 % au quatrième. Au total, la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB a été de 1,5 point en 2024, après avoir été négative de 0,6 point en 2023, tandis que la contribution de la consommation ralentissait de 4,6 à 2,2 et celle de l'investissement restait pratiquement stable, de 1,4 à 1,3.

Selon les données du *World Trade Monitor* du CPB, les seules exportations chinoises de marchandises ont augmenté de 16 % en volume sur un an en décembre 2024 (13 % un an plus tôt), tandis que les importations affichaient une hausse inférieure à 2 % (6 % un an plus tôt). Les exportateurs chinois de marchandises, grâce à une demande porteuse (en particulier de véhicules électriques) et à une compétitivité-prix favorable, ont gagné 13 points de parts de marché en 2024. Ce fort dynamisme des exportations, qui était aussi en partie tiré à la fin de 2024 par la hausse des importations des États-Unis,

1. Ce texte est rédigé par Catherine Mathieu, *Département analyse et prévision*.

2. Voir : « Chine : Éviter les zones de turbulence, in Perspectives de l'économie mondiale 2024-2025 », *Revue de l'OFCE*, n° 187, 2024.

par anticipation de hausse des droits de douane en 2025, risque cependant d'être freiné par la mise en place effective de ces hausses (encadré 19.1).

Encadré 19.1. L'impact de la hausse des droits de douane sur l'économie chinoise

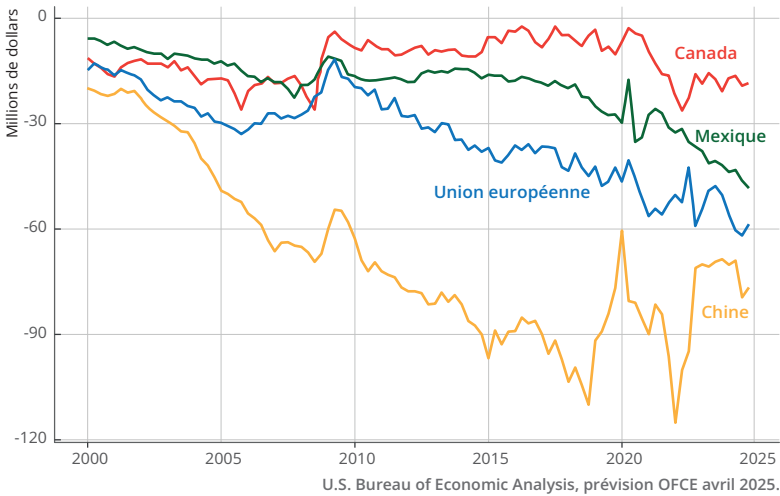
Donald Trump, peu de temps après son arrivée à la Maison-Blanche, a augmenté les droits de douane de 10 points sur l'ensemble des importations de marchandises chinoises aux États-Unis, à partir du 4 février 2025, puis de 10 points supplémentaires à partir du 4 mars. Selon les données du Bureau of Economic Analysis (BEA), les importations chinoises aux États-Unis ont atteint 439 milliards de dollars en 2024. La Chine arrive en deuxième position des pays exportateurs aux États-Unis, derrière le Mexique (516 milliards) et devant le Canada (420 milliards), l'UE dans son ensemble comptant pour 609 milliards de dollars (dont 161 pour l'Allemagne). La Chine représente toujours le premier déficit bilatéral des États-Unis (295 milliards en 2024), même si celui-ci a arrêté de se creuser depuis deux ans, contrairement aux déficits bilatéraux américains vis-à-vis du Mexique ou de l'UE (graphique 19.1).

Les exportations de marchandises chinoises vers les États-Unis représentent environ 2,4 % du PIB chinois. Si l'on suppose que les exportateurs chinois ne répercuteront que la moitié de la hausse de 20 points des droits de douane sur leurs prix aux États-Unis et si l'on retient une élasticité des prix à l'exportation de l'ordre de 2, la hausse des droits de douane aurait un impact direct de -0,4 % sur le PIB chinois. Par ailleurs, le gouvernement chinois a annoncé en représailles des hausses de 10 à 15 points des droits de douane sur les importations chinoises agricoles en provenance des États-Unis à partir de mars, mais ces mesures ne portent au total que sur 33 milliards de dollars. Précisons qu'un impact de -0,4 % du PIB est une borne supérieure, par rapport à ce que suggèrent les études récentes, publiées sur la base de différents modèles et scénarios.

Selon le modèle d'équilibre général de la Tax Foundation (York et Durante, 2025), les hausses de droits de douane effectives (dont 20 points sur les importations en provenance de Chine, mais aussi les hausses annoncées pour les importations des autres pays) n'auraient un impact que de -0,1 point sur le PIB chinois. L'OCDE (mars 2025), estime qu'une hausse de 10 points des droits de douane sur les importations, hors matières premières, des États-Unis, qui serait suivie en représailles d'une hausse similaire des droits de douane sur les importations américaines dans tous les pays, aurait un impact de -0,3 point à trois ans sur le PIB mondial, et de -0,1 point de PIB sur le PIB chinois. Bouët *et al.* (2024), dans un scénario où les droits de douane américains seraient augmentés de 10 points vis-à-vis de

tous les pays (hors Canada et Mexique), estiment que l'impact serait de -0,1 point de PIB pour la Chine et atteindrait -1,1 point de PIB si seuls les droits de douane des exportations chinoises vers les États-Unis étaient augmentés de 60 points, comme cela était envisagé par le candidat Trump. On peut craindre que ces études surestiment la faculté des différents pays frappés par les hausses de droits de douane à réallouer leurs exportations. Mais, au total, on peut s'attendre à un effet négatif de la hausse des droits de douane, qui ne serait pas de nature à remettre fortement en cause la dynamique de croissance de la Chine.

Graphique 19.1. Principaux déficits bilatéraux de marchandises des États-Unis



Dans un environnement international de plus en plus incertain et face au risque d'un ralentissement des exportations à court terme du fait de la montée des tensions commerciales, le gouvernement chinois a néanmoins fixé à nouveau un objectif de croissance de 5 % pour 2025, lors de l'ouverture début mars du congrès annuel des « deux sessions »³. Il a annoncé souhaiter fortement stimuler la consommation et la demande intérieure. Ce plan, non détaillé à ce jour, comprendrait notamment une revalorisation du salaire minimum, une hausse des dépenses d'éducation et la mise en place de subventions pour la garde d'enfants.

3. Réunion annuelle rassemblant les représentants du Parlement et d'une Assemblée consultative.

Alors que la production industrielle a légèrement ralenti à 5,9 % sur un an en février (contre 6,2 % en décembre, 7 % en février 2024), le gouvernement souhaite faire accélérer la consommation des ménages. Les ventes de détail étaient en hausse de 4 % sur un an en valeur en février 2025 (contre 3,5 % un an plus tôt), alors que l'indice des prix à la consommation affichait un recul de 0,7 % sur un an en février. La baisse des prix est surtout prononcée pour les produits alimentaires (-3,3 % sur un an), mais les prix des autres produits sont en légère baisse (-0,1 %). Le taux de chômage urbain aurait légèrement augmenté en début d'année, de 0,2 point entre janvier et février, ce qui est habituel en début d'année (lors des congés du Nouvel an), pour atteindre 5,4 %, soit un niveau similaire au taux de chômage du début 2019. Enfin, en 2024, les ménages ont maintenu leur taux d'épargne inchangé par rapport à 2023 à 31,7 %, soit au-dessus du niveau d'avant-crise (30 %).

Le gouvernement remet donc à l'ordre du jour l'objectif de rééquilibrage de la croissance chinoise en faveur de la demande intérieure, qu'il avait mis en retrait depuis le début de la crise immobilière, tout en poursuivant la stratégie de montée en gamme de la Chine dans des secteurs de haute technologie, dont l'intelligence artificielle. Par ailleurs, il met en place des mesures pour accroître le tourisme étranger (suppression des visas de tourisme de moins de 30 jours pour les voyageurs de 38 pays d'Asie et d'Europe, dont la France) et développer le tourisme de neige.

Selon le FMI (*Fiscal Monitor*, octobre 2024), la politique budgétaire aurait eu une impulsion de 0,6 point de PIB en 2024 et resterait légèrement expansionniste cette année et l'an prochain (de 0,2 point par an). Sous les hypothèses de croissance du FMI (4,8 % en 2024, 4,5 % en 2025 et 4,1 % en 2026), le déficit public, qui avait atteint 7,4 % du PIB en 2024, se creuserait légèrement à 7,6 % du PIB en 2025 et 7,7 % du PIB en 2026 ; la dette publique rapportée au PIB augmenterait de 8 points entre 2024 et 2026, où elle atteindrait 97 % du PIB. Sous nos hypothèses de croissance, le déficit se creuserait un peu moins que prévu par le FMI du fait de la plus forte croissance, mais cela serait effacé par un soutien budgétaire plus important. À ce jour, le gouvernement n'a pas communiqué de chiffres sur l'ampleur de ce soutien budgétaire, qui sera vraisemblablement adapté en fonction de l'évolution des exportations. Nous supposons que le gouvernement évitera cependant de trop creuser le déficit public, alors que la dette publique a augmenté de 40 points de PIB depuis le début de la crise Covid.

La question de l'assainissement du secteur immobilier est reléguée à l'arrière-plan, mais l'ajustement n'est pas achevé.

Ainsi, la croissance serait de 4,8 % cette année, proche de l'objectif du gouvernement, et de 4,5 % l'an prochain (tableau 19.1). La contribution du commerce extérieur à la croissance s'atténuerait, mais resterait positive ; la contribution de la consommation et de l'investissement se renforceraient, passant respectivement de 2 à 2,4 points de PIB, et de 1,5 à 1,7 points. L'inflation resterait faible en Chine dans ce scénario où la demande ne serait qu'en léger ralentissement, en l'absence d'une escalade de la guerre commerciale avec les États-Unis.

Tableau 19.1. Chine : résumé des prévisions

En %

	2022	2023	2024	2025	2026
PIB	3,1	5,4	5,0	4,8	4,5
Consommation	2,7	8,5	4,0	3,6	4,3
Investissement	2,8	3,3	3,1	3,8	4,3
Exportations	3,1	2,3	10,0	7,8	4,6
Importations	1,0	6,4	2,7	2,0	3,4
<i>Contributions</i>					
Consommation	1,5	4,6	2,2	2,0	2,4
Investissement	1,1	1,4	1,3	1,5	1,7
Exportations nettes	0,4	-0,6	1,5	1,2	0,4
Exportations	0,6	0,5	1,9	1,6	1,0
Importations	0,2	1,0	0,4	0,3	0,5

National Bureau of Statistics of China, Prévision OFCE avril 2025.

Note : Estimations OFCE pour les exportations et les importations.



Asie (hors Chine) et Amérique latine : une certaine résilience en perspective¹

Après la forte accélération de l'activité en 2023 soutenue par les pays d'Asie, un ralentissement s'est opéré l'année dernière dans l'ensemble des zones émergentes. La croissance est passée en moyenne de 4,6 à 4,2 %. Elle s'est infléchie en Asie à 5 %, Chine comprise, et a continué de baisser en Amérique latine à 2 %. Les perspectives pour 2025 et 2026 restent moroses, assujetties en partie au ralentissement du commerce international. En Asie, la croissance passerait sous le seuil des 5 %. Au-delà du fléchissement attendu en Chine (à 4,5 % en 2026) et des tensions politiques internes, les dragons d'Asie pourraient être particulièrement affectés par ce nouvel ordre commercial international (Hong Kong, Corée du Sud, Singapour, Taïwan). L'Amérique latine, moins exposée à l'exception du Mexique, resterait sur un rythme de croissance autour de 2 % en moyenne. Ce rythme permettrait de maintenir le PIB régional au-dessus de sa tendance de long terme pré-Covid, à l'inverse de l'Asie qui malgré une croissance plus dynamique qu'en Amérique latine resterait toujours en deçà de son rythme pré-Covid. Davantage fragilisée que l'Asie sur le marché des changes, l'Amérique latine subit en revanche l'impact des dépréciations sur les prix. L'inflation est repartie dans plusieurs pays, entraînant un nouveau durcissement des politiques monétaires. En Asie, l'inflation reste globalement contenue autour de 2 % mais la vigilance des autorités demeure.

Amérique latine : le Mexique en tête de liste

Alors que la conjoncture était plutôt favorable dans les autres pays de la région en 2024, la croissance s'est retournée au Mexique au début de l'année dernière et au Brésil quelque six mois après. Les perspectives pour 2025 se ternissent, sauf en Argentine où la reprise est déjà amorcée. Toutefois, à l'exception du Mexique très dépendant des États-Unis, la région devrait se montrer plutôt résiliente face au

1. Ce texte est rédigé par Amel Falah, Sabine Le Bayon, Christine Riffart, *Département analyse et prévision*.

nouveau contexte commercial imposé par les États-Unis. Relativement fermée, peu intégrée aux chaînes de valeur internationales et davantage orientée vers la Chine que vers les États-Unis², la croissance devrait être légèrement supérieure à 2 % en 2025 et 2026 (tableau 20.1).

Premier partenaire commercial des États-Unis devant la Chine, le **Mexique** est le pays le plus exposé aux mesures protectionnistes des États-Unis : 85 % de ses exportations sont à destination des États-Unis, soit 30 % de son PIB. Marquée déjà en 2024 par une politique monétaire très restrictive et d'importantes réformes constitutionnelles pesant sur l'activité, la croissance attendue en 2025 devrait être la plus basse de la région, à 0,4 %. L'impact commercial du relèvement à 25 % des droits de douane, mais aussi la chute des transferts (*remesas*), et donc du soutien à la consommation des ménages, s'ajoutent à la consolidation budgétaire prévue cette année (objectif de déficit à 3,5 % du PIB, après 5,1 % réalisé en 2024). Au **Brésil**, la surchauffe économique des années passées s'est traduite par le dérapage de l'inflation (5,1 % en février, très au-dessus de la cible des 3 % +/- 1,5 point) et surtout des anticipations inflationnistes plus élevées, du fait de la perte de crédibilité envers les engagements de contrôle budgétaire pris par le gouvernement en 2023. Le déficit public a atteint 8,4 % du PIB en 2024 et la dette a crû de 7 points en deux ans à 79 % du PIB. Pour limiter l'inflation importée via le taux de change, le taux d'intérêt directeur a augmenté depuis août 2024, pour atteindre 14,25 % en mars 2025. Or cette politique monétaire extrêmement restrictive alourdit la charge de la dette et creuse le déficit. L'année 2025 devrait souffrir à la fois de la consolidation budgétaire et des conditions de crédits très dégradées. Après la cure d'austérité ultra-orthodoxe imposée en **Argentine** par Javier Miléi fin 2023 et 2024 qui avait conduit à une chute du PIB de 5,3 % en trois trimestres, la croissance est repartie mi-2024. L'inflation continue de baisser à 66,9 % (276 % un an plus tôt) et le solde public est revenu à l'équilibre (après -4,4 % du PIB en 2023). L'année 2025 devrait confirmer cette amélioration mais les réserves de change étant insuffisantes pour lever le contrôle des changes et garantir les échéances à venir, un nouvel accord avec le FMI est en cours. Plus de la moitié de la population continue de vivre sous le seuil de pauvreté.

2. Voir graphique 2 dans « Pays émergents d'Asie (hors Chine) et d'Amérique latine : des dynamiques croisées », prévision d'octobre 2024, *Revue de l'OFCE*, n° 187.

Tableau 20.1. Amérique latine : résumé des prévisions de croissance

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2024	2025	2026
Brésil	37,4	2,9	1,7	1,4
Mexique	30,9	1,2	0,4	1,1
Argentine	12,4	-1,7	5,0	3,6
Colombie	8,8	1,7	2,5	2,9
Chili	5,6	2,4	1,9	2,1
Pérou	5,1	3,3	2,7	2,7
Total	100,0	2,0	2,1	2,1

Comptes nationaux, prévision OFCE avril 2025.

Asie : sous la menace du risque commercial

En 2024, la croissance asiatique a été essentiellement soutenue par l'Inde, l'Indonésie, la Malaisie, le Viêt Nam et les Philippines (tableau 20.2). À l'exception de l'Inde où l'inflation est supérieure à 3 %, l'inflation est contenue et les banques centrales ont progressivement assoupli leur politique monétaire depuis l'été 2024. En revanche, faisant suite aux menaces contre la Chine, les annonces de droits de douane américains le 2 avril 2025 à l'encontre non seulement de la Chine mais aussi de nombreux pays asiatiques (25 % pour la Corée du Sud, 46 % pour le Viêt Nam, 49 % pour le Cambodge, 36 % pour la Thaïlande et 54 % pour la Chine) amplifient les risques d'une croissance plus faible en 2025 et 2026 de 4,8 % et 4,7 % respectivement. La hausse des coûts, la perturbation des chaînes d'approvisionnement et du commerce intra-régional qui pourraient en découler font peser des risques sur l'ensemble de la zone. Les pays comme le Viêt Nam, la Corée du Sud et Taiwan, qui ont des excédents commerciaux importants avec les États-Unis, sont particulièrement vulnérables.

La croissance de la **Corée du Sud** a ralenti depuis le deuxième trimestre 2024, en lien avec une demande interne moins bien orientée. Dans ce contexte, l'incertitude politique liée à la tentative de coup d'État du président début décembre 2024 a fortement pesé sur les derniers indicateurs disponibles, avec une baisse de l'indice de la production industrielle et des ventes de détail début 2025. La croissance ayant été globalement tirée par les exportations en 2024 et la Chine et les États-Unis représentant les principales destinations à l'exportation (comme à l'importation), les annonces américaines sur les droits de douane font peser des risques à la baisse sur nos prévisions de

croissance. Celle-ci atteindrait 1,6 % en 2025 puis 1,8 % en 2026. La croissance de l'**Inde**, deuxième poids lourd de la zone asiatique après la Chine, a nettement ralenti en 2024, à 6,3 %, après une croissance impressionnante de 8,2 % en 2023. Ce ralentissement est en partie lié aux élections de juin 2024, qui ont entraîné une attitude attentiste des entreprises et des investisseurs. La croissance de la production industrielle a fortement ralenti. Une vague de chaleur intense a également endommagé les cultures et réduit les rendements agricoles. La baisse récente de l'inflation, à 4,3 % en janvier 2025, puis 3,6 % en février et le changement de gouverneur de la RBI (Reserve Bank of India) en décembre 2024, ont ouvert la voie à une première baisse des taux directeurs en février 2025. Ce dernier est passé de 6,5 % à 6,25 %. Par ailleurs, la RBI a mis fin à la politique de soutien du taux de change de la roupie vis-à-vis du dollar. Comme la plupart des monnaies, la roupie s'est dépréciée. Cela devrait limiter l'effet des droits de douane sur la compétitivité des exportations, mais risque d'augmenter l'inflation importée, notamment énergétique. La consommation des ménages bénéficiera en tout cas de la suppression de l'impôt sur les revenus pour les ménages à bas revenus. La croissance resterait de l'ordre de 6,5 % en 2025 et 2026. L'économie **indonésienne** a connu une croissance de 5,0 % en 2024, similaire à celle de 2023, soutenue par le secteur manufacturier. La hausse de la consommation des ménages de 4,9 % et des investissements de 4,6 % ont compensé la diminution des exportations nettes. Depuis son pic en avril 2024, la banque centrale a abaissé deux fois son taux directeur. L'inflation observée respectant la cible fixée par la banque centrale (entre 1,5 et 3,5 %), cette dernière aurait pu réduire davantage les taux pour soutenir l'activité, mais elle souhaite éviter de trop fortes turbulences sur la roupie, en baisse depuis plusieurs mois (-8 % entre octobre 2024 et février 2025). Partant d'un déficit de 2,3 % du PIB en 2024, le gouvernement a des marges de manœuvre pour mettre en place un ambitieux plan de hausse des dépenses publiques (défense, repas gratuits pour les élèves...). Bénéficiant du soutien de la politique budgétaire et d'une baisse supplémentaire du taux directeur, la croissance resterait stable en 2025 et 2026.

Tableau 20.2. Asie : résumé des prévisions de croissance

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2024	2025	2026
Corée du Sud	6,8	2,0	1,6	1,8
Asie en développement rapide	20,3	4,3	4,0	3,9
Taïwan	3,9	4,6	2,9	2,6
Hong Kong	1,5	2,5	2,2	2,1
Singapour	0,9	4,4	2,6	2,2
Thaïlande	3,6	2,5	2,8	2,7
Indonésie	6,0	5,0	5,0	5,0
Malaisie	1,7	5,1	4,6	4,6
Philippines	2,6	5,6	6,0	6,0
Chine	48,5	5,0	4,8	4,5
Inde	24,4	6,3	6,5	6,6
Asie hors Chine	51,5	5,0	4,9	4,9
Total	100,0	5,0	4,8	4,7

CEIC, prévision OFCE avril 2025.

