

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2025-2026

France

l'incertaine croissance

International

Climats hostiles

Études spéciales

***Construction d'un taux synthétique
de politique monétaire pour la zone euro***

Tarifs douaniers américains :

Donald Trump a-t-il vraiment fait marche arrière ?

OFCE

L'Observatoire français des conjonctures économiques est un organisme indépendant de prévision, de recherche et d'évaluation des politiques publiques. Créé par une convention passée entre l'État et la Fondation nationale des sciences politiques approuvée par le décret n° 81.175 du 11 février 1981, l'OFCE regroupe plus de 40 chercheurs (es) français et étrangers. « Mettre au service du débat public en économie les fruits de la rigueur scientifique et de l'indépendance universitaire », telle est la mission que l'OFCE remplit en conduisant des travaux théoriques et empiriques, en participant aux réseaux scientifiques internationaux, en assurant une présence régulière dans les médias et en coopérant étroitement avec les pouvoirs publics français et européens. Philippe Weil a présidé l'OFCE de 2011 à 2013, à la suite de Jean-Paul Fitoussi, qui a succédé en 1989 au fondateur de l'OFCE, Jean-Marcel Jeanneney. Depuis 2014, Xavier Ragot préside l'OFCE. Il est assisté d'un conseil scientifique qui délibère sur l'orientation de ses travaux et l'utilisation des moyens.

Président

Xavier Ragot.

Direction

Jérôme Creel, Anne Epaulard, Estelle Frisquet, Sarah Guillou, Éric Heyer, Xavier Timbeau.

Comité de rédaction

Guillaume Allègre, Luc Arrondel, Cécile Bastidon, Frédérique Bec, Christophe Blot, Carole Bonnet, Virginie Coudert, Brigitte Dormont, Sarah Guillou, Meriem Hamdi-Cherif, Éloi Laurent, Anne Lavigne, Florence Legros, Mauro Napoletano, Maxime Parodi, Mathieu Plane, Corinne Prost, Muriel Pucci, Romain Rancière, Raul Sampognaro, Michaël Sicsic et Grégory Verdugo.

Publication

Xavier Ragot, *directeur de la publication*

Vincent Touzé, *rédacteur en chef*

Najette Moummi, *responsable de production*

Contact

OFCE, 10, place de Catalogne 75014 Paris

Tel. : +33(0)1 44 18 54 19

web : www.ofce.sciences-po.fr

Sommaire

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2025-2026

Sous la direction d'Éric Heyer et de Xavier Timbeau

PRÉVISION

France : l'incertaine croissance	5
<i>Perspectives 2024-2025 pour l'économie française</i>	
Département analyse et prévision	
International : climats hostiles	51
<i>Perspectives 2024-2025 pour l'économie mondiale</i>	
Département analyse et prévision	
Analyses pays	91

ÉTUDES SPÉCIALES

Construction d'un taux synthétique de politique monétaire pour la zone euro	149
Christophe Blot, Jérôme Creel	
Tarifs douaniers américains : Donald Trump a-t-il vraiment fait marche arrière ?	173
Antoine Bouët, Houssein Guimbard, Cristina Mitaritonna, Balthazar de Vaulchier, Yu Zheng	
<i>Index des graphiques, tableaux et encadrés</i>	207
<i>Liste des abréviations de pays</i>	211

Les propos des auteurs et les opinions qu'ils expriment n'engagent qu'eux-mêmes et non les institutions auxquelles ils appartiennent.

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2025-2026

Éric Heyer et Xavier Timbeau

Sciences Po, OFCE

Ce numéro de la *Revue de l'OFCE* consacré aux prévisions économiques pour les années 2025 et 2026 est composé de plusieurs articles qui peuvent être lus indépendamment.

Le premier article détaille l'analyse conjoncturelle de l'économie française. Il s'intitule « **L'incertaine croissance** ».

Alors que le contexte national et international a largement évolué au cours des derniers mois, la croissance française devrait atteindre 0,5 % cette année puis 1,1 % en 2026. La révision à la baisse de la croissance (de -0,3 % par rapport à notre prévision de l'automne 2024) s'explique principalement par une hausse de l'incertitude à la fois sur le plan national à la suite de la motion de censure adoptée par l'Assemblée nationale mais aussi sur le plan international, depuis le retour de D. Trump à la Maison Blanche, avec l'accroissement des tensions géopolitiques et le déclenchement d'une guerre commerciale. Ainsi malgré une consolidation budgétaire deux fois plus modérée que celle prévue dans le projet de loi de finances 2025 (passant de -0,8 point à -0,4 point de PIB d'impact sur l'activité), la croissance ne serait pas pour autant plus dynamique en raison de cette forte remontée de l'incertitude. Cela se traduit par un niveau d'épargne particulièrement élevé et d'un investissement qui reste en berne malgré la baisse des taux directeurs de la BCE. À noter par ailleurs que l'impact positif de la politique monétaire est également plus modéré que prévu précédemment en raison d'un découplage entre les taux à court terme et ceux à long terme, limitant la baisse du coût du capital pour les entreprises ainsi que la transmission à taux de crédits plus bas pour les ménages. La faible

croissance, la réduction des politiques de l'emploi et le haut niveau des faillites auraient pour conséquence la perte de 190 000 emplois sur la période 2025-2026. Avec la hausse attendue de la population active liée à la montée en charge de la réforme des retraites, le taux de chômage passerait de 7,3 % fin 2024 à 7,9 % à la fin de cette année, pour atteindre 8,5 % au dernier trimestre 2026. Malgré des efforts conséquents de consolidation budgétaire cette année et l'année prochaine (-1,6 point de PIB sur 2025-2026), le déficit public passerait seulement de 5,8 % du PIB à 5,5 % en 2025 et 5,3 % en 2026, en raison de la hausse des charges d'intérêts (+0,5 point de PIB en deux ans) et du creusement du déficit conjoncturel lié à la faiblesse de l'activité. La dette publique passerait de 113 % du PIB en 2024 à 114,9 % en 2025 et 116,7 % en 2026.

Le deuxième article, intitulé « **Climats hostile** » présente le scénario de prévision pour l'économie mondiale et la zone euro.

La croissance mondiale en 2024 fut de nouveau marquée par le dynamisme de l'économie américaine. Inversement, malgré le recul des prix de l'énergie, la croissance est restée atone dans la zone euro, en particulier en Allemagne, même si d'autres pays comme l'Espagne ont maintenu une dynamique plus favorable. L'inflation a poursuivi sa baisse ce qui a conduit les banques centrales à mettre un terme au resserrement monétaire puis à baisser légèrement leurs taux directeurs. La perspective des hausses des droits de douane devrait freiner la désinflation et même accroître l'inflation aux États-Unis. Il en résulterait un ralentissement du commerce mondial tandis que les ménages verront leur pouvoir d'achat amputé par cette taxe supplémentaire sur les importations. La croissance mondiale sera donc freinée, d'autant plus que les pays sont dépendants du marché américain pour leurs exportations. Dans ces conditions, les banques centrales devront de nouveau arbitrer entre leur objectif de stabilité des prix et la croissance. À court terme, la multiplication des annonces de hausses de droits de douane accroît fortement l'incertitude. La croissance mondiale sera plus faible en 2025 et 2026 mais résisterait grâce au soutien de la politique monétaire. Par ailleurs, le soutien budgétaire sera moindre qu'anticipé aux États-Unis du fait des coupes annoncées sur les dépenses publiques. En Europe, la poursuite de la guerre en Ukraine et des tensions avec la Russie conduiront à des hausses des dépenses militaires. L'orientation de la politique budgétaire sera moins restrictive et même expansionniste en Allemagne qui s'engage dans un plan de relance.

Un **tour du monde de la situation conjoncturelle**, organisé en fiches pays, complète cette synthèse de l'économie mondiale.

Deux études spéciales complètent et enrichissent l'analyse conjoncturelle.

Dans la première étude, intitulée « **Construction d'un taux synthétique de politique monétaire pour la zone euro** », Christophe Blot et Jérôme Creel présente un taux synthétique pour la zone euro permettant de rassembler dans une seule métrique les décisions conventionnelles et moins conventionnelles de politique monétaire. Ce type d'indicateur a été initialement proposé pour mesurer l'orientation de la politique monétaire lorsque les taux d'intérêt directeurs étaient contraints par la limite de taux zéro (ZLB). La normalisation de la politique monétaire ne fait pas disparaître l'intérêt pour ce type d'indicateurs. En effet, les politiques de taux s'accompagnent aujourd'hui d'une réduction de la taille du bilan des banques centrales. Ainsi, le resserrement quantitatif (QT) succède à l'assouplissement quantitatif (QE), ce qui pourrait se traduire par un taux synthétique plus élevé que le taux directeur. Dans cet article, les auteurs s'appuient sur la méthode proposée par des économistes de la Réserve fédérale de San Francisco et construisent plusieurs indicateurs à partir d'un modèle à facteurs résument l'information contenue dans la courbe des taux, les taux de marché privés, les écarts de taux entre pays de la zone euro et les taux bancaires, ce qui permet de tenir compte des spécificités européennes de la transmission de la politique monétaire. Les indicateurs reflètent le resserrement monétaire amorcé en 2022 par la BCE mais n'indiquent pas un resserrement qui irait au-delà de l'augmentation des taux directeurs, au contraire des États-Unis. Ils construisent également un indicateur en fréquence hebdomadaire pour lequel nous réestimons le lien entre les facteurs et le taux au jour le jour sur une période plus récente. Ils montrent que l'assouplissement de la politique monétaire mis en œuvre par la BCE depuis septembre 2024 est légèrement atténué par la réduction de la taille du bilan.

La seconde étude spéciale s'intitule « **Tarifs douaniers américains : Donald Trump a-t-il vraiment fait marche arrière ?** ». Dans cet article les auteurs, Antoine Bouët, Houssein Guimbard, Cristina Mitaritonna, Balthazar de Vaulchier et Yu Zheng, estiment les variations des niveaux de droits de douane dues aux décisions tarifaires récentes des États-Unis, du Canada et de la Chine, ainsi que leurs conséquences

économiques et commerciales sur l'économie mondiale. L'estimation est basée sur une base de données détaillée des droits de douane dans le monde (MAcMap-HS6) et un modèle d'équilibre général calculable dynamique multisectoriel et multinational, le modèle MIRAGE. Les droits de douane annoncés par Donald Trump depuis son investiture ont augmenté significativement la protection moyenne des États-Unis vis-à-vis du reste du monde : de 5 % avant le 20 janvier 2025 à 23,7 % le 2 avril 2025. Après cette date a eu lieu une « pause » dans le protectionnisme américain, mais une « pause » relative puisque le droit de douane moyen des États-Unis a diminué à 16,1 %, soit un niveau bien plus élevé qu'en début d'année. Les dommages que cette politique protectionniste américaine inflige à l'économie mondiale sont significatifs. Ce sont les États-Unis, la Chine et le Mexique qui en paient le prix le plus élevé en termes de PIB. Le coût pour l'Union européenne est modéré, faible pour la France, significatif pour l'Allemagne dans le cas de l'application des « tarifs réciproques ». Les États-Unis se réindustrialisent partiellement et la Chine prend le chemin inverse. Certains secteurs dans l'Union européenne sont significativement affectés comme le secteur de l'automobile et des pièces détachées en Allemagne ou le secteur de l'équipement de transport en France. ■

France : l'incertaine croissance

Perspectives 2025-2026 pour l'économie française

Département analyse
et prévision
Sous la direction d'Éric Heyer
et de Xavier Timbeau

Alors que le contexte national et international a largement évolué au cours des derniers mois, la croissance française devrait atteindre 0,5 % cette année puis 1,1 % en 2026. La révision à la baisse de la croissance (de -0,3 % par rapport à notre prévision de l'automne 2024) s'explique principalement par une hausse de l'incertitude à la fois sur le plan national, suite à la motion de censure adoptée par l'Assemblée nationale mais aussi sur le plan international, depuis le retour de Donald Trump à la Maison-Blanche, avec l'accroissement des tensions géopolitiques et le déclenchement d'une guerre commerciale.

Ainsi malgré une consolidation budgétaire deux fois plus modérée que celle prévue dans le projet de loi de finances 2025 (passant de -0,8 point à -0,4 point de PIB d'impact sur l'activité), la croissance ne serait pas pour autant plus dynamique en raison de cette forte remontée de l'incertitude. Cela se traduit par un niveau d'épargne particulièrement élevé et par un investissement qui reste en berne malgré la baisse des taux directeurs de la BCE. À noter par ailleurs que l'impact positif de la politique monétaire est également plus modéré que prévu précédemment en raison d'un découplage entre les taux à court terme et ceux à long terme, limitant la baisse du coût du capital pour les entreprises ainsi que la transmission à taux de crédits plus bas pour les ménages.

La faible croissance, la réduction des politiques de l'emploi et le haut niveau des faillites auraient pour conséquence la perte de 190 000 emplois sur la période 2025-2026. Avec la hausse attendue de la population active liée à la montée en charge de la réforme des retraites, le taux de chômage passerait de 7,3 % fin 2024 à 7,9 % à la fin de cette année, pour atteindre 8,5 % au dernier trimestre 2026.

Malgré des efforts conséquents de consolidation budgétaire cette année et l'année prochaine (-1,6 point de PIB sur 2025-2026), le déficit public passerait seulement de 5,8 % du PIB à 5,5 % en 2025 et 5,3 % en 2026, en raison de la hausse des charges d'intérêts (+0,5 point de PIB en deux ans) et du creusement du déficit conjoncturel lié à la faiblesse de l'activité. La dette publique passerait de 113 % du PIB en 2024 à 114,9 % en 2025 et 116,7 % en 2026.

* Cette analyse s'appuie sur le travail de l'équipe France animée par Mathieu Plane et composée de Clémence Briodeau, Bruno Coquet, Sandra Daudignon, Magali Dauvin, Pierre Madec, Raul Sampognaro. Cette prévision intègre les informations disponibles jusqu'au 4 avril 2025.

I. Perspectives 2025-2026 pour l'économie française

1. Synthèse : l'incertaine croissance	7
1.1 L'activité des deux dernières soutenue par le commerce extérieur et le secteur public	7
1.2 Une croissance pour 2025 rongée par l'incertitude.	11
1.3 Une croissance atone à court terme qui augmente en 2026.	17
2. Un marché du travail malmené.	21
2.1 Fin de cycle pour l'emploi	21
2.2... en rupture avec la trajectoire vers le plein emploi	23
2.3... marquée par le retrait du soutien public	25
3. Une consommation qui repose sur la baisse progressive du taux d'épargne	29
3.1 Une faible inflation pour 2025	29
3.2 Un pouvoir d'achat qui stagnerait en 2025-2026	30
3.3 La lente baisse du taux d'épargne confrontée à l'incertitude	31
3.4 L'investissement des ménages (enfin) sur la voie du redressement .	32
4. Des entreprises attentistes freinent sur l'investissement.	37
5. Une consolidation budgétaire insuffisante pour diminuer la dette à horizon 2026	41
6. Commerce extérieur : un rebond contrarié	47
6.1 Le rebond du commerce extérieur a fortement contribué à la croissance en 2023 et 2024	47
6.2 Des perspectives très incertaines pour 2025 et 2026	48
Références bibliographiques	143

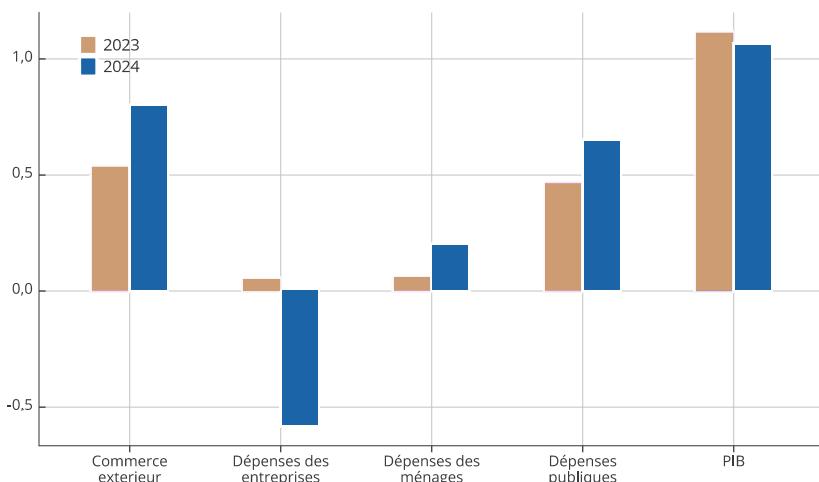
1. Synthèse : l'incertaine croissance

1.1. L'activité des deux dernières années soutenue par le commerce extérieur et le secteur public

Fin 2024, le PIB de l'économie française se situait 4 % au-dessus de son niveau pré-Covid (quatrième trimestre 2019), soit une performance relativement proche de celle de la zone euro (4,9 %), et cet écart s'est réduit au cours des deux dernières années (encadré 1.1).

En 2023 et 2024, la croissance française a fait preuve d'une certaine résistance, en comparaison à celle de la zone euro (+1,1 % en moyenne annuelle sur 2023-2024 contre 0,3 % pour la zone euro), tirée par le net redressement du commerce extérieur (contribution de 0,7 point de PIB par an en moyenne) et le dynamisme des dépenses publiques (consommation et investissement publics qui ont contribué pour 0,6 point de PIB annuel sur 2023-2024) (graphique 1.1). À l'inverse, les dépenses des entreprises (investissement et variations de stocks) ont réduit le PIB de -0,5 point sur 2023-2024 et les dépenses des ménages (consommation et investissement) ont contribué seulement de 0,1 point par an à la croissance du PIB au cours des deux dernières années.

Graphique 1.1. Contribution des composantes du PIB à la croissance



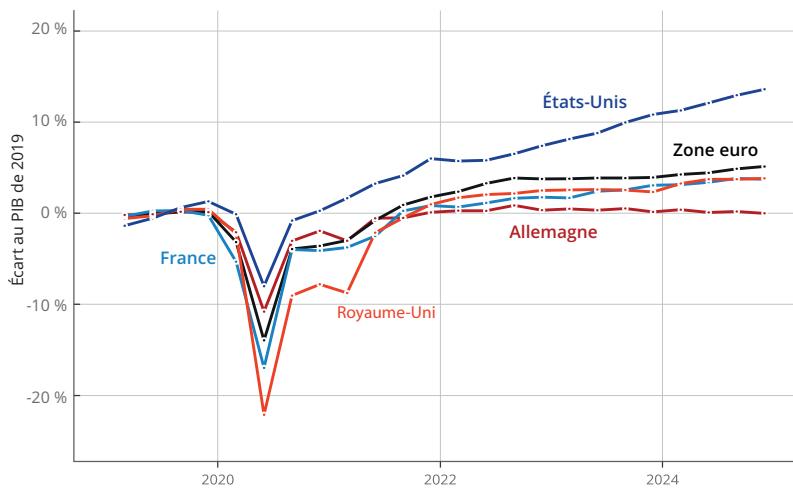
INSEE, prévision OFCE avril 2025.

Note : Les dépenses des ménages et des administrations publiques correspondent à la somme de leurs consommations et de leurs investissements respectifs. Les dépenses des entreprises correspondent à la somme de l'investissement et des variations de stocks.

Encadré 1.1. Quel bilan pour l'économie française cinq ans après le Covid ?

Cinq ans après le début de la crise Covid, le PIB de la France se situe, fin 2024, 3,7 % au-dessus de son niveau de 2019, en deçà de la dynamique de PIB de la moyenne de la zone euro (5,1 %) et très éloigné de la croissance des États-Unis (13,6 %). En revanche, elle a enregistré une dynamique beaucoup plus favorable que l'Allemagne (0 %), tandis qu'elle est quasiment au même niveau que le Royaume-Uni (+ 3,8 %) (graphique 1.2).

Graphique 1.2. PIB en écart à fin 2019



Eurostat, INSEE, Destatis, BEA, prévision OFCE avril 2025.

Note : Écart du PIB en volume aux prix chaînés par rapport à la moyenne de 2019.

En moyenne annuelle, la hausse du PIB entre 2019 et 2024 est de 3,5 %. Si l'on tient compte de la démographie, le PIB par habitant a connu une hausse de 1,6 % et de « seulement » 0,6 % si l'on mesure le PIB par unité de consommation (tableau 1.1). En revanche, le pouvoir d'achat (par unité de consommation) a plutôt bien traversé les crises, connaissant une dynamique plus favorable que le PIB, avec une augmentation moyenne de 4,3 % entre 2019 et 2024 mais aussi une hausse marquée du taux d'épargne qui se situe très largement au-dessus de son niveau d'avant-Covid (tableau 1.1). Pour la seule année 2024, la « sur-épargne^(a) » représente 66 milliards d'euros, soit près de 200 euros par mois par ménage^(b).

- (a) La « sur-épargne » représente la différence entre l'épargne constituée par les ménages et l'épargne théorique calculée comme le taux d'épargne moyen d'avant-crise (celui de la décennie 2010) appliqué au revenu courant des ménages.

(b) Ce chiffre macroéconomique ne reflète pas l'hétérogénéité des situations individuelles, l'épargne étant relativement concentrée sur les hauts revenus. Selon une note de Fizze, Paris et Rault (2022), les ménages modestes auraient complètement utilisé leur surcroît d'épargne post-Covid et les ménages de la classe moyenne auraient retrouvé un taux d'épargne proche de celui d'avant-Covid.

Tableau 1.1. Variation du PIB et du pouvoir d'achat entre 2019 et 2024

	PIB en fin d'année	PIB en moyenne annuelle	PIB par habitant	PIB par UC	Pouvoir d'achat par UC
<i>En %</i>					
2019-2024	4,0	3,5	1,6	0,6	4,3

INSEE.

UC : Unité de consommation.

Avec la création nette de près de 2 millions d'emplois, dont environ 1,6 million dans le secteur marchand (comprenant près de 400 000 non-salariés), le taux de chômage s'est réduit de 1 point, atteignant 7,4 % en 2024.

Après avoir atteint en moyenne un déficit commercial (en biens et services) de -2,4 % du PIB sur la période 2022-2023, à la suite du déclenchement de la guerre en Ukraine et de la crise énergétique, la balance commerciale en biens et services de la France est revenue en 2024 au même niveau qu'en 2019 (-0,7 % du PIB).

Principale ombre au tableau, le déficit public s'est très largement creusé sur la période, passant de -2,4 % du PIB à 5,8 %, et la dette publique a augmenté de 15 points de PIB (tableau 1.2).

Tableau 1.2. Variation des grandes variables macroéconomiques entre 2019 et 2024

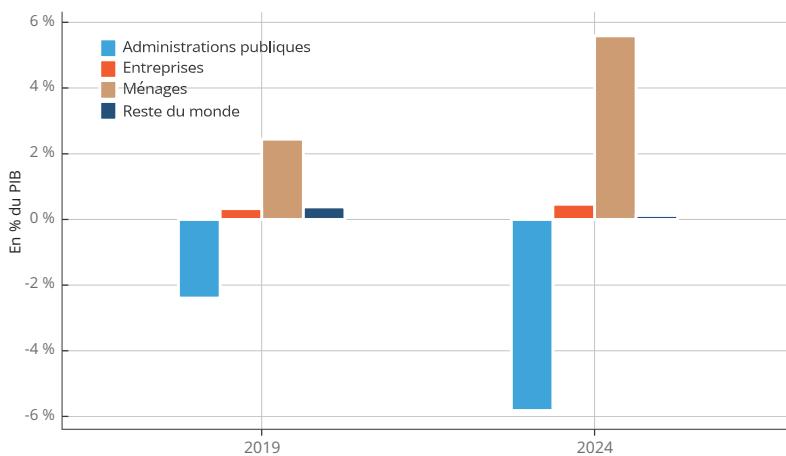
	Taux d'épargne	Taux de chômage	Balance commerciale	Déficit public	Dette publique
	<i>En % du RDB</i>	<i>en % de la population active</i>	<i>en % du PIB</i>	<i>en % du PIB</i>	<i>en % du PIB</i>
2019	14,6	8,4	-0,7	-2,4	97,9
2024	18,2	7,4	-0,7	-5,8	113,0

INSEE.

Cette analyse macroéconomique se retrouve clairement dans l'évolution des comptes d'agents. En effet, les entreprises présentent en 2024 une capacité de financement légèrement positive et proche de celle de 2019 (graphique 1.3). De même, notre situation financière vis-à-vis du reste du monde est proche de l'équilibre et relativement similaire à celle de 2019. En revanche, les ménages ont clairement accumulé des capacités financières depuis le Covid, avec une hausse de plus de 3 points de PIB entre 2019 et 2024. À l'inverse, le besoin de financement des administrations publiques s'est creusé de 3,7 points de PIB. Bien que les situations financières des

ménages soient hétérogènes, cela suggère que la bonne dynamique du pouvoir d'achat au niveau macroéconomique et le haut niveau d'épargne ont été soutenus par des transferts publics non financés.

Graphique 1.3. Situation des secteurs institutionnels en 2019 et 2024



Insee, prévision OFCE avril 2025.

Lecture : En 2019, les administrations publiques avaient un besoin de financement de l'ordre de 2,4 % du PIB. Celui-ci s'est accentué pour atteindre 5,8 % du PIB en 2024.

Note : Un chiffre positif indique une capacité de financement, tandis qu'un chiffre négatif représente un besoin de financement.

1.2. Cadrage macroéconomique : une croissance rongée par l'incertitude en 2025

Alors que la croissance spontanée du PIB (qui correspond à la croissance hors chocs) serait de 1,4 % pour cette année et l'année prochaine, la croissance prévue ne devrait être que de 0,5 % en 2025 et 1,1 % en 2026, les chocs négatifs l'emportant sur ceux positifs, avec en premier lieu les effets liés à l'incertitude (tableau 1.3).

La hausse de l'incertitude nationale faisant suite à l'instabilité politique depuis la dissolution de l'Assemblée nationale et la censure du budget conduirait à amputer la croissance de -0,3 point de PIB en 2025 (après -0,1 point en 2024)¹. Malgré le vote de la loi de finances initiale 2025, les incertitudes sur le plan national restent très élevées, et même en supposant qu'elles se dissipent progressivement dans les mois à

1. Ce calcul est réalisé à partir de la méthodologie développée dans Sampognaro R., 2024, « [Effet d'un choc d'incertitude politique sur le PIB français](#) », *Revue de l'OFCE*, n° 187, octobre.

venir, la croissance du PIB gardera des stigmates au cours de l'année en cours. S'ajoutent une montée des incertitudes internationales et des tensions géopolitiques depuis l'élection de Donald Trump, dont les effets négatifs attendus sur la croissance française représentent également -0,3 point de PIB en 2025 (graphique 1.4).

Tableau 1.3. Cadrage macroéconomique pour l'économie française

En %	2023	2024	2025	2026
Croissance hors choc	1,5	1,4	1,4	1,4
Politique monétaire et taux longs	-0,7	-0,6	0,3	0,6
Politique budgétaire	0,3	0,5	-0,4	-0,5
<i>dont politique budgétaire des partenaires</i>	0,0	-0,3	0,0	0,1
Énergie	-0,5	-0,1	0,1	0,0
Incertitude globale	0,0	-0,2	-0,6	0,0
<i>dont politique nationale</i>	0,0	-0,1	-0,3	0,0
Effets indirects par la demande mondiale ^a	-0,1	0,1	-0,1	-0,1
Autres effets ^b	0,6	0,2	-0,1	-0,2
Croissance observée et prévue	1,1	1,1	0,6	1,2

Insee, prévision OFCE avril 2025.

^a hors transmission des politiques budgétaires des partenaires par la demande mondiale.

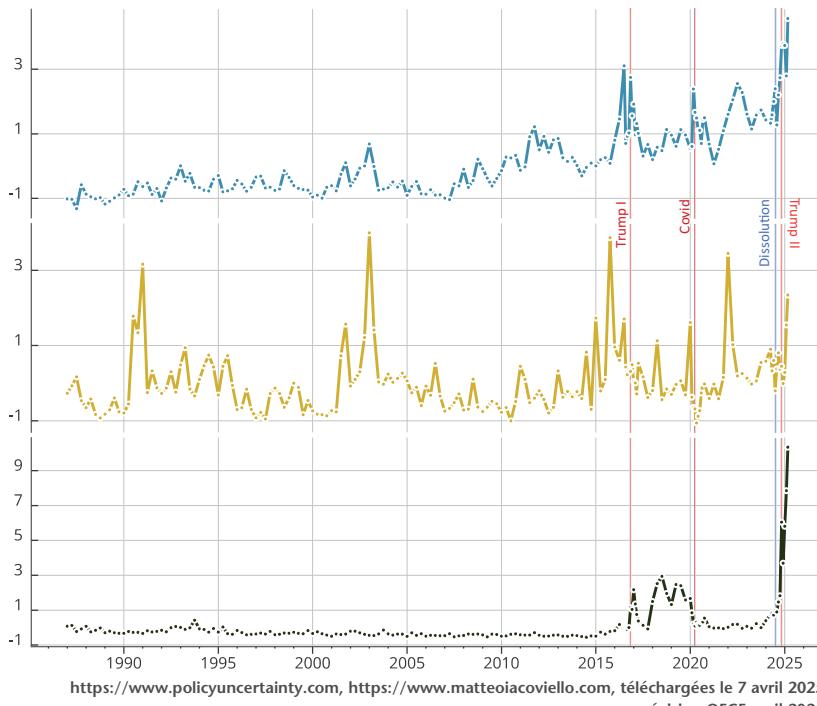
^b dont les effets sur les chaînes d'approvisionnement, l'effet des Jeux Olympiques de Paris, les conséquences de la politique commerciale.

Lecture : L'incertitude globale conduit à réduire la croissance du PIB de 0,2 point en 2024, 0,6 point en 2025. En 2025, la politique monétaire et les taux, ainsi que l'énergie contribuent positivement à la croissance du PIB (+0,4 point), tandis que la politique budgétaire, l'incertitude et les autres chocs contribuent négativement (-1,2 pt). Finalement, la croissance prévue du PIB en 2025 est 1,4 + 0,4 - 1,2 = +0,6 %.

Note : La croissance hors choc correspond à la croissance potentielle (1,2 %), plus la fermeture de l'*output-gap* (estimé à -1,3 point de PIB en 2024) et l'acquis potentiel sur la croissance.

Autre effet négatif, la consolidation budgétaire attendue en 2025 et 2026 dont nous chiffrons l'impact sur la croissance à -0,4 point de PIB en 2025 et -0,5 point en 2026. Bien que négatif, l'impact sur le PIB en 2025 est cependant deux fois plus faible que celui que nous avions estimé sur la base du projet de loi de finances 2025 du gouvernement Barnier. Pour 2026, nous nous sommes appuyés sur le Plan structurel et budgétaire à moyen terme (PSMT) actualisé des informations transmises à la Commission européenne en 2025. Sur cette base, nous prévoyons un ajustement budgétaire structurel primaire de 0,7 point de PIB malgré une montée en charge plus rapide des dépenses militaires que celle prévue dans la loi de programmation militaire (un supplément de 0,2 point de PIB par an). Nous supposons que ce supplément de dépenses de défense se ferait par une économie équivalente sur d'autres postes de la dépense publique (encadré 1.2).

Graphique 1.4. Indicateurs d'incertitude pour la France



Note : Les indicateurs sont centrés réduits sur la période considérée.

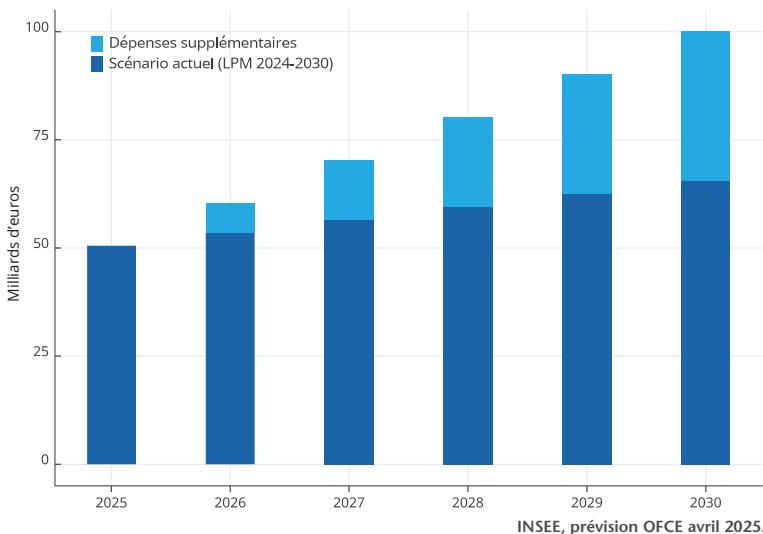
Dernier point connu : mars 2025.

Encadré 1.2. Quel impact économique d'une relance par les dépenses de défense ?

Les récentes déclarations du président Emmanuel Macron et du ministre des Armées suggèrent que le budget de la défense sera revu à la hausse par rapport à ce qui était prévu par la loi de programmation militaire de 2024-2030 (LPM 2024-2030). L'objectif serait d'atteindre 90 à 100 milliards d'euros par an mais, à ce stade, l'horizon et le financement de cette dépense additionnelle sont encore flous. Une augmentation de l'impôt serait exclue, ce qui suggère un financement par la dette ou bien une réduction des dépenses. L'impact sur l'activité dépendra notamment de la dynamique de l'impulsion budgétaire (*i.e.*, la variation du budget de la défense), ainsi que de l'effet multiplicateur (*i.e.*, la variation de PIB induite par la variation du budget de la défense).

Pour cette prévision, nous avons retenu l'hypothèse d'une augmentation additionnelle du budget de la défense de 7 milliards d'euros en 2026 (soit 10 milliards d'euros au total avec la LPM 2024-2030). Cette valeur suppose : i) que la loi de finance 2025 ne soit pas modifiée, ii) une augmentation linéaire du budget de la défense jusqu'à atteindre 100 milliards d'euros en 2030 soit 3,4 points de PIB (graphique 1.5) et iii) que les entreprises de la base industrielle et technologique de défense (BITD) soient en mesure de répondre à l'augmentation des carnets de commande. Cette dernière condition est assez optimiste étant donné les tensions sur les capacités de production de ce secteur (Insee, 2024) et les difficultés de financement signalées par les entreprises, ce qui suppose que de nouvelles dispositions soient prises pour les aider.

Graphique 1.5. Trajectoire des dépenses militaires pour atteindre 100 milliards d'euros en 2030



La question de l'effet multiplicateur des dépenses de défense est complexe. À court terme, la logique keynésienne prédit un effet multiplicateur sur l'activité d'autant plus grand que la propension marginale des ménages à consommer leur revenu est élevée, que l'effet de l'augmentation anticipée des ventes sur l'investissement domine l'effet de l'augmentation du coût de financement, et que la balance commerciale réagit peu. Les estimations du multiplicateur budgétaire en général varient entre 0,3 et 2 en fonction de la méthode utilisée pour l'estimer et de la définition du multiplicateur retenue (Ramey, 2019). Au-delà des déterminants traditionnels, le multiplicateur pourrait également dépendre de la composition de la dépense. Malizard (2015) documente qu'une augmentation des dépenses militaires d'équipement (e.g., dissuasion, opérations d'armement,

infrastructures, prospective et préparation de l'avenir, etc.) aurait un effet positif sur l'investissement privé tandis que les dépenses hors équipement (personnel et fonctionnement, hors pensions) le réduiraient^(a). À noter cependant que, contrairement à des investissements classiques, une grande partie des équipements militaires ont pour vocation de dissuader l'ennemi et de ne pas être utilisés, ce qui limite leur effet d'entraînement sur le reste de l'économie.

À plus long terme, les dépenses militaires de R&D qui prennent la forme de financements publics accordés à des entreprises privées pourraient également stimuler la croissance, via leur effet sur la R&D des entreprises privées et sur la croissance de la productivité (Moretti, Steinwender et Van Reenen, 2025). Cet effet n'est cependant pas garanti puisqu'il devrait dépendre de l'élasticité prix de l'offre de travail des chercheurs/développeurs (Bloom, Van Reenen et Williams, 2019), ainsi que de la possibilité d'adapter les innovations à des usages civils^(b).

À ce stade, nous avons retenu dans notre prévision un multiplicateur lié au surplus de dépenses liées à la défense de 0,8 pour 2026, financé par une réallocation des dépenses publiques.

Tableau 1.4. Déterminants de l'effet multiplicateur d'une hausse du budget de la défense

Déterminants	Définition	Effet sur le multiplicateur
Composition de l'augmentation de la dépense de défense		
Part de l'équipement		Ambigu
Part de la R&D		Ambigu
Déterminants traditionnels		
Propension marginale à consommer	$\Delta C / \Delta Y$	Positif
Accélérateur d'investissement	$\Delta I / \Delta Y$	Positif
Effet de taux d'intérêt sur l'investissement	$\Delta I / \Delta i$	Négatif
Propension marginale à importer	$\Delta M / \Delta Y \Delta$	Négatif
Effet Marshall-Lerner	$NX / \Delta E$	Négatif

Note : Y, C, I, i, M, NX, E signifient respectivement production, consommation, investissement, taux d'intérêt, importations, balance commerciale, et taux de change (prix d'une unité de monnaie étrangère en monnaie domestique).

(a) Voir Observatoire économique de la défense (2024) pour plus d'informations sur les catégories de dépense.

(b) Pour fixer les idées, on peut prendre l'exemple de la R&D dans les semi-conducteurs financée par le département de la Défense américain pendant la guerre froide. Ayant bénéficié de financements, des entreprises comme Fairchild Semiconductor et Texas Instruments avaient développé des transistors et des circuits intégrés pour les systèmes de guidage de missiles, les radars et les programmes spatiaux, et avaient par la suite adapté ces technologies à un usage civil. Texas Instruments avait, entre autres, développé la première calculatrice de poche (TI-2 500).

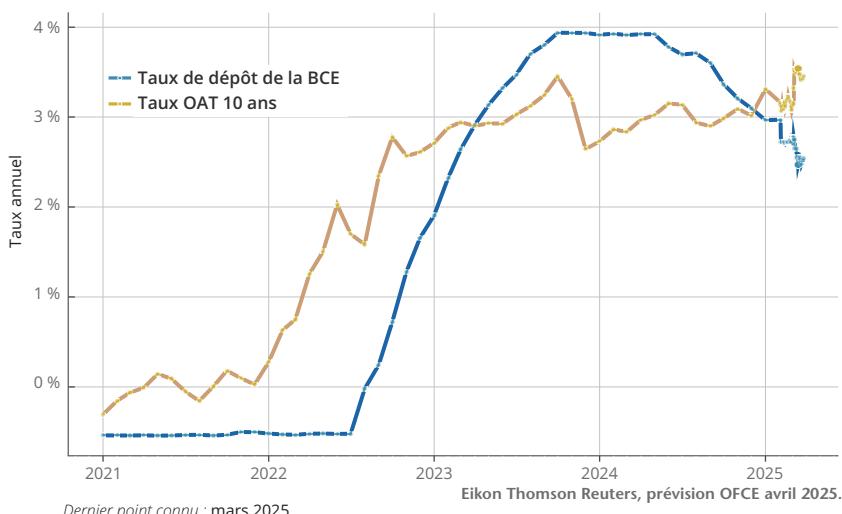
Avec la baisse des taux directeurs de la Banque centrale européenne (BCE) qui représente désormais une réduction de 1,5 point du taux de dépôt (et de 1,85 point pour le taux de prêt marginal au jour le jour) en moins d'un an (graphique 1.6), (qui devrait se poursuivre au cours des trimestres suivants pour s'établir à 2 % ; voir partie internationale sur la politique monétaire), l'économie française bénéficie d'un soutien majeur pour son activité. En revanche, cette baisse des taux courts ne s'est pas traduite par une baisse équivalente des taux longs. Le taux sur les OAT à 10 ans a même connu une hausse de 0,5 point en moyenne par rapport à la période où les taux directeurs étaient au plus haut (septembre 2023-juin 2024). À l'inverse, ils avaient connu une moindre augmentation entre la phase pré-hausse de taux directeurs et la période à laquelle le plafond des taux directeurs a été atteint (la hausse des taux directeurs de la BCE a représenté 4,5 points de taux sur cette période alors que celle des taux longs n'a été que de 2,5 points (graphique 1.6)). En fin de compte, entre la période pré-hausse de taux et fin mars, les taux directeurs et les taux longs ont augmenté dans des proportions comparables (de l'ordre de 3 points) mais avec des temporalités différentes. Or, le coût du capital des entreprises, les taux d'emprunt pratiqués aux ménages, le taux de refinancement de l'État sont sensibles aux taux courts mais aussi aux taux longs. Afin d'identifier le choc de politique monétaire et de variation de taux, nous avons calibré le choc (sur la base d'estimations) à partir d'une pondération de la sensibilité de $\frac{3}{4}$ – $\frac{1}{4}$ taux longs/taux courts pour les ménages et 40 % / 60 % pour les entreprises.

Ainsi, la variation observée des taux courts et longs sur la période passée et celle prévue dans les trimestres à venir nous conduit à un impact sur la croissance positif mais limité à +0,3 point de PIB cette année. Il serait plus élevé en 2026, à +0,6 point de PIB en raison des effets de diffusion relativement longs de la politique monétaire sur l'activité (après avoir amputé la croissance de -0,7 point en 2023 et -0,6 point en 2024). Ce soutien à la croissance pour 2025 et 2026 permet de contrebalancer les effets négatifs de la politique budgétaire, conduisant à un effet économique du *policy-mix* nul sur la période.

Concernant les autres effets, il y a notamment l'impact des Jeux Olympiques sur l'activité en 2024 (+0,1 point de PIB) et son contre-coup en 2025 (-0,1 point de PIB).

Mais il y a surtout les conséquences économiques de la mise en place de nouveaux tarifs douaniers aux États-Unis sur le reste du monde, et en particulier sur l'Europe et la France avec la possibilité de

Graphique 1.6. Taux directeurs (dépôts) de la BCE et taux des OAT à 10 ans



la mise en place de mesures douanières de rétorsion par l'UE. Selon les données des douanes françaises, les exportations françaises de biens à destination des États-Unis représentaient 49 milliards d'euros en 2024, soit 7,5 % de nos exportations industrielles et agricoles (et 5 % des exportations totales et 1,7 % du PIB de la France). Selon la Direction générale du Trésor, les principaux secteurs exportateurs par ordre d'importance sont l'aéronautique, les produits pharmaceutiques et les boissons, ces trois secteurs représentant environ 35 % des exportations totales vers les États-Unis. À l'inverse, les importations américaines en France représentaient 53 milliards d'euros, soit 5,3 % des importations totales et 1,8 point de PIB. Les principaux produits importés des États-Unis sont dans l'ordre les hydrocarbures, les biens de l'aéronautique et de l'industrie pharmaceutique, ces trois secteurs représentant 57 % des importations en provenance des États-Unis. La France enregistrait donc un déficit commercial industriel de 4 milliards d'euros vis-à-vis de États-Unis². Sur la base d'une hausse de 10 % des tarifs douaniers américains sur les produits européens, sans tenir compte des effets induits sur le commerce international des autres pays, les

2. À noter que les douanes américaines ne fournissent pas les mêmes chiffres sur le commerce bilatéral entre les États-Unis et la France. Elles enregistrent en 2024 un déficit commercial de 16 milliards de dollars des États-Unis vis-à-vis de la France et non pas un excédent de 4 milliards d'euros comme l'indiquent les douanes françaises.

exportations françaises totales reculeraient de 0,4 % (dont 8 % pour les seules exportations françaises aux États-Unis) au bout de deux ans, ce qui pourrait conduire à une perte directe de 0,13 point de PIB d'ici à fin 2026³, hors mesures de rétorsion commerciales, de bouclage macroéconomique international ou d'effets financiers.

1.3. Une croissance atone à court terme qui augmente en 2026

Sur la base des informations et données conjoncturelles les plus récentes, nous estimons que la croissance du PIB serait de 0,1 % au premier trimestre 2025 (encadré 1.3) et de 0,1 % au deuxième trimestre (tableau 1.6). Ainsi, la France échapperait à la récession technique bien qu'une partie du mauvais chiffre du dernier trimestre de 2024 soit imputable au contrecoup des JO (qui a généré un supplément d'activité de 0,2 point de PIB trimestriel au troisième trimestre 2024).

Encadré 1.3. Nowcast du PIB morose au T1 2025

La crise déclenchée par la pandémie de Covid-19 a mis à mal les outils traditionnels pour réaliser une prévision de la croissance du PIB à court terme. Dans ce contexte, les prévisionnistes^(a) ont commencé à adapter leurs outils pour tenir compte des avancées méthodologiques et la disponibilité de données à haute fréquence.

L'OFCE a aussi engagé une telle réflexion (toujours en cours) pour construire des nouveaux modèles fondés sur le maximum de données conjoncturelles librement disponibles pour le prévisionniste. Notre base de données rassemble 142 variables (de quotidiennes à trimestrielles) provenant de données financières, d'enquêtes de conjoncture ou de données réelles. Celles-ci portent sur la France et sur l'environnement international.

Nous avons estimé un modèle à facteurs dynamiques pour la croissance du PIB français^(b), dont la méthode permet de prendre en compte un grand nombre de variables tout en gérant la différence de fréquence des sources ainsi que le décalage dans la publication des dernières données^(c). En suivant la littérature^(d) nous avons présélectionné les variables les plus corrélées avec la croissance du PIB.

3. Une hausse durable des droits de douane de 20 % sur les produits français exportés aux États-Unis conduirait à amputer le PIB de la France de -0,25 point. Cet effet direct ne tient pas compte de possibles mesures de rétorsion commerciales, des effets indirects sur la demande adressée à la France en raison des pertes d'activité des partenaires commerciaux, de la réorganisation des flux commerciaux mondiaux et leur impact sur les chaînes de production, ou des pertes de capitalisation boursière des entreprises cotées.

Si le modèle reste au stade de construction, ses performances prédictives sont satisfaisantes au regard de la littérature sur ce sujet (française et internationale) et nous a permis d'alimenter notre exercice de prévision pour le premier trimestre de l'année 2025. Le modèle sélectionné dispose de 16 variables explicatives : 6 variables tirées des enquêtes de conjoncture, 5 variables réelles – notamment de production industrielle et la consommation des ménages –, 4 variables financières et monétaires et 1 variable liée à l'évaluation de l'incertitude de politique économique.

Sur la base de ce modèle, estimé depuis janvier 1995 et après avoir effectué la présélection des variables sur la période pré-Covid, notre estimation de la croissance du PIB au premier trimestre 2025 est de +0,1 % (après -0,1 % au T4 2024). La faiblesse de l'activité s'expliquerait essentiellement par celle des indicateurs liés à la production (tableau 1.5). Compte tenu des délais de publication des indicateurs utilisés, cette prévision a été réalisée avec 67 % des variables présélectionnées effectivement observées.

Tableau 1.5. Nowcast du PIB au premier trimestre 2025

En pts	Contribution
Nowcast du PIB au T1 2025 (en %)	0,1
Activité	-0,2
Monnaie et finance	0,0
Commandes et inventaires	0,1
Marché du travail	0,0
Incertitude	-0,0
Moyenne	0,2

Calculs OFCE, prévision OFCE avril 2025.

Lecture : Si toutes les variables entrant dans le modèle de nowcasting étaient à leur moyenne de long terme, la croissance du PIB du trimestre en cours serait estimée à +0,23 %. Les variables d'activité et d'incertitude contribuent négativement (respectivement -0,17 pt et -0,01 pt) tandis que les autres groupes de variables contribuent positivement (+0,08 pt) au chiffre estimé du T1.

Note : Le nowcast tient compte des données disponibles jusqu'au 26 mars 2025.

- (a) Voir par exemple, Bessec M. et J. André, 2024, « Un modèle à facteurs à fréquence mixte pour le nowcasting du PIB français », *Document de Travail de la Banque de France*, n° 975 ou Phunt L., 2023, « Guide pratique des enquêtes de conjoncture & protocole de prévision en temps réel », *Documents de Travail DG Trésor*, n° 2023/2.
- (b) Choix méthodologique largement mobilisé dans la littérature. Pour le cas français nous pouvons mettre en avant Bessec M. et C. Doz, 2012, « Prévision à court terme de la croissance du PIB français à l'aide de modèles à facteurs dynamiques », *Économie & prévision*, vol. 199, n° 1, pp. 1-30.
- (c) Voir Bańbura M., et M. Modugno, M. 2014, « Maximum likelihood estimation of factor models on datasets with arbitrary pattern of missing data », *Journal of Applied Econometrics*, vol. 29, n° 11, pp. 133-160.
- (d) Voir Bai J. et S. Ng, 2008, « Forecasting economic time series using targeted predictors », *Journal of Econometrics*, vol. 146, n° 2, pp. 304-317.

La croissance serait tirée par la consommation des ménages (voir la partie Ménages) alors que la consommation publique marque le pas avec le tournant de la consolidation budgétaire, après plusieurs années de croissance dynamique, et un effet particulièrement marqué au premier trimestre 2025 en raison des conséquences du blocage des dépenses lié à la loi spéciale. En revanche, l'investissement public soutiendrait la croissance en 2026 avec la hausse marquée des dépenses militaires, et le commerce extérieur ne contribuerait pas négativement à la croissance, malgré la politique commerciale de Donald Trump, dont les effets négatifs pour la France seraient compensés par la relance européenne, notamment allemande.

L'investissement privé continue de contribuer négativement à la croissance en 2025, même si cet effet est moins marqué qu'en 2024. Il renouerait avec une croissance positive en 2026, soutenu par les effets des baisses de taux.

Tableau 1.6. Compte Emploi-Ressources pour l'économie française

En %	2024		2025				2024	2025	2026
	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB^a	0,4	-0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	1,1	0,5	1,1
PIB par habitant^a	0,3	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,8	0,2	0,8
Consommation ménages^a	0,6	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,9	1,0	1,1
Consommation publique^a	0,6	0,4	-0,1	0,2	0,2	0,2	2,1	0,9	0,5
FBCF totale^{a,b}	-0,7	-0,1	-0,1	-0,0	-0,0	0,2	-1,5	-0,6	1,0
<i>dont : SNF-EI^a</i>	<i>-1,1</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,1</i>	<i>-1,6</i>	<i>-1,0</i>	<i>0,7</i>
ménages ^a	-0,6	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1	0,1	-6,0	-1,2	0,7
APU ^{a,b}	-0,1	-0,1	-0,2	0,2	0,1	0,5	3,2	0,3	2,5
Exportations^{a,c}	-0,8	0,4	0,2	0,1	0,3	0,3	1,1	0,6	1,6
Importations^{a,c}	-0,3	0,4	0,2	0,3	0,3	0,3	-1,4	0,8	1,5
Demande intérieure^{a,d,e}	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,6	0,6	0,9
Variations de stocks^{a,e}	0,3	-0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,4	-0,0	0,2
Commerce extérieur^{a,c,e}	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,8	-0,1	0,0
Inflation^f	1,7	1,3	1,1	0,9	1,2	2,0	2,0	1,3	1,8
Taux de chômage^g	7,4	7,3	7,5	7,6	7,7	7,9	7,4	7,7	8,3
Déficit public^h	—	—	—	—	—	—	5,8	5,5	5,3
Dette publique^h	—	—	—	—	—	—	113	115	117
Impulsion budgétaireⁱ	—	—	—	—	—	—	0,2	-0,8	-0,7

INSEE, prévision OFCE avril 2025.

^a En volume, aux prix chaînés. ^b FBCF : Formation brute de capital fixe ; APU : Administrations publiques. ^c Biens et services. ^d Demande intérieure hors variation de stocks. ^e Contribution à la croissance du PIB. ^f Évolution de l'indice des prix de consommation harmonisé (IPCH, sauf USA et France IPC). Pour les trimestres, glissement annuel (t/t(-4)) des prix. Pour les années, croissance moyenne annuelle des prix. ^g Au sens du BIT, en % de la population active. Pour les trimestres moyenne trimestrielle, pour les années, moyenne annuelle. ^h En % du PIB annuel, en fin d'année. ⁱ Variation annuelle du déficit public (APU) primaire structurel, en points de PIB.

2. Un marché du travail malmené

2.1. Fin de cycle pour l'emploi...

En 2024, le rythme de créations a continué de s'essouffler par rapport à 2023, 107 000 emplois ont été créés contre 255 000 un an auparavant. Cela correspond à un emploi en hausse de 0,3 % en 2024 contre 1,5 % en 2023. Pour la première fois depuis 10 ans (hors Covid), la croissance de l'emploi marque un coup d'arrêt au 4^e trimestre. Selon la [Comptabilité nationale](#)¹, 11 000 emplois ont été détruits par rapport au trimestre précédent. La baisse est principalement imputable au secteur marchand, qui détruit 30 000 emplois. Cette perte n'est que partiellement compensée par la création de 13 000 emplois nets dans le secteur non marchand.

D'un point de vue sectoriel, le recul concerne surtout les services marchands, notamment les services aux entreprises (qui incluent le travail intérimaire) historiquement forts contributeurs aux créations d'emplois, tandis que l'emploi industriel stagne. L'emploi non salarié progresse quant à lui de 6 000 au dernier trimestre, soit à un rythme plus modéré que celui observé entre 2021 et 2022 (+ 30 000 en moyenne par trimestre). Sur 10 ans, la part de l'emploi non salarié dans l'emploi total a gagné un point (atteignant 11 %), soit une hausse de 600 000 emplois.

En fin d'année 2024, le volume total d'heures travaillées (salariés et non-salariés) diminue de 0,2 % par rapport aux trois mois précédents. Il reste néanmoins supérieur de 5,6 % à sa moyenne de 2019, tandis que l'emploi dépasse son niveau d'avant-crise de 6,8 %, indiquant que la durée individuelle du travail reste toujours inférieure à son niveau d'avant-pandémie. Comme en parallèle, la valeur ajoutée de l'ensemble des branches est supérieure de 4,5 % à son niveau pré-Covid, il en résulte un recul de la productivité apparente du travail de 1,1 % sur la période.

1. Les comptes nationaux sont en moyenne trimestrielle, tandis que les autres statistiques d'emploi telles que les Estimations d'emploi, utilisées par l'Insee dans ses *Notes de conjoncture* (la dernière en date, « Désordre mondial, croissance en berne », *Note de conjoncture*, 18 mars 2025) sont des données récupérées en fin de trimestre pour les salariés et en fin d'année pour les non-salariés. Voir « [Emploi : quelle source pour quel usage ?](#) », Insee, 2021 pour plus de détails.

Le constat est similaire dans le champ salarié marchand non agricole : une baisse de 1,1 % de la productivité apparente du travail par rapport à 2019 et de 1,5 % si l'on considère la productivité par tête. Le ralentissement de la productivité observé ces dernières années ne peut être dissocié de l'essor de l'emploi des jeunes, dopé par l'apprentissage. La politique en faveur de l'apprentissage apparaît comme le principal facteur de cet affaissement, expliquant à elle seule près d'un tiers de l'écart à la tendance passée, suivie par la politique de soutien aux entreprises (17 %) et la baisse du coût du travail principalement liée au retard d'indexation des salaires aux prix (13 %)².

En prévision, nous anticipons 245 000 destructions nettes d'emplois dans le secteur marchand entre fin 2024 et fin 2026 (tableau 7). Parmi celles-ci, 40 % seraient imputables à la réduction massive de la politique de l'emploi, tandis que la réduction des aides aux entreprises et le retour de la durée du travail à son niveau de 2019 contribueraient pour un peu moins d'un tiers au rattrapage de productivité dans le secteur marchand. Le renchérissement du coût du travail découlant du rattrapage des salaires et la hausse du chômage expliqueraient 30 % des gains de productivité attendus sur la période.

Le secteur non marchand serait également touché par la baisse des contrats aidés, avec 30 000 emplois supprimés sur deux ans. Toutefois, le secteur créerait en moyenne 2 000 emplois par trimestre sur la période. La destruction de 11 000 emplois au premier trimestre 2025 s'explique par le gel des embauches lié à la loi spéciale, gel que nous considérons comme non compensé par la suite.

L'emploi non salarié, en revanche, évoluerait à contre-courant de l'emploi salarié, avec 5 000 créations nettes par trimestre, portant sa part dans l'emploi total à 11,2 % à l'horizon de notre prévision (+1 % entre fin 2024 et fin 2026), ce qui traduirait une certaine contracyclicité de ce type d'emploi.

Au total, entre 2025 et 2026, l'économie française perdrait près de 200 000 emplois en deux ans. En contrepartie, la productivité par tête progresserait de 1,3 % en 2025 et 2,1 % en 2026, amorçant une fermeture partielle du cycle de productivité.

2. Pour plus de détails, voir Coquet B. et É. Heyer, 2025, « [La productivité retrouve des couleurs](#) », *OFCE Policy brief*, n° 142, avril.

Tableau 2.1. Évolution du marché du travail

	2024		2025				2024	2025	2026
	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Évolution en milliers									
Emploi salarié	13	-17	-30	-23	-34	-44	86	-132	-100
Marchand	-14	-30	-20	-26	-37	-47	-26	-130	-115
<i>dont politique de l'emploi</i>	-41	-4	-4	-7	-16	-25	43	-62	-40
Non marchand	27	13	-11	4	3	3	105	-1	15
<i>dont politique de l'emploi</i>	-5	-5	-3	-6	-7	-8	11	-15	-14
Emploi non salarié	6	6	5	5	5	5	20	20	20
Emploi total	19	-11	-25	-18	-29	-39	107	-111	-81
<i>dont politique de l'emploi</i>	-47	71	-10	-14	-24	-29	54	-77	-54
Évolution en %									
Emploi total	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	-0,4	-0,3
Population active	0,2	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4
Taux de chômage	7,4	7,3	7,5	7,6	7,7	7,9	7,4	7,7	8,3

Insee, Dares, prévision OFCE avril 2025.

Lecture : Au 4^e trimestre 2024, 11 000 emplois ont été détruits en France, dont 30 000 dans le secteur marchand. Le taux de chômage représentait 7,3 % de la population active, en baisse par rapport au trimestre précédent du fait d'une baisse de la population active (-0,2 %).

Note : Les trois dernières colonnes comparent le niveau de l'emploi (en moyenne trimestrielle) du 4^e trimestre à un d'intervalle.

2.2. ... en rupture avec la trajectoire vers le plein emploi

Fin 2024, le taux d'emploi a progressé de 0,4 point sur un an, atteignant 68,9 % de la population en âge de travailler. Dans le même temps, le taux d'activité a également augmenté de 0,2 point. Le nombre de chômeurs au sens du BIT a reculé de 71 000 personnes et la population active ayant crû de 36 000 personnes sur un an, le taux de chômage a baissé de 0,2 point (tableau 2.2). Ces évolutions traduisent une amélioration globale du marché du travail sur un an.

En revanche, au quatrième trimestre 2024, des signaux ambivalents sont apparus : malgré la destruction de 11 000 emplois sur la même période, le nombre de chômeurs a diminué de 63 000, principalement en raison d'une contraction de la population active. Le taux de chômage a ainsi reculé pour atteindre 7,3 %, un niveau conforme à la moyenne observée ces quatre dernières années. Toutefois, cette évolution s'accompagne d'une baisse du taux d'activité (-0,3 point) et du taux d'emploi (-0,2 point), suggérant un retrait de certains individus du marché du travail, qui traduit potentiellement un découragement croissant³.

À l'horizon de notre prévision, la population active devrait augmenter de 212 000 personnes, principalement sous l'effet de l'évolution tendancielle de la population active (+275 000), elle-même portée par les dernières réformes des retraites et de l'assurance chômage. Toutefois, cette dynamique est freinée par une sortie nette de 64 000 personnes de la population active. En effet, une conjoncture dégradée – marquée par des destructions d'emplois et une hausse du chômage – pourrait conduire certains individus à se retirer du marché du travail ou à ne pas y participer. Ainsi, selon le tableau 2.2, 24 000 personnes deviennent inactives sous l'effet de la flexion conjoncturelle. En outre, les réductions budgétaires affectant les politiques de l'emploi, via les suppressions nettes d'emplois qu'elles entraînent, contribuent également à ce retrait : entre fin 2024 et 2026, nous estimons que 40 000 personnes sortiraient de la population active du seul fait de ces politiques.

Tableau 2.2. Évolution de l'emploi, du chômage et de la population active

En milliers, moyenne trimestrielle	2024		2025				Évolution sur un an		
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2024	2025	2026
Emploi (1)	19	-11	-25	-18	-29	-39	107	-111	-81
Chômage (2)	40	-63	51	40	46	56	-71	193	210
Population active (1) + (2)	59	-74	25	22	17	17	36	82	130
Population active tendancielle	39	39	32	32	32	32	154	128	148
Effet de flexion conjoncturel	0	-2	-5	-5	-3	-4	1	-17	-7
Effet des politiques de l'emploi	-7	8	-2	-4	-11	-11	6	-29	-11
Résidu	27	-118	0	0	0	0	-126	0	0
Variation du taux de chômage	0,1	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	-0,2	0,6	0,6
Niveau du taux de chômage	7,4	7,3	7,5	7,6	7,7	7,9	7,3	7,9	-81

Insee (Enquête emploi pour le chômage, Comptes Nationaux Trimestriels pour l'emploi), Dares.

Lecture : 11 000 emplois ont été détruits et le nombre de chômeurs a reculé de 63 000 en moyenne au 4^e trimestre 2024. Au total, on recense 74 000 actifs en moins qu'au trimestre précédent. L'évolution de la population active s'explique par une augmentation tendancielle de celle-ci (+39 000), par l'effet des politiques de l'emploi (hors formation) (+8 000), par un effet de flexion (-2 000), par un résidu correspondant à l'écart entre l'évolution de la population active et les trois premiers composants de celle-ci (-118 000). La tendance de la population active est basée sur les projections de population active de 2022, y compris l'effet de la réforme des retraites 2023 et celle de l'assurance chômage de 2023.

3. Une partie de cette évolution observée s'explique par la baisse du taux d'emploi et du taux d'activité des jeunes de 15 à 24 ans (respectivement -0,7 point et -1,5 point entre le 3^e et le 4^e trimestre 2025). D'après l'Insee, le repli du taux d'activité provient notamment d'une hausse du halo autour du chômage, elle-même principalement portée par les jeunes encore en études.

Finalement, avec 192 000 destructions d'emploi entre fin 2024 et fin 2026 et un chômage en hausse de près de 400 000 personnes, le taux de chômage augmenterait de 0,6 point en fin d'année 2025 ainsi que fin 2026, date à laquelle il atteindrait 8,5 % de la population active.

Par ailleurs, la Loi pour le plein emploi, si elle venait à modifier le comportement des personnes interrogées par l'enquête Emploi, pourrait avoir un impact sur le nombre d'individus considérés au chômage et par conséquent sur le taux de chômage (évalué entre 0,1 et 1,1 point de population active⁴), mais nous ne l'inscrivons pas dans notre compte central.

2.3. ... marquée par le retrait du soutien public

La loi de finances initiale 2025 prévoit une baisse importante des crédits alloués aux programmes 102 et 103⁵ de la mission « Travail, emploi et administration des ministères sociaux ». Ceux-ci diminuent de 17 % entre 2024 et 2025, soit une économie budgétaire *ex ante* de 3,7 milliards d'euros. Plus précisément, le montant des crédits d'intervention dédiés aux dispositifs d'insertion dans l'emploi baisse d'un milliard d'euros, ce que nous retenons pour notre prévision (tableau 2.3)⁶.

Parmi les principales mesures figurent des coupes dans l'enveloppe dédiée aux dispositifs d'insertion en emploi, entièrement contrôlés par l'État autant en termes de volumes que de modalités d'attribution (durée, taux de subventions, etc.)^{7,8} : parcours emploi compétences (PEC), contrats uniques d'insertion (CUI-CIE) et les emplois francs.

L'année 2025 marque la suppression des emplois francs. Une étude de la Dares⁹ avait mis en évidence un fort effet d'aubaine (77 %) pour ce dispositif, contre un effet emploi très limité (5 %). En supposant une

4. Voir Dauvin M., 2025, « [Quel effet pourrait-on attendre de la réforme du RSA sur le taux de chômage en 2025 ?](#) », OFCE *Le blog*, 11 février.

5. Ils correspondent respectivement aux programmes « Accès et retour à l'emploi » d'une part, et « Accompagnement des mutations économiques et développement de l'emploi » d'autre part.

6. En l'absence d'éléments pour 2026, nous prolongeons par défaut les dynamiques prévues pour 2025, sauf mention spécifique.

7. Dans la loi de finances initiale (LFI) 2025, cela représente un peu plus de plus de 600 millions d'euros d'autorisations d'engagement en moins en 2025 par rapport à 2024.

8. Ce sont des dispositifs que l'on nomme « À guichet fermé ».

9. Voir « [Les emplois francs incitent-ils à embaucher des personnes résidant dans un quartier prioritaire de la politique de la ville ?](#) », Dares Analyses, n° 52, septembre 2023. Un effet d'aubaine permet de répondre à la question suivante : « Combien de personnes auriez-vous embauché sans l'existence du dispositif X ? » Un effet d'aubaine de 77 % indique que dans 77 % des cas, l'embauche aurait été conclue avec la même personne, même sans dispositif.

durée moyenne de contrat de deux ans, le nombre de bénéficiaires ([47 000 fin juillet 2024](#)) devrait chuter rapidement en 2025, pour atteindre 19 000 au quatrième trimestre, avant de quasiment disparaître fin 2026.

Concernant les contrats CUI-CIE (contrats uniques d'insertion – contrats d'initiative emploi), les autorisations d'engagement sont supprimées (-99 %), et les crédits de paiement sont exclusivement destinés à financer les 5 000 bénéficiaires encore en poste [fin 2024](#). Nous retenons ainsi un nombre nul de nouveaux bénéficiaires à compter du 4^e trimestre 2025.

L'enveloppe dédiée aux PEC diminue elle aussi fortement : les autorisations d'engagement reculent de 77 %, et les crédits de paiement de 55 %. En supposant que les paramètres du dispositif restent inchangés par rapport à la [circulaire 2024](#), cela impliquerait 40 000 bénéficiaires en moins fin 2025 par rapport à fin 2024. Faute d'informations précises pour 2026, nous postulons une baisse plus progressive, de l'ordre de 1 000 bénéficiaires par mois en 2026.

Au total, le nombre de bénéficiaires des dispositifs d'insertion à destination des publics en difficulté reculerait de 74 000 en 2025, puis de 20 000 en 2026. Cela se traduirait par la destruction de 27 000 emplois en 2025 et de 5 000 en 2026 (tableau 2.3).

Tableau 2.3. Emplois aidés 2024-2026 : bénéficiaires, variations des bénéficiaires, effets emploi au T4

En milliers	Nombre de bénéficiaires			Variations des effectifs			Effets sur l'emploi		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2023	2024	2025
Contrat initiative emploi	5	0	0	-12	-5	0	-1	-1	0
Emplois francs	47	19	1	-2	-28	-18	0	-6	-4
Parcours emploi compétences	44	4	1	-5	-40	-2	-2	-20	-1
Structures d'IAE*	142	155	155	50	13	0	31	14	0
Aide créateurs d'entreprise	323	325	329	96	2	4	24	1	1
Contrat d'apprentissage	1 035	975	916	26	-60	-59	16	-36	-36
Contrat professionnalisation	73	25	2	-20	-48	-23	-13	-30	-14
Total	1 669	1 503	1 404	134	-166	-99	54	-77	-54

IPoEm - Dares, prévision OFCE avril 2025.

Lecture : Au dernier trimestre 2024, plus d'un million de contrats d'apprentissage étaient en cours, soit 26 000 de plus qu'un an auparavant. Avec un effet emploi moyen de 60 %, cela correspond à 16 000 créations nettes d'emploi.

Note : Le nombre de bénéficiaires pour chaque année correspond à la moyenne du 4^e trimestre et la variation des effectifs est exprimée sur un an. L'effet emploi mesure les emplois créés (ou détruits) qui ne l'auraient pas été sans (ou avec).

* Insertion par l'activité économique.

L'insertion par l'activité économique (IAE) voit son budget augmenter de près de 22 %, soit un supplément de 300 millions d'euros. Les ateliers et chantiers d'insertion (ACI) représentent un peu moins de la moitié de l'IAE mais reste le dispositif principal de l'IAE. L'aide unitaire étant fixée à [21 850 € depuis 2022](#), les 251 millions d'euros d'autorisations d'engagement supplémentaires permettent d'anticiper une hausse potentielle d'environ 11 400 emplois financés en 2025. En tenant compte d'un effet emploi de 110 %¹⁰, cela se traduirait par une augmentation du nombre de bénéficiaires de 13 000 entre fin 2024 et fin 2025. Pour 2026, nous retenons un effet neutre de la politique de l'emploi sur ces dispositifs. Nous supposons également que la part des bénéficiaires des autres formes d'IAE¹¹ reste stable entre 2024 et 2026.

En 2024, les entrées en contrats d'apprentissage ont progressé de 3,2 % avec une dynamique marquée en [décembre 2024](#) (+7 000 entrées en glissement annuel, atteignant un million de bénéficiaires)¹². Le bleu budgétaire anticipe une [baisse des entrées de 5,7 % entre 2024 et 2025](#). En prenant en compte une [durée moyenne de contrat de 13,6 mois pour ceux signés en 2024](#), et en indiquant une dynamique semblable en 2026 à celle inscrite en 2025, nous prévoyons une baisse du nombre de bénéficiaires de 120 000 cumulés sur 2025 et 2026, soit une destruction de 72 000 emplois sur la période¹³.

L'aide à l'embauche pour les contrats de professionnalisation est quant à elle supprimée à partir de 2025. On estime que cela entraînerait une chute des effectifs de deux tiers dès 2025 : 25 000 bénéficiaires fin 2025, puis 2 000 fin 2026. Enfin, nous postulons que le nombre de bénéficiaires de l'aide à la création d'entreprise évolue de manière proportionnelle à la valeur ajoutée marchande.

Au total, les restrictions budgétaires de la mission Travail et emploi entraîneraient la destruction nette de 77 000 emplois sur un an en 2025 puis de 54 000 en 2026, sous réserves des mesures qui seront arrêtées à l'automne 2025 dans le cadre du PLF 2026.

10. Cet effet supérieur à 100 traduit que l'aide « finance environ 110 % du salaire, [ce qui] suppose qu'elle permet de créer non seulement l'emploi d'insertion, mais aussi une partie du poste d'accompagnement dédié dans les structures d'insertion ». Voir, « [Les contrats aidés : quels objectifs, quel bilan ?](#) », *Dares Analyses*, n° 021, mars 2017).

11. Les entreprises d'insertion, les associations intermédiaires, les entreprises de travail temporaire d'insertion, les entreprises d'insertion par le travail indépendant.

12. Il est difficile d'y distinguer le dynamisme intrinsèque du dispositif de l'anticipation de l'arrêt des aides.

13. Notre prévision ne tient pas compte de la baisse de la prime à l'embauche.

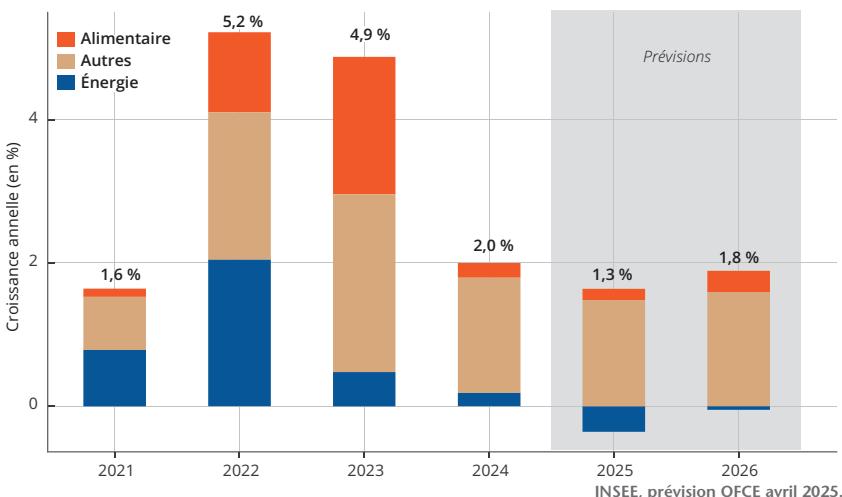
3. Une consommation qui repose sur la baisse progressive du taux d'épargne

3.1. Une faible inflation pour 2025

Après deux années de hausse marquée de l'indice des prix à la consommation (5,2 % en 2022 et 4,9 % en 2023), 2024 est caractérisée par un fort reflux de l'inflation (graphique 3.1). Passant de 6,2 %, au moment du pic de février 2023, elle est tombée à 0,8 % en février 2025, chiffre qui n'avait pas été atteint depuis quatre ans, avant la montée des tensions inflationnistes avec la reprise post-Covid. La baisse de l'inflation est liée principalement à la décrue de l'inflation énergétique et alimentaire. Pour autant, cette rapide diminution de l'inflation n'efface pas la hausse de plus de 14 % des prix observée au cours des quatre dernières années (dont 36 % pour les prix de l'énergie et 21 % pour l'alimentaire).

En 2024, l'inflation est revenue en moyenne à 2 %, les prix de l'alimentaire et de l'énergie ne contribuant que pour 0,4 point alors que ces deux composantes (représentant près d'un quart de la pondération de l'indice des prix à la consommation (IPC)) ont contribué pour

Graphique 3.1. Évolution et contribution des composantes de l'IPC



3,2 points en 2022 et 2,4 points en 2022. En 2025, la progression de l'IPC s'établirait à 1,3 % en moyenne annuelle. La décrue des prix de l'énergie, avec la diminution actée de 13 % des tarifs de l'électricité en février 2025, contribuerait à réduire l'inflation de -0,4 point en 2025 et les prix de l'alimentaire ne contribueraient plus qu'à hauteur de 0,1 point. En 2026, l'inflation resterait maîtrisée mais repartirait à la hausse (1,8 %), notamment sous l'effet de la hausse des salaires.

3.2. Un pouvoir d'achat qui stagnerait en 2025-2026

En 2024, le pouvoir d'achat a connu une augmentation significative (+1,9 % par UC), après deux années marquées par l'épisode inflationniste (tableau 3.1). En 2025, malgré une inflation faible, le pouvoir d'achat augmenterait peu (0,3 % par UC), et ce malgré la hausse des salaires réels qui se poursuit (+1,5 en 2025 après 0,9 % en 2024 pour le salaire moyen par tête réel). Les pertes d'emplois (voir tableau 2.1), le ralentissement des revenus du patrimoine et la hausse de la fiscalité, bien que ciblée sur les plus hauts revenus, annuleraient en grande partie les effets positifs du rattrapage des salaires réels. En 2026, le revenu réel par UC diminuerait de -0,4 % en raison des destructions d'emplois, d'une hausse plus modérée des salaires réels et d'une faible revalorisation attendue des prestations sociales dans un contexte de consolidation budgétaire.

Tableau 3.1. Compte des ménages

	2023	2024	2025	2026
RDB nominal^a	8,0	4,5	1,5	1,9
Déflateur de la consommation	7,1	2,0	0,7	1,7
IPC	4,9	2,0	1,3	1,8
RDB réel ^a	0,9	2,5	0,8	0,2
RDB réel par unité de consommation ^a	0,3	1,9	0,3	-0,4
Consommation des ménages (en volume)	0,9	0,9	1,0	1,1
Taux d'épargne (en % du RDB)^a	16,9	18,2	18,2	17,4
Salaire moyen par tête (SMPT) nominal	4,2	2,8	2,2	2,8
SMPT réel (déflaté par les prix à la consommation)	-2,9	0,9	1,5	1,1

Insee, prévision OFCE avril 2025.

^a RDB : revenu disponible brut.

Sur la période 2025-2026, le RDB réel par UC n'augmenterait pas, alors que le PIB par UC devrait croître de près de 1 %, marquant une inversion des transferts APU-Ménages avec le tournant de la consolidation budgétaire depuis 2025. Cependant, le RDB réel par UC serait en 2026 plus de 4 % au-dessus de son niveau pré-Covid de 2019 alors que le PIB par UC dépasserait à peine les 1 %.

3.3. La lente baisse du taux d'épargne confrontée à l'incertitude

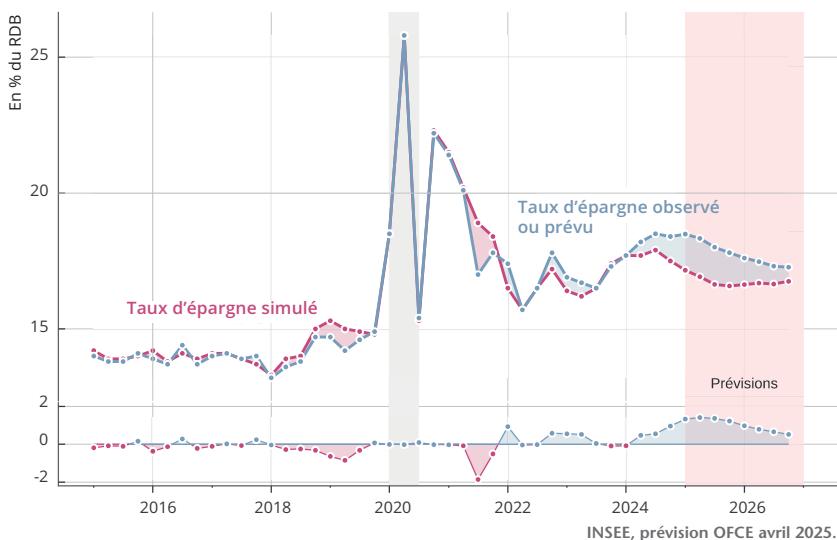
Depuis 2020, le taux d'épargne des ménages n'est jamais revenu à son ratio moyen d'avant-crise, qui se situait à 14,6 % du RDB en moyenne au cours de la décennie 2010. Les ménages n'ont pas réduit leur sur-épargne pour faire face au choc inflationniste, ce qui leur aurait permis de lisser les effets de l'inflation sur leur consommation. Bien au contraire, le taux d'épargne est reparti à la hausse depuis la mi-2022, augmentant de près de 3 points de RDB et atteignant 18,4 % fin 2024 (graphique 3.2). Au cours des quatre dernières années, les ménages ont accumulé près de 19 points de revenu annuel en « sur-épargne », soit environ 300 milliards d'euros courants, chiffre qui ne tient pas compte de la dépréciation réelle de leur patrimoine. Or, la valeur réelle des patrimoines a baissé depuis 2022 sous l'effet de la taxe inflationniste¹.

Selon nos prévisions, le taux d'épargne resterait en moyenne à un niveau élevé en 2025 (18,2 % en moyenne, soit le même niveau qu'en 2024) mais commencerait à baisser à partir du second semestre sous l'effet notamment du fort repli de l'inflation et de la baisse des taux d'intérêts. La disparition de la taxe inflationniste et une épargne moins rémunératrice nominalement pousseraient les ménages à réduire progressivement leur taux d'épargne. La baisse prévue du taux d'épargne est cependant plus modérée que ce qu'indique notre équation (graphique 3.2) en raison des effets liés à l'incertitude. En effet, on peut observer depuis la mi-2024 un écart qui s'amplifie entre le taux d'épargne observé et l'estimation du taux d'épargne basée sur les déterminants traditionnels de l'évolution du taux d'épargne. Cet écart qui s'est amplifié avec la censure du budget devrait continuer à rester élevé en 2025 avec l'arrivée de Donald Trump à la Maison-Blanche. Le taux d'épargne que nous inscrivons en prévision en 2025 est 1,3 point au-dessus de ce que nous indique notre équation, reflétant le haut

1. Pour plus d'informations, voir Prévisions OFCE octobre 2024.

niveau d'incertitude. En 2026, le taux d'épargne baisserait de façon plus franche et atteindrait 17,4 %, soutenant la consommation malgré un pouvoir d'achat qui n'augmente pas. Cependant, bien que prévu en baisse, le taux d'épargne s'établirait fin 2026 encore près de 3 points de revenu au-dessus de son niveau pré-Covid.

Graphique 3.2. Taux d'épargne prévu et taux d'épargne issu de l'équation



Note : Le taux d'épargne simulé résulte de l'équation et est prolongé à partir des exogènes prévus. Le taux observé est prolongé en réduisant progressivement l'écart au taux simulé. Lorsque l'épargne simulée est inférieure à l'épargne observée (sur-épargne), l'écart est rempli en bleu, à l'inverse en cas de sous-épargne, l'écart est rempli en rose. L'équation intègre des variables indicatrices pour trois trimestres de l'année 2020 (Covid), marquées en gris.

Dernier point connu : T4 2024.

3.4. L'investissement des ménages (enfin) sur la voie du redressement

Si le redressement du marché de la construction neuve tarde encore à se matérialiser dans les données de permis de construire et de mises en chantier (graphique 3.3a), la baisse des taux d'intérêt des nouveaux crédits à l'habitat (graphique 3.3b) entamée début 2024 s'est accompagnée d'une amélioration des enquêtes de conjoncture menées auprès des professionnels du secteur (graphique 3.3c) (voir Heyer É. et P. Madec, 2024).

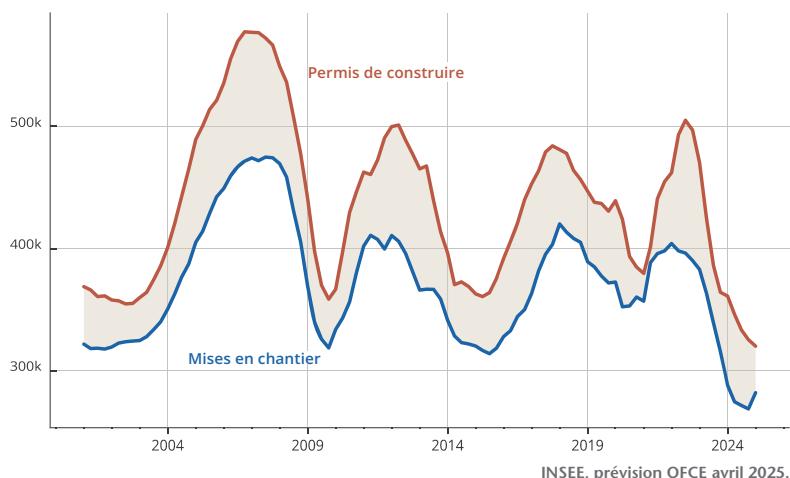
Par la suite, l'augmentation du volume des crédits à l'habitat accordés aux ménages (graphique 3.3d) a eu pour conséquence de soutenir de nouveau les transactions dans l'ancien (graphique 3.3e).

Cette (légère) reprise des transactions dans l'ancien devrait contribuer positivement au redressement de l'investissement des ménages au travers de ses composantes fiscales (les DMTO) et travaux.

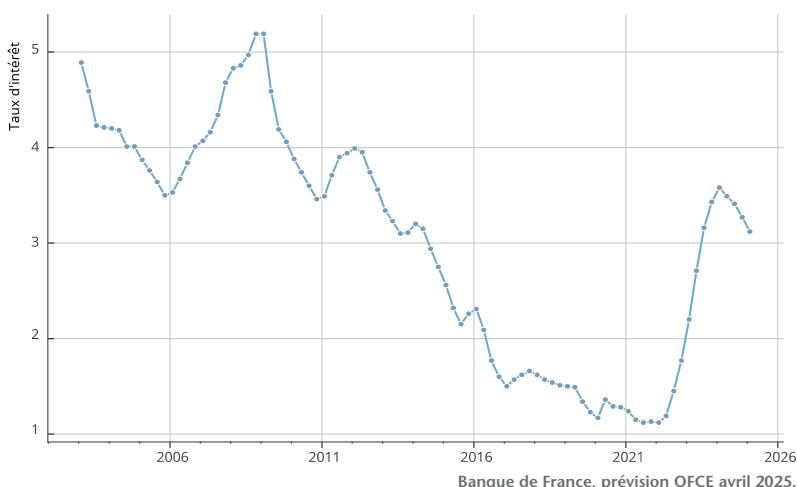
Dans un second temps, nous anticipons que l'investissement des ménages devrait croître à nouveau sous l'effet de la reprise du secteur de la construction neuve, soutenu notamment par l'ouverture à l'ensemble du territoire du dispositif de prêt à taux zéro (PTZ).

Graphique 3.3a, b. Éléments conjoncturels du secteur du logement résidentiel

a) Mises en chantier et permis de construire

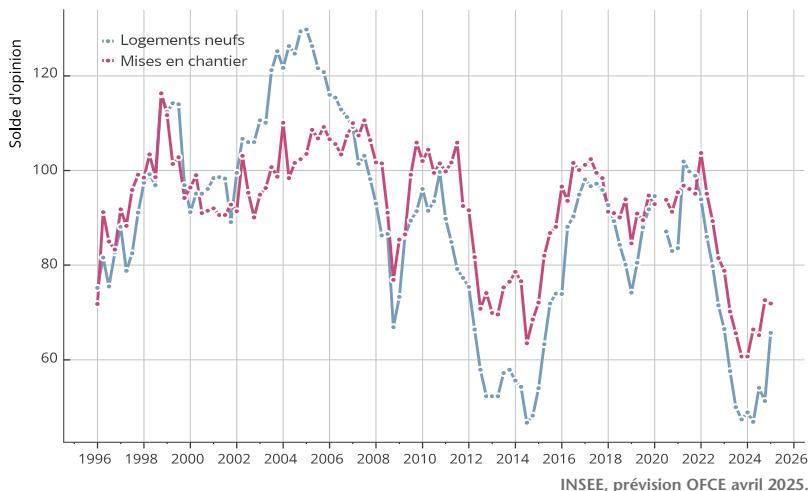


b) Taux des nouveaux crédits à l'habitat

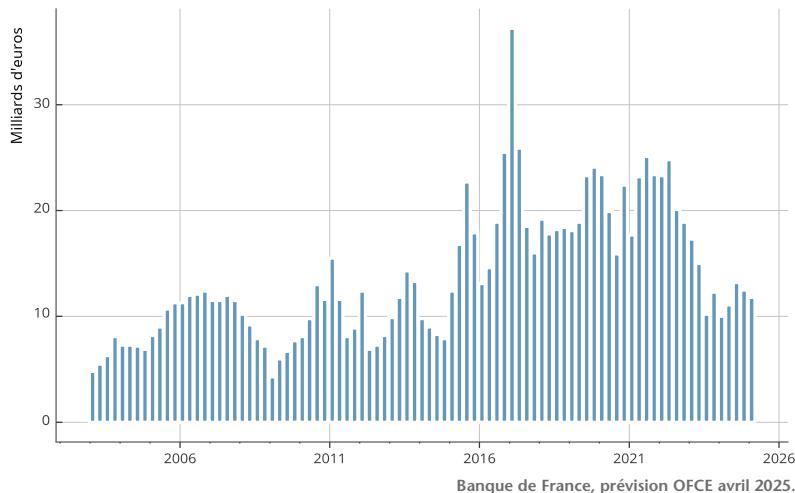


Graphique 3.3c, d. Éléments conjoncturels du secteur du logement résidentiel

c) Conjoncture du bâtiment

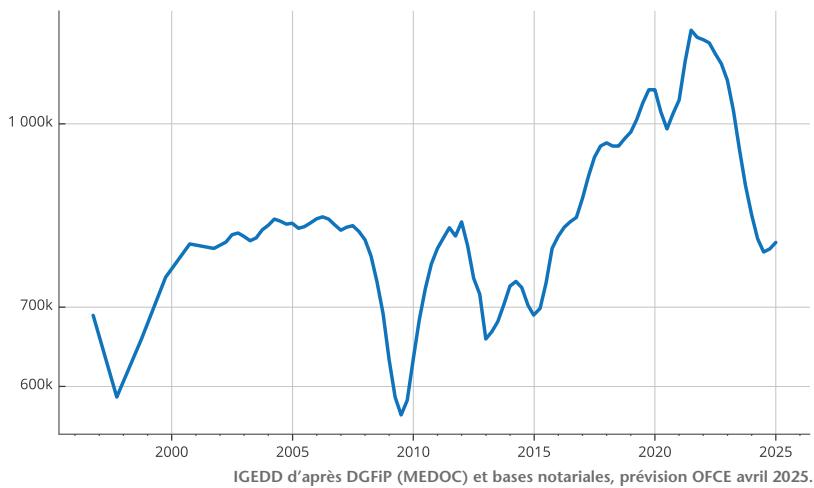


d) Volume de nouveaux crédits à l'habitat



Graphique 3.3e. Éléments conjoncturels du secteur du logement résidentiel

e) Nombre de transactions



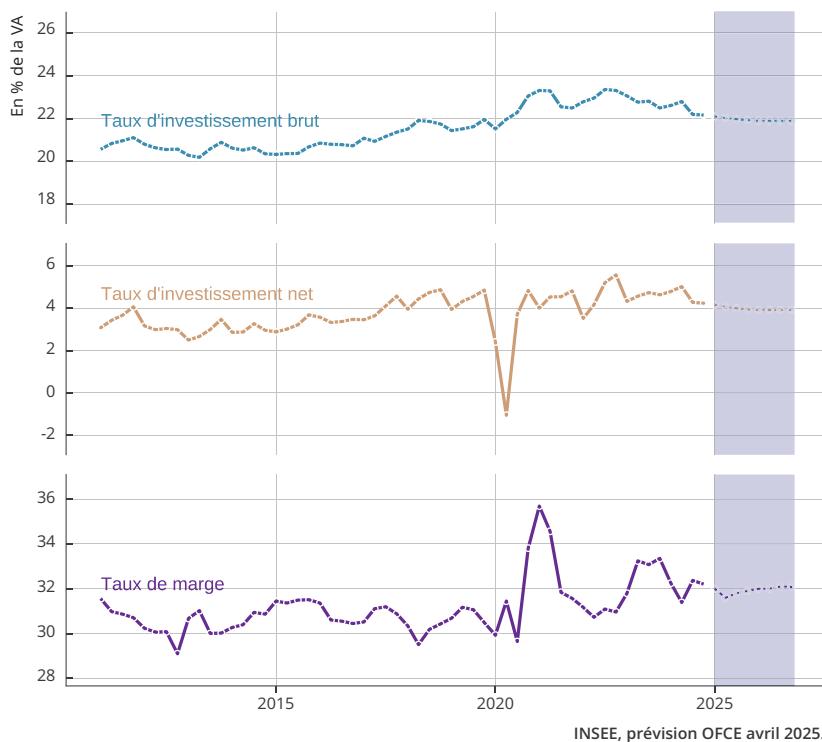
4. Des entreprises attentistes freinent sur l'investissement

Après trois années de reprise de 2021 à 2023, l'investissement des entreprises s'est retourné en 2024. La formation brute de capital fixe (FBCF) des entreprises non financières a diminué de 1,6 % par rapport à 2023, mais reste 6,5 % au-dessus de son niveau pré-Covid. Par produits, ce sont essentiellement les services d'information-communication, dont le taux de dépréciation est élevé, qui contribuent positivement à cette croissance. Cependant, leur progression plus faible en 2024, cumulée à la baisse des investissements en produits manufacturés et en construction, explique le recul par rapport à 2023. Ainsi, le taux d'investissement brut des sociétés non financières (SNF) s'établit fin 2024 à 22,2 % de la valeur ajoutée brute. Dans un contexte marqué par une forte remontée de l'incertitude, une hausse de la fiscalité et de faibles tensions sur les capacités de production, nous anticipons une poursuite du repli de la FBCF des entreprises en 2025 de -1,0 %, la transmission de la baisse des taux directeurs de la BCE au coût du capital restant encore limitée. Les faibles perspectives de demande dans l'industrie et les soldes d'opinion sur les carnets de commande en dessous de leur moyenne¹ renforcent cette prévision. Le taux d'investissement brut atteindrait alors 21,9 % de la valeur ajoutée fin 2025 et se stabilisera à ce niveau en 2026 avec la légère reprise de la croissance et la diffusion des baisses passées de taux (graphique 4.1).

Le taux de marge (EBE/VA) des SNF s'est replié fin 2024, de 0,2 point de valeur ajoutée par rapport au troisième trimestre, pour atteindre 32,2 % de la valeur ajoutée. En moyenne sur l'année 2024, il a reculé de 0,8 point par rapport à 2023. Au niveau sectoriel, ce recul s'explique principalement par la baisse du taux de marge dans l'industrie, pénalisée par une progression limitée des prix de valeur ajoutée ainsi qu'un repli de la production, mais atténuée par la reprise dans les services marchands. D'un point de vue macroéconomique, la situation financière globale des entreprises reste néanmoins favorable, le taux de

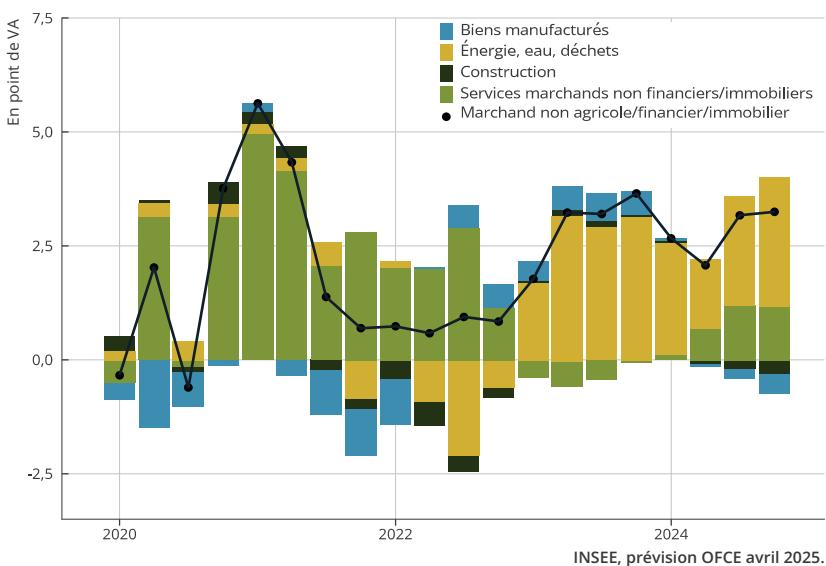
1. Voir l'[INSEE](#).

Graphique 4.1. Taux d'investissement et taux de marge des SNF



marge des SNF fin 2024 demeurant plus d'un point au-dessus de son niveau d'avant la crise sanitaire. Toutefois, cette bonne tenue des marges masque une importante hétérogénéité entre branches d'activité. Elle est essentiellement portée par la branche de l'énergie (graphique 4.2), bénéficiant de la hausse des prix de ses produits. Les marges se sont également améliorées dans les services depuis fin 2019, en particulier les services de transport et aux entreprises. Selon nos prévisions, le taux de marge se replierait début 2025, atteignant 31,6 % de la valeur ajoutée au deuxième trimestre, sous l'effet d'une hausse de la fiscalité sur les entreprises. Il se redresserait ensuite, porté par des gains de productivité supérieurs à la hausse du salaire réel en 2026.

Graphique 4.2. Contribution à la variation du taux de marge depuis le T4 2019



L'hétérogénéité des situations, malgré une situation macroéconomique relativement favorable, se reflète dans les défaillances d'entreprises qui ont atteint un niveau record en 2024 : 66 121 en décembre cumulé sur 12 mois (contre 59 342 en moyenne de 2010 à 2019)². Elles ont augmenté de 17,4 % en glissement annuel, bien que le rythme continue de ralentir. Cette progression est notamment due à un phénomène de rattrapage, après la réduction significative des défaillances, liée aux dispositifs de soutien à l'économie pendant la crise sanitaire. On estime que plus de 120 000 entreprises devraient encore être concernées par ce rattrapage³.

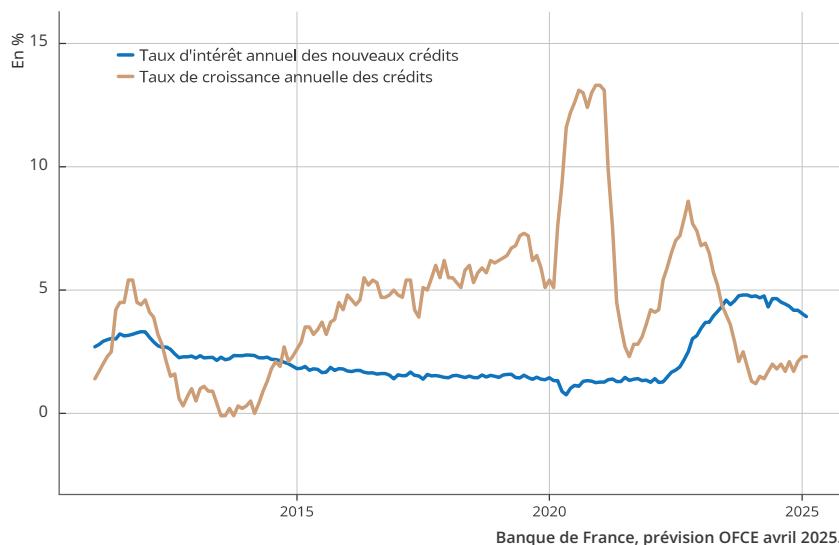
Enfin, le ralentissement de l'investissement en 2024 s'explique aussi du côté du financement. Depuis juin 2024, la BCE a engagé une baisse de ses taux directeurs, mais elle ne s'est que partiellement répercutée sur le coût de financement des entreprises, encore contraint par la hausse des taux longs en 2024 (graphique 4.3). L'effet de soutien à l'investissement des entreprises reste donc modéré. Ainsi, en décembre 2024, le taux d'intérêt moyen des nouveaux crédits bancaires reculait à

2. Voir les « Défaillances d'entreprises », 2025-01, selon la Banque de France.

3. Coquet B. et É. Heyer, 2025, « La productivité retrouve des couleurs », OFCE Policy brief, n° 142, avril 2025.

4,2 %, tandis que la croissance des encours de crédits des entreprises atteignait 2 %. Cette progression, portée par la hausse des crédits à l'investissement compensant le repli des crédits de trésorerie, reste néanmoins en deçà des 5 % observés en moyenne en 2019. Par ailleurs, après une forte baisse au deuxième trimestre, l'auto-financement des entreprises – leur épargne brute rapportée à leur investissement – est remonté à 89 % fin 2024, un niveau toutefois inférieur à sa moyenne de 98 % sur la période 2011-2019.

Graphique 4.3. Taux d'intérêt et taux de croissance des nouveaux crédits



5. Une consolidation budgétaire insuffisante pour diminuer la dette à horizon 2026

Alors que l'essentiel des dispositifs publics mis en œuvre pendant la pandémie de Covid-19 et le choc énergétique et inflationniste devaient s'éteindre, le déficit public de 2023 a surpris le gouvernement et les observateurs¹. En 2023, la France a affiché un déficit public de 5,4 % du PIB alors que le pays dispose du troisième taux d'endettement public (au sens de Maastricht) plus fort de l'union monétaire après la Grèce et l'Italie.

Avec des finances publiques dégradées et le retour de l'application des règles de la gouvernance européenne (renouvelées), l'heure des comptes devait sonner pour la France après des années de politique budgétaire fortement mobilisée². Ainsi, le Conseil de l'Union européenne a ouvert une procédure de déficit excessif à l'encontre de la France mi-2024. Le déficit public s'est établit à 5,8 % du PIB en 2025 (tableau 5.2). Le calendrier électoral a retardé, puis empêché, le vote de mesures correctives en cours d'année malgré les signaux d'alerte sur la présence d'un nouveau dérapage budgétaire.

Pourtant, la dissipation des mesures d'urgence liées aux crises des années antérieures, aurait dû améliorer spontanément le solde public de 1,1 point de PIB mais cet effet a été largement contrebalancé par une impulsion budgétaire hors charges d'intérêt de 0,9 point de PIB et la hausse de la charge d'intérêts de 0,1 point de PIB. Au regard de ces éléments, la hausse du déficit s'explique essentiellement par les surprises négatives sur les recettes publiques³, décevantes au regard du

1. Pour plus de détails, voir « 5,5 % de déficit public : anatomie d'un dérapage », dans Département analyse et prévision de l'OFCE, sous la direction d'Éric Heyer et Xavier Timbeau, 2024, « *L'heure des comptes : perspectives 2024-2025 pour l'économie française* », OFCE Policy brief, n° 126, 10 avril.

2. Pour plus d'informations, voir Plane M., X. Ragot et R. Sampognaro, 2024, « *Les crises expliquent-elles la hausse de la dette publique en France ?* », OFCE Le blog, 24 mai.

3. On parle d'une faible élasticité des prélèvements obligatoires. En 2024, l'élasticité des PO se serait établie à 0,8 (c'est-à-dire une hausse du PIB de 1 % se traduit par une hausse des PO hors nouvelles mesures de 0,8 %).

niveau de l'activité. À lui seul, cet effet d'élasticité expliquerait une dégradation du solde budgétaire de 0,4 point de PIB au cours de l'année 2024⁴.

À partir de 2025, la politique budgétaire devrait avoir une orientation clairement restrictive (tableau 5.1). Néanmoins, son ampleur reste soumise aux aléas politiques. Le projet de loi de finances (PLF) 2025 présenté par le gouvernement de Barnier, anticipait une restriction budgétaire de 1,5 point de PIB. La loi de finances initiale (LFI), finalement votée après des incertitudes sur l'issue finale du vote, devrait mettre en place un ajustement budgétaire primaire de 0,9 point de PIB, en retrait par rapport aux ambitions du PLF 2025. Toutefois, cet ajustement sera supérieur à ce que le statu quo aurait impliqué⁵ (0,4 point de PIB d'ajustement). En outre, une part de cet ajustement vient de la levée définitive des mesures d'urgence votées lors des dernières crises et l'autre part vient de nouvelles mesures de restriction votées dans le processus parlementaire.

En 2025, l'essentiel de la consolidation proviendra des hausses de prélèvements obligatoires (0,7 point de PIB). Parmi les mesures nouvelles, les prélèvements obligatoires qui concernent les entreprises représentent 0,5 point de PIB⁶. L'essentiel des hausses de fiscalité concerne la contribution exceptionnelle sur les grandes entreprises (0,3 point de PIB), même si le chiffrage d'une telle mesure reste soumis à de nombreux aléas⁷. Parmi les autres mesures affectant les entreprises nous pouvons compter notamment le reprofilage des exonérations de cotisations patronales (0,1 point de PIB net des effets sur l'impôt sur les sociétés) et la sortie des boucliers tarifaires, programmée avant le vote de la LFI 2025 (0,1 point de PIB). Les ménages verront leur fiscalité s'alourdir de 0,2 point de PIB avec la fin des boucliers tarifaires (0,1 point de PIB) et la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus (0,1 point de PIB).

4. Sur l'effet négatif des élasticités des prélèvements obligatoires sur les recettes fiscales en 2024 voir « Finances publiques : une mauvaise surprise peut en cacher une autre », dans Département analyse et prévision de l'OFCE, sous la direction d'Éric Heyer et Xavier Timbeau, 2025, « [La croissance à l'épreuve du redressement budgétaire](#) », *OFCE Policy brief* 137, 16 octobre.

5. Voir Madec P., M. Plane et R. Sampognaro, 2024, « [Après la censure : impact économique et budgétaire de la Loi spéciale pour 2025](#) » *OFCE Le blog*, 22 décembre.

6. Pour rappel, ce calcul fait référence à l'agent qui est concerné par le paiement de l'impôt, ce qui peut varier de l'incidence finale du prélèvement qui dépend des comportements des acteurs et des structures de marché.

7. Pour apprêhender les difficultés inhérentes à la prévision des recettes liées aux bénéfices des entreprises, voir Bach L., 2024, « [Faibles recettes de l'impôt sur les sociétés: qui aurait pu prédire ?](#) », *blog de l'IPP*, 8 novembre.

Tableau 5.1. Mesures budgétaires prévues pour 2025

	PLF 2025		PLS 2025		LFI 2025	
	En Mds d'euros	En pts de PIB	En Mds d'euros	En pts de PIB	En Mds d'euros	En pts de PIB
Mesures nouvelles en PO						
Ménages	6,5	0,2	5,2	0,2	6,1	0,2
Entreprises	20,6	0,7	0,6	0,0	14,3	0,5
Total	27,1	0,9	5,8	0,2	20,4	?0,7
Mesures nouvelles en dépenses publiques primaires						
État	-9,2	-0,3	-15,9	-0,5	-8,2	-0,3
Sécurité sociale	-5,4	-0,2	9,4	0,3	2,3	0,1
Collectivités locales	-3,7	-0,1	1,3	0,0	-0,3	-0,0
Total	-18,3	-0,6	-5,2	-0,2	-6,2	-0,2
Effort structurel primaire	45,4	1,5	11,0	0,4	26,6	0,9
Impact sur le PIB		-0,8		-0,2		-0,4

Prévision OFCE avril 2025.

Note : Les économies en dépenses sont mesurées par rapport à une croissance potentielle de 1,3 %.

Le reste de l'ajustement sera réalisé par la dépense publique primaire (0,2 point de PIB). Cet ajustement sera fait exclusivement sur le champ de la dépense de l'État (0,3 point de PIB, soit un montant équivalent à celui anticipé par le gouvernement Barnier). *A contrario*, les dépenses de sécurité sociale augmenteront sur l'ensemble de l'année (par rapport au PIB potentiel) de 0,1 point de PIB, en raison notamment de l'indexation des pensions du 1^{er} janvier. En effet, une des principales conséquences de la censure du gouvernement Barnier a été d'empêcher un certain nombre de mesures pesant sur les dépenses sociales (0,3 point d'ajustement prévu par le PLF 2025 sur les transferts sociaux). L'évolution des dépenses des collectivités locales aura un effet neutre sur l'impulsion budgétaire.

Dans un contexte où la politique budgétaire s'explique essentiellement par les hausses de fiscalité, ciblée sur les grands groupes et les hauts revenus, le multiplicateur budgétaire devrait être relativement faible (évalué à moins de 0,5). Ainsi, la politique budgétaire amputera la croissance du PIB de 0,4 point (à comparer au -0,8 point de perte de PIB inscrit dans notre dernier exercice de prévision d'octobre 2024, fondé sur la politique budgétaire inscrite dans le PLF 2025).

Si la politique budgétaire a une orientation clairement restrictive, la baisse du déficit sera atténuée par la dégradation de l'activité qui ampute le solde conjoncturel de 0,4 point de PIB. Par ailleurs, la hausse de la charge d'intérêts (0,2 point de PIB) et le retrait partiel des fonds du plan de relance européen (0,1 point de PIB) pèsent aussi sur le rétablissement des comptes publics. Au total, le déficit public est attendu à 5,5 % de PIB pour 2025.

La politique budgétaire gardera une orientation restrictive en 2026. Selon nos prévisions la consolidation budgétaire primaire serait de 0,7 point de PIB, malgré une hypothèse de hausse de 0,2 point de PIB des dépenses militaires (encadré 1.2), ce qui implique implicitement un financement de la hausse du budget de la défense par des économies sur d'autres postes des dépenses publiques. Par ailleurs, à défaut de détails plus précis, nous avons supposé qu'en 2026 les nouvelles mesures en prélèvements obligatoires ne contribueront pas à l'ajustement budgétaire. Selon nos hypothèses, la totalité de l'impulsion budgétaire négative viendra donc d'un effort en dépenses publiques primaires. Il faut noter que ce scénario suppose que l'extinction des contributions exceptionnelles des grandes entreprises et des hauts revenus sera compensée par des nouvelles recettes. Nous supposons donc que ce programme sera en ligne avec les derniers programmes pluriannuels, à la base des engagements européens de la France. Cela suppose que les plans initiaux ne seront pas atténués lors des débats parlementaires, ce qui peut être une hypothèse forte compte tenu du contexte politique⁸. La charge d'intérêts augmenterait de 0,3 point de PIB. Au total, nous anticipons un déficit public en légère diminution qui atteindrait 5,3 % de PIB pour l'année 2026.

En dépit de la consolidation budgétaire anticipée sur 2025 et 2026, qui atteindra une ampleur rarement vue dans la chronique budgétaire hexagonale, le déficit public restera relativement important au cours de la période 2024-2026 et supérieur au solde stabilisant la dette en points de PIB. Dans ce contexte, la dette publique au sens de Maastricht devrait augmenter jusqu'à 117 % du PIB en 2026 (après 115 % en 2025 et 113 % en 2024).

8. Voir Sampognaro R., 2024, « [Effet d'un choc d'incertitude politique sur le PIB français](#) », *Revue de l'OFCE*, n° 187, 2024/4.

Tableau 5.2. Évolution des finances publiques

En points de PIB	2023	2024	2025	2026
Solde public (= a + b + c - d + f + e)	-5,4	-5,8	-5,5	-5,3
Solde primaire hors mesures temporaires, défense et effet d'activité (a)	-2,1	-3,0	-2,4	-1,7
Nouvelles mesures budgétaires pour la défense (f)	—	—	—	-0,2
Charges d'intérêts (d)	1,9	2,0	2,2	2,5
Mesures d'urgence / relance / énergie / inflation (b)	-1,7	-0,6	-0,3	-0,1
Effet d'activité (y.c. effet d'élasticité) (c)	0,1	-0,3	-0,8	-0,8
dont effet lié à l' <i>output gap</i> seul	-0,6	-0,6	-1,0	-1,0
Fonds du plan de relance européen (e)	0,2	0,2	0,2	0,1
Dette publique	109,8	113,0	114,9	116,7

Prévision OFCE avril 2025.

6. Commerce extérieur : un rebond contrarié

6.1. Le rebond du commerce extérieur a fortement contribué à la croissance en 2023 et 2024

Entre 2019 et 2022, le commerce extérieur français a été lourdement impacté par une succession de chocs majeurs. La crise sanitaire a provoqué l'arrêt de certaines industries exportatrices lors du premier confinement, ainsi que celui plus durable des flux touristiques. Les difficultés financières des compagnies aériennes les ont conduites à reporter leurs commandes aéronautiques, pénalisant l'un des secteurs exportateurs les plus dynamiques. Un autre, celui du luxe et des produits cosmétiques, a été fortement affecté par les faibles flux de voyageurs dans les aéroports et les confinements successifs en Chine. Vint ensuite la crise énergétique. La France est devenue importatrice nette d'électricité en 2022 en raison de l'arrêt de plusieurs centrales nucléaires. La forte hausse des prix de l'électricité et du gaz, consécutive à l'invasion de l'Ukraine, a réduit la compétitivité des industries intensives en énergie comme la chimie ou la métallurgie. En plus des crises énergétiques et sanitaires, certains secteurs ont été touchés par des chocs spécifiques. Les exportations automobiles se sont contractées avec la baisse généralisée de la demande en Europe et la concurrence des constructeurs chinois, tandis que les exportations agricoles ont été fortement pénalisées par la mauvaise récolte en 2024 (avec un impact négatif de -0,2 pt de pourcentage sur la croissance du PIB selon l'INSEE¹). À tout cela s'est ajoutée une évolution moins commentée mais importante : les gains de parts de marché des exportations chinoises depuis 2019. Portée par une dépréciation réelle significative², les exportations de la Chine se sont fortement accrues au détriment de ses concurrents, notamment européens. Si l'impact direct sur la France est moindre que sur l'Allemagne par exemple, les exportations françaises sont pénalisées en cascade par les pertes de parts de marché de ses principaux partenaires vis-à-vis de la Chine.

1. Voir INSEE, 2024, *Note de conjoncture de l'INSEE* du 9 juillet.

2. La spécificité de cette dépréciation est de passer davantage par une baisse des prix relatifs à l'export que par un ajustement du taux de change nominal.

Malgré ce contexte défavorable, le commerce extérieur a connu un rebond significatif en 2023 et 2024 et a fortement contribué à la croissance française sur cette période (voir graphique 1.3). Ce rebond se caractérise à la fois par une hausse des exportations et une baisse des importations. La hausse des exportations n'est pas une surprise. Une partie des chocs de la période 2020-2022 était temporaire. Les exportations d'électricité, de produits de luxe, de services touristiques, et de produits de l'industrie aéronautique retrouvent leur niveau antérieur, voire le dépassent. La baisse des importations n'est quant à elle pas forcément le signe d'une économie en très bonne santé et reflète en partie la faible croissance de la demande intérieure. Cependant, la dynamique des importations n'est pas seulement liée à des effets d'activité. Après une forte hausse entre 2019 et 2022, le taux de pénétration a diminué, en lien avec le fort mouvement de déstockage observé en 2023 et 2024.

6.2. Des perspectives très incertaines pour 2025 et 2026

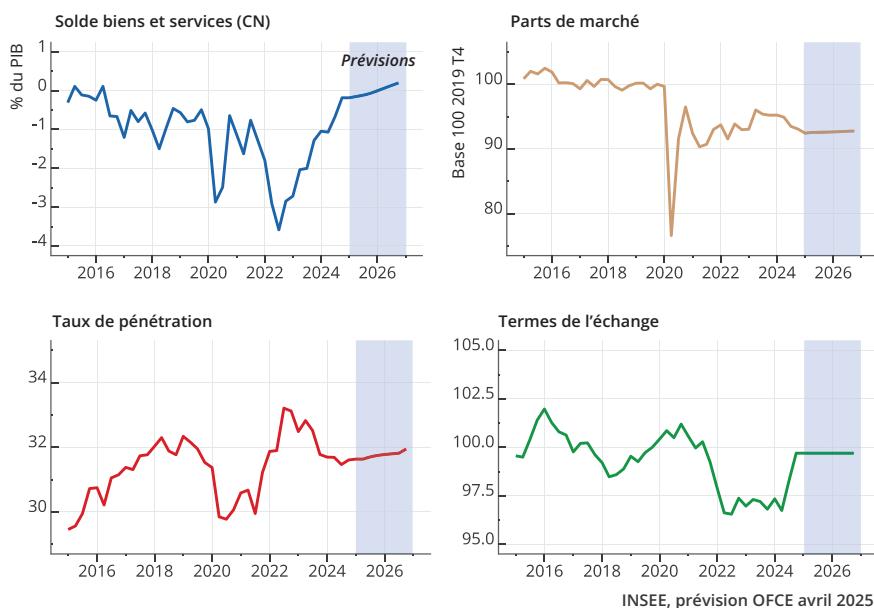
Dans notre scénario précédent, nous anticipions des exportations dynamiques, tirées par le secteur aéronautique et son carnet de commandes record. Ce scénario ne s'est cependant que très partiellement matérialisé en raison de contraintes d'offre plus importantes que prévues. Nous demeurons cependant optimiste sur ce plan. Le carnet de commandes est toujours là et les contraintes d'offre devraient se réduire progressivement. En ce qui concerne les importations, une reprise technique après la baisse des trimestres précédents est possible mais devrait s'accompagner d'une hausse des stocks avec un effet finalement relativement faible sur le PIB.

Ces éléments sont toutefois secondaires au regard des chocs qui viennent. Les hausses de droits de douane annoncées par l'administration Trump pourraient complètement bouleverser le commerce international. L'impact direct sur l'économie française devrait être mesuré. Avec des droits de douane à 10 % sur les importations américaines, nous retenons un effet négatif de 0,4 point de pourcentage sur les exportations et de 0,13 point de pourcentage sur le PIB d'ici à fin 2026 (voir synthèse France). L'impact indirect (impact négatif sur la croissance de nos partenaires commerciaux, réorientation des exportations destinées aux États-Unis vers des marchés sur lesquels la France est implantée, etc.) est très incertain avec des risques majoritairement à la baisse. En revanche, les annonces européennes sur les dépenses de

défense et le plan de relance massif annoncé par le nouveau gouvernement allemand constituent des aléas significatifs à la hausse.

Cette incertitude nous conduit à adopter des hypothèses relativement neutres pour la prévision, résumées dans le graphique 6.1. Les exportations progresseraient au même rythme que la demande adressée. La contribution du commerce extérieur serait légèrement négative en 2025. En 2026, les importations progresseraient plus rapidement que le PIB en raison d'une composition de la croissance favorable aux composantes à fort contenu en importations. La hausse serait proche de celle des exportations, d'où une contribution nulle du commerce extérieur à la croissance en 2026. Les termes de l'échange resteraient à leur niveau actuel.

Graphique 6.1. Commerce extérieur français : les principales statistiques



International : Climats hostiles

Perspectives 2025-2026 pour l'économie mondiale

Département analyse et prévision
Sous la direction d'Éric Heyer et de Xavier Timbeau

La croissance mondiale en 2024 fut de nouveau marquée par le dynamisme de l'économie américaine. Inversement, malgré le recul des prix de l'énergie, la croissance est restée atone dans la zone euro, en particulier en Allemagne, même si d'autres pays comme l'Espagne ont maintenu une dynamique plus favorable. L'inflation a poursuivi sa baisse, ce qui a conduit les banques centrales à mettre un terme au resserrement monétaire puis à baisser légèrement leurs taux directeurs.

La perspective des hausses des droits de douane devrait freiner la désinflation et même accroître l'inflation aux États-Unis. Il en résulterait un ralentissement du commerce mondial tandis que les ménages verront leur pouvoir d'achat amputé par cette taxe supplémentaire sur les importations. La croissance mondiale sera donc freinée, d'autant plus que les pays sont dépendants du marché américain pour leurs exportations. Dans ces conditions, les banques centrales devront de nouveau arbitrer entre leur objectif de stabilité des prix et la croissance. À court terme, la multiplication des annonces de hausses de droits de douane accroît fortement l'incertitude.

La croissance mondiale sera plus faible en 2025 et 2026 mais résisterait grâce au soutien de la politique monétaire. Par ailleurs, le soutien budgétaire sera moindre qu'anticipé aux États-Unis du fait des coupes annoncées sur les dépenses publiques. En Europe, la poursuite de la guerre en Ukraine et des tensions avec la Russie conduiront à des hausses des dépenses militaires. L'orientation de la politique budgétaire sera moins restrictive et même expansionniste en Allemagne, qui s'engage dans un plan de relance.

* Ces textes synthétisent l'analyse de la conjoncture pour l'économie mondiale et européenne menée par le Département analyse et prévision au printemps 2025. Il s'appuie sur le travail de l'équipe internationale animée par Christophe Blot, composée de Céline Antonin, Elliot Aurisergues, Amel Falah, Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Ombeline Jullien de Pommerol, Christine Riffart, Benoît Williatte. Cette prévision est réalisée sur la base d'informations connues jusqu'au 4 avril 2025.

Perspectives 2025-2026 pour l'économie mondiale

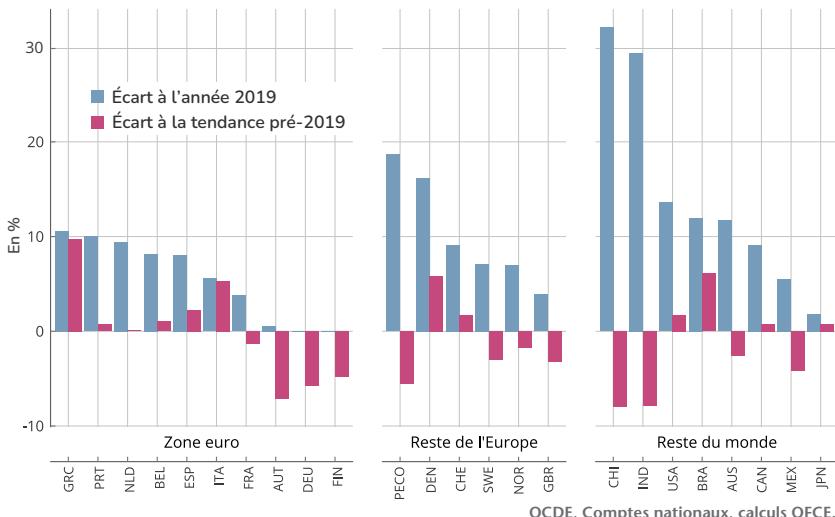
7. Synthèse : climats hostiles	53
7.1 Fin de la crise énergétique	53
7.2 Donald Trump met l'économie mondiale sous tension.....	56
7.3 La roulette russe.....	58
8. Emploi : l'heure des corrections	63
8.1 Le ralentissement des marchés du travail se poursuit.....	63
8.2 En 2024, des trajectoires de croissance et de productivité contrastées	64
8.3 Les cycles de productivité se referment en Europe et aux États-Unis.	65
9. Une baisse de l'inflation en demi-teinte ?.....	67
9.1 Après la crise énergétique	67
9.2 La guerre commerciale menace-t-elle le retour de l'inflation à sa cible ?	72
10. Nouveau dilemme pour les banques centrales	73
11. Politiques budgétaires	77
11.1 Après la crise énergétique	77
11.2 Zone euro : la relance allemande éclipse la consolidation budgétaire	78
12. Trade Wars : l'empire contre-attaque	85
12.1 Scénario	85
12.2 Un impact économique limité sous nos hypothèses	87
12.3 Des risques majeurs	90
Références bibliographiques	143

7. Synthèse : climats hostiles

7.1. Fin de la crise énergétique

Malgré l'accalmie sur les prix de l'énergie, l'activité économique mondiale a légèrement ralenti en 2024, progressant de 3,2 % après 3,5 % l'année précédente. La conjoncture internationale fut de nouveau caractérisée par le dynamisme de la croissance des États-Unis (2,8 % en 2024) et la faiblesse de l'activité dans la zone euro (tableau 7.1). Le PIB de l'Allemagne s'est contracté pour la deuxième année consécutive et ne dépasse toujours pas le niveau moyen observé en 2019 (graphique 7.1). En France, la croissance s'est maintenue à 1,1 % en 2024 dans un contexte marqué par une instabilité politique inhabituelle. En Italie, l'activité marque le pas depuis l'été, ramenant la croissance annuelle à 0,5 % contre 0,8 % en 2023. Inversement, la croissance espagnole n'a pas fléchi en 2024 (3,2 %) par rapport à 2023. Ainsi, parmi les quatre principaux pays de la zone, c'est en Espagne que le niveau de PIB a le plus progressé par rapport à 2019. Néanmoins, si on compare le niveau d'activité à celui résultant d'une trajectoire où le PIB aurait progressé au même rythme que la tendance pré-Covid, c'est en Italie que la situation a été la plus favorable avec un PIB supérieur de 5,3 points à ce niveau contrefactuel (graphique 7.1). Inversement, l'Allemagne accuserait un retard de près de 6 points de PIB. Hors zone euro, l'activité a plutôt eu tendance à accélérer en Europe en 2024, notamment au Royaume-Uni, avec une croissance de 1,1 % contre 0,4 % en 2023, et dans les pays d'Europe centrale et orientale, tirés par la Pologne et le retour d'une croissance positive en Hongrie. Au Japon, l'activité a stagné en 2024, principalement en raison d'un mauvais premier trimestre. Enfin, après la forte accélération de l'activité dans les pays émergents en 2023 – soutenue notamment par les pays d'Asie – un ralentissement s'est opéré en 2024. La croissance est passée en moyenne de 4,6 à 4,2 % entre les deux années. Elle a continué de baisser en Amérique latine à 2 % et s'est infléchie en Asie à 5 %, Chine comprise. En Russie et en dépit de la guerre, la croissance a augmenté à 4,1 % après 3,6 % en 2023.

Graphique 7.1. Niveaux de PIB au quatrième trimestre 2024



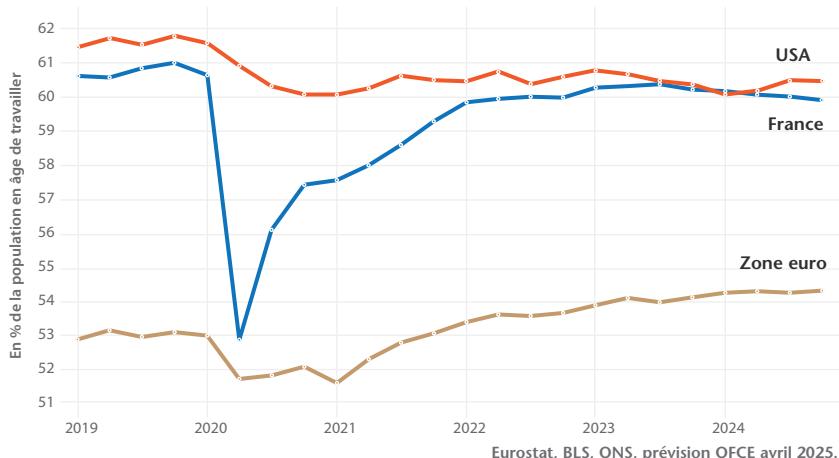
Note : Pour les pays industrialisés, le PIB contrefactuel de fin 2024 est calculé à partir des taux de croissance du PIB potentiel estimé par l'OCDE, en 2019, pour les années 2020 et 2021 et prolongés à cette dernière valeur pour les années suivantes. Pour les pays émergents, nous retenons la croissance moyenne observée avant le Covid entre 2013 et 2019, sauf pour le Brésil où nous excluons les années de récession ou de faible croissance avant 2016.

Après la forte hausse de 2021-2022, l'inflation a continué de baisser en 2024. Dans la zone euro, elle a reculé de 3,1 points passant de 5,5 % à 2,4 % en moyenne annuelle. La baisse est encore plus importante pour le Royaume-Uni (-4,8 points) même si l'évolution cumulée depuis 2019 indique une augmentation plus forte des prix (+26,1 %) outre-Manche contre 21,4 % sur l'ensemble de la zone euro (voir partie Inflation). La désinflation a été moins marquée en 2024 aux États-Unis, avec une inflation – mesurée par l'indice des prix à la consommation – qui se maintient autour de 3 % depuis plusieurs mois et un niveau de prix 25 % plus élevé qu'en 2019. Pour autant, la crainte d'une spirale inflationniste ne s'est matérialisée ni en Europe ni aux États-Unis. Les salaires nominaux ont certes progressé plus rapidement que les prix en 2023 et 2024 mais, à l'exception de l'Espagne, les salaires réels n'ont pas effacé les pertes enregistrées en 2021 et 2022. Dans ces conditions, la perspective d'un retour progressif vers leur cible d'inflation a conduit les banques centrales à baisser leur taux directeur. Dans le cas du Japon, après de longues années de pressions déflationnistes, la progression des salaires nominaux a permis de ramener plus durablement l'inflation vers la cible de la Banque du Japon qui a donc amorcé une normalisation de sa politique monétaire avec un retrait progressif des mesures d'assouplissement quantitatif et une hausse du taux directeur.

L'évolution du pouvoir d'achat du revenu disponible brut a été plus favorable en 2024 dans les pays européens, sauf en Espagne, où le ralentissement de l'inflation a été un peu moins marqué. Aux États-Unis, la hausse du revenu disponible nominal a été freinée par une moindre croissance des revenus financiers et par une contribution des impôts aux revenus de nouveau négative¹. Néanmoins, la consommation des ménages est restée un moteur de la croissance aux États-Unis alors qu'elle a été beaucoup moins dynamique en Europe et au Japon en raison de l'augmentation des taux d'épargne.

Paradoxalement, la faible croissance en Europe n'a pas eu pour conséquence une dégradation du marché du travail même s'il y a eu moins de créations d'emplois (voir partie Emploi). Le taux de chômage a même baissé dans la zone euro en 2024, notamment en Espagne et en Italie. Inversement, la situation s'est légèrement dégradée aux États-Unis avec une légère hausse du taux de chômage et une baisse du taux d'emploi (graphique 7.2). Ces trajectoires ont pour corollaire celles de la productivité du travail qui est bien plus dynamique aux États-Unis que dans les pays de la zone euro, ce qui alimente le diagnostic sur le décrochage de l'Europe².

Graphique 7.2. Taux d'emploi



1. En 2022, les impôts payés par les ménages avaient fortement baissé et contribué positivement (à hauteur de 2,1 points au revenu disponible).

2. Voir les analyses de l'OFCE publiées dans le *OFCE Policy brief n° 128* et *n° 130*.

7.2. Donald Trump met l'économie mondiale sous tension

Comme il l'avait fait lors de son premier mandat, Donald Trump entend de nouveau user des droits de douane pour faire prévaloir les intérêts américains. Depuis son investiture, il a multiplié les annonces et déclenché une nouvelle guerre commerciale (voir Politiques commerciales). Néanmoins, alors que certaines sanctions sont rapidement appliquées, d'autres sont annoncées mais avec une application immédiatement reportée. Notre scénario central prévoit une hausse moyenne de 10 points des droits de douane sur les produits importés par les États-Unis et suppose que les représailles seront limitées³. Au-delà des tarifs douaniers, les décisions du président américain ou de son partenaire Elon Musk sont source d'incertitude sur l'orientation de la politique commerciale ou les conditions d'exercice de leur activité pour les entreprises étrangères. À court terme, il en résulte un climat hostile aux affaires, ce qui freinerait l'investissement ou la consommation outre-Atlantique. Les exportations vers les États-Unis devraient augmenter au premier trimestre 2025 en anticipation de tarifs plus élevés.

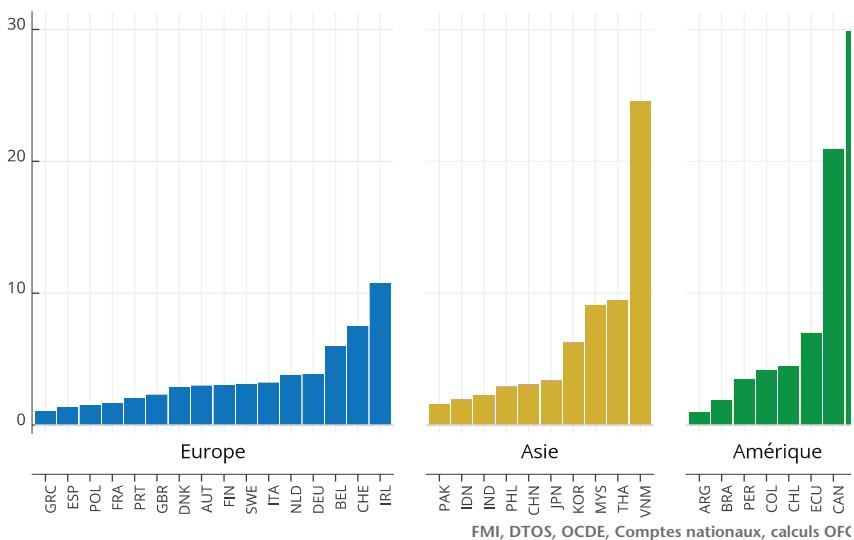
Les effets de la hausse des tarifs douaniers sur l'activité s'amplifieraient en 2026. Le commerce mondial ralentirait pour atteindre une croissance de 2,2 % en 2026 contre 2,9 % en 2024. Certains pays seraient plus exposés aux mesures, soit parce qu'ils sont directement ciblés par des droits plus élevés, soit parce qu'ils exportent des biens ciblés par des droits vers les États-Unis. Enfin, l'impact économique dépendra du poids des exportations vers les États-Unis dans leur PIB. Le Mexique et le Canada sont particulièrement exposés puisque plus de 75 % de leurs exportations sont à destination des États-Unis, ce qui représente respectivement 30 % et 21 % de leur PIB (graphique 7.3). En Europe, l'Irlande, la Suisse puis la Belgique sont les pays pour lesquels les exportations vers les États-Unis pèsent le plus dans le PIB. En Asie, le Viêt Nam, la Thaïlande, la Corée et la Malaisie sont les plus vulnérables en cas d'augmentation des droits de douane américains.

La croissance mondiale baisserait à 2,9 % dès 2025 puis se stabiliserait à ce même niveau en 2026. Les économies développées pourront encore bénéficier de l'assouplissement monétaire passé. En Europe, la BCE et la Banque d'Angleterre continueront de baisser tandis que la Réserve fédérale devra faire face à une inflation plus élevée aux

3. Cette hypothèse ne tient donc pas compte des annonces du 2 avril 2025.

États-Unis et stabiliseraient son taux directeur (tableau 7.2). En effet, alors que la stabilisation des prix de l'énergie ne devrait plus être un moteur de l'inflation ou de la désinflation, les banques centrales se montreront prudentes en raison des risques inflationnistes qui résulteraient des droits de douane. Aux États-Unis, l'inflation dépasserait de nouveau 3 % en fin d'année 2025. Sous l'hypothèse de représailles limitées de la part des pays européens, l'inflation en zone euro et au Royaume-Uni ne serait pas affectée directement par la guerre commerciale et reviendrait alors vers 2 %.

Graphique 7.3. Part des exportations vers les États-Unis



Note : La part des exportations vers les États-Unis dans les exportations totales du pays est calculée en moyenne sur les années 2022 et 2023.

Les perspectives restent moroses dans les pays émergents et en développement pour 2025 et 2026, notamment en Asie où la croissance passerait sous le seuil des 5 %. Au-delà du fléchissement attendu en Chine (à 4,5 % en 2026), ce sont les dragons d'Asie qui semblent les plus affectés dans la région par le changement en cours (Hong Kong, Corée du Sud, Singapour, Taïwan). L'Amérique latine garderait un rythme de croissance autour de 2 % en moyenne, le fléchissement attendu au Mexique – en raison de sa forte dépendance aux États-Unis – et au Brésil étant compensé par la reprise en cours en Argentine. Davantage fragilisée que l'Asie sur le marché des changes, l'Amérique

latine en subit l'impact sur les prix. L'inflation est repartie dans plusieurs pays, entraînant un nouveau durcissement des politiques monétaires, au Brésil notamment. En Asie, par contre, l'inflation reste contenue autour de 2 % mais la vigilance des banques centrales demeure.

Le second mandat de Donald Trump laisse également entrevoir un changement géopolitique profond notamment pour l'Europe, et plus encore pour l'Ukraine, ce qui devrait avoir pour conséquence une hausse des budgets consacrés aux dépenses militaires. Le plan reArm Europe en dessine les premiers contours en donnant des marges de manœuvre aux États membres. La consolidation des finances publiques ne serait plus la seule priorité, ce qu'illustrent les annonces récentes faites par le gouvernement allemand (voir partie Finances publiques). Les impulsions budgétaires seront généralement moins restrictives en 2026 qu'en 2025. La politique budgétaire deviendrait même expansionniste en Allemagne. Le PIB accélérerait dans la zone euro progressant de 1,1 % en 2025 puis de 1,5 % en 2026. Cette hausse de la croissance ne se refléterait pas dans les chiffres du chômage. À l'exception de l'Espagne, le taux de chômage augmenterait légèrement en Allemagne et en Italie et plus significativement en France du fait de l'augmentation de la productivité. Aux États-Unis, le chômage augmenterait également en lien avec la baisse de la croissance qui passerait de 2,8 % en 2024 à 1,4 % en 2025.

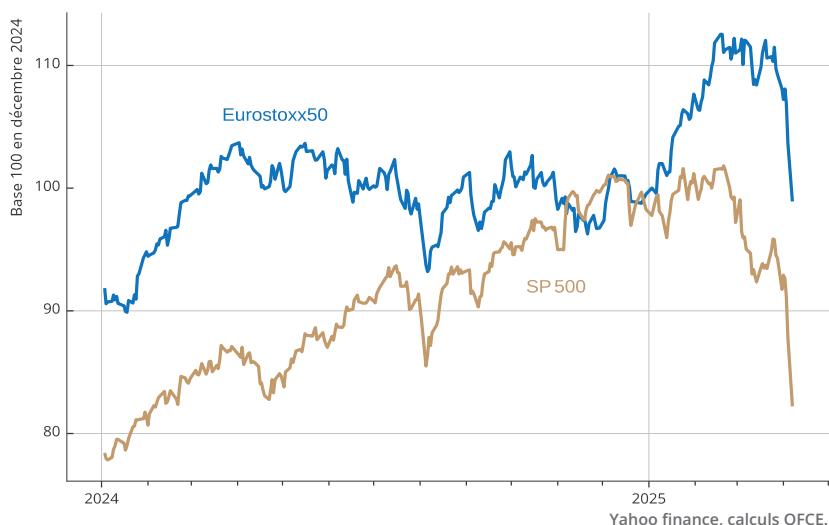
7.3. La roulette russe

La multiplication des annonces depuis l'investiture de Donald Trump en janvier 2025 crée une forte incertitude sur la politique commerciale américaine, sur les objectifs de cette stratégie et sur les mesures de représailles que prendront les partenaires commerciaux des États-Unis. La guerre commerciale est bien déclarée et ne devrait faire que des perdants. Pour autant, il est difficile de lire le scénario qui sera finalement adopté et le niveau de droits de douane qui s'appliquera *in fine* en moyenne en 2025 et 2026. La déclaration du 2 avril ouvre la possibilité de droits plus élevés : à peu près le double pour les pays de l'Union européenne et plus encore pour les biens importés de Chine. La situation récente a cependant montré que les sanctions sont susceptibles d'être reportées ou atténuées. S'il ne fait pas de doutes que Donald Trump assume une politique commerciale agressive, l'annonce du *Liberation Day* pourrait être un moyen de forcer les partenaires commerciaux des États-Unis à négocier un accord conduisant à ouvrir plus largement leur marché aux produits américains. Dans le cas d'une

application stricte des droits annoncés le 2 avril, l'impact négatif resterait modéré pour les pays européens en 2025 et 2026 : de l'ordre de -0,2 point de PIB (voir Politiques commerciales). L'impact serait plus conséquent pour la Chine en 2025. Les pays émergents et en développement pourraient être fortement fragilisés à la fois parce qu'ils pourraient subir une hausse très élevée des droits, et parce qu'ils auront plus de difficultés à absorber le choc en raison d'une part plus importante de leurs exportations à destination des États-Unis. Enfin, il ne semble pas qu'un scénario de représailles généralisées soit à l'ordre du jour. Certains pays privilient déjà la négociation tandis que d'autres, Chine et Union européenne principalement, pourraient opter pour des représailles ciblées. Néanmoins, les États-Unis pâtiraient des mesures de rétorsion avec une croissance annuelle qui pourrait passer sous les 1 %.

Enfin, cette multiplication des annonces a aussi suscité l'inquiétude des marchés financiers mondiaux qui ont fortement chuté. La baisse de l'indice américain S&P 500 corrige en partie le boom qui avait été observé à la fin de l'été 2024 et qui reflétait des perspectives de croissance favorable sans doute dopée par les annonces de baisses d'impôts et d'allègement des contraintes réglementaires (graphique 7.4). La baisse en cours traduit une révision à la baisse des anticipations de

Graphique 7.4. Indice boursier aux États-Unis (SP 500) et en Europe (Eurostoxx50)



croissance mais elle pourrait aussi être le signe d'un désordre économique mondial durable résultant d'une remise en cause profonde des relations économiques internationales établies depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale. Le pire scénario serait celui d'une panique financière qui, couplée à une escalade sur les droits de douane, ferait basculer de nombreuses économies en récession.

Tableau 7.1. Croissance du PIB mondial

	Évolution en %	2024	2025	2026
Allemagne		-0,2	0,1	1,5
France		1,1	0,5	1,1
Italie		0,5	0,8	0,9
Espagne		3,2	2,3	1,8
Zone euro		0,8	1,1	1,5
Royaume-Uni		1,1	0,8	1,4
États-Unis		2,8	1,4	1,5
Japon		0,1	1,1	0,6
Pays industrialisés		1,7	1,3	1,5
Chine		5,0	4,8	4,5
Autres pays d'Asie		5,0	4,9	4,9
Amérique latine		2,0	2,1	2,1
Pays émergents et en développement		4,2	4,0	3,9
Monde		3,2	2,9	2,9

Comptes nationaux, prévision OFCE avril 2025.

Note : Pondération selon le PIB et les PPA de 2014 estimés par le FMI.

Tableau 7.2. Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et prix des matières premières

	2025						2024	2025	2026
	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Taux de change									
1 €=...dollars	1,10	1,07	1,05	1,10	1,10	1,10	1,08	1,09	1,10
1 \$=...yens	149	152	152	150	150	148	151	150	145
1 £=...euros	1,18	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,18	1,20	1,20
Taux d'intérêt directeur des banques centrales*									
États-Unis	5,00	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	5,12	4,50	4,50
Japon	0,25	0,25	0,50	0,50	0,75	0,75	0,17	0,62	1,00
Zone euro	3,75	3,25	2,50	2,25	2,00	2,00	3,69	2,19	2,00
Royaume-Uni	5,00	4,75	4,50	4,50	4,25	4,25	5,06	4,38	4,00
Matières premières									
Prix du pétrole Brent, en \$*	79,8	74,6	75,2	75,0	74,0	72,0	80,5	74,0	70,0
Prix du pétrole Brent, en €	72,7	69,9	71,4	68,2	67,3	65,5	74,4	68,1	63,6

Prévision OFCE avril 2025.

Notes : Pour les valeurs annuelles, moyennes sur l'année.

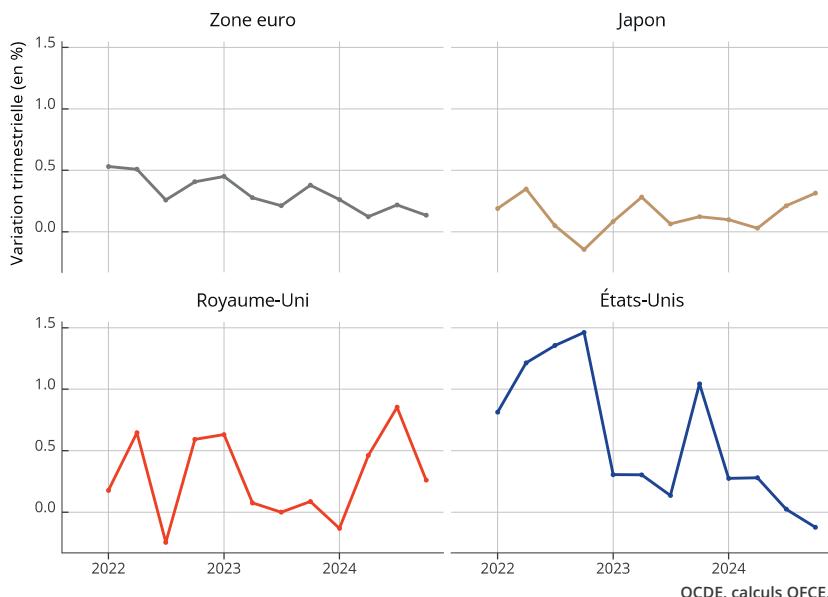
* Prix du baril de pétrole, Brent.

8. Emploi : l'heure des corrections

8.1. Le ralentissement des marchés du travail se poursuit

Les tensions sur les marchés du travail avaient fortement augmenté à la suite des déconfinements, atteignant un pic en 2022. Le choc sur les prix de l'énergie résultant de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, combiné à une réorientation des banques centrales vers une politique monétaire restrictive, avait fortement réduit la demande de travail. On observe ainsi un ralentissement des créations nettes d'emploi depuis 2022 dans la zone euro et aux États-Unis (graphique 8.1), tandis que l'emploi accélérera au Royaume-Uni – malgré un dernier trimestre 2024 moins dynamique – et au Japon. Dans le cas des États-Unis, la très forte croissance visible en 2022 s'explique en grande partie par un rattrapage des pertes qui s'étaient réalisées en 2020, le niveau du dernier trimestre 2019 n'ayant été atteint qu'au deuxième trimestre 2023. Au quatrième trimestre 2024, l'économie américaine a même détruit des emplois (-0,1%),

Graphique 8.1. Créations d'emplois depuis 2022



8.2. En 2024, des trajectoires de croissance et de productivité contrastées

Une forte hétérogénéité, en termes des trajectoires de croissance du PIB et de la productivité, est toutefois visible entre les derniers trimestres de 2023 et 2024¹. Les États-Unis ont connu une progression du PIB (+3,5 %) supérieure à celle de la productivité par tête (+3 %), tandis que la population active augmentait légèrement (+0,2 %) : on s'attendrait donc à une légère baisse du taux de chômage américain, aux différences de mesures près entre les enquêtes emploi et les comptes nationaux (tableau 8.1)². Dans son ensemble, la zone euro présente une population active plus dynamique (+0,5 %), mais un écart plus élevé entre les taux de croissance du PIB et de la productivité (+1,2 % et +0,4 %), qui mène donc à une baisse plus importante du taux de chômage. Dans le cas du Royaume-Uni, l'accroissement considérable de la population active (+1,6 %) a été accompagné par une croissance du PIB comparable (+1,5 %), mais sans gains de productivité.

Tableau 8.1. Évolutions du PIB, de la productivité et de la population active

	Population active	Productivité par tête	PIB
Allemagne	0,6	-0,1	-0,2
Espagne	0,5	1,4	3,5
France	0,9	0,3	0,6
Italie	-0,9	-0,5	0,6
Zone euro	0,5	0,4	1,2
Japon	0,6	0,5	1,2
Royaume-Uni	1,6	0,0	1,5
États-Unis	0,2	2,0	2,5

OCDE, calculs OFCE,

Notes : Évolution sur un an entre le T4 2023 et T4 2024. La productivité apparente du travail est calculée comme le ratio du PIB à l'emploi total, tels que mesurés par les comptes nationaux.

1. La productivité du travail considérée ici correspond au ratio du PIB et de l'emploi total (tous secteurs, salariés et non-salariés) tels que mesurés par les comptes nationaux.

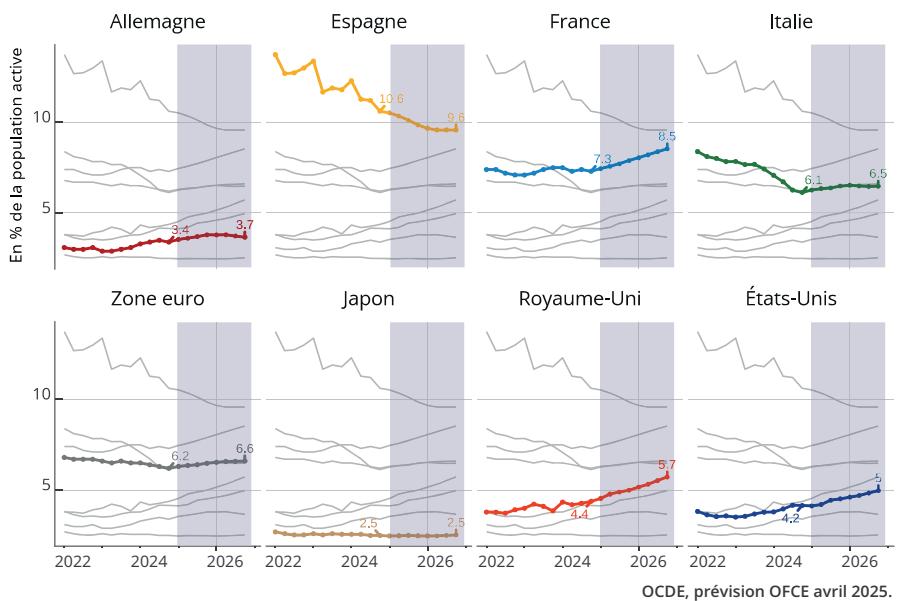
2. Les enquêtes emploi indiquent d'ailleurs une hausse du taux de chômage sur la même période, de 3,8 % à 4,2 %.

Au sein de la zone euro, des différences importantes sont visibles entre les quatre plus grandes économies. L'Espagne affiche une croissance de la population active comparable à celle de la zone euro (+0,5 %), avec toutefois des taux de croissance du PIB et de la productivité très élevés (+3,5 %, +3 %). En comparaison, l'Italie a également connu une forte baisse du taux de chômage (-1,2 point de pourcentage, contre -1,7 ; voir graphique 8.2) mais alors que la population active accusait un recul franc (-0,9 %) et que la productivité déclinait (-0,5 %). En France, le taux de chômage a légèrement baissé dans un contexte où la croissance du PIB (+0,6 %) et de la productivité (+0,5 %) a été modeste ; enfin, dans le cas allemand, une légère hausse du taux de chômage s'est produite en 2024 (+0,3 point), les performances en termes de productivité s'étant avérées presque aussi mauvaises que l'évolution du PIB (respectivement -0,1 % et -0,2 %).

8.3. Les cycles de productivité se referment en Europe et aux États-Unis

En prévision, les écarts à la tendance de productivité qui se sont creusés sur la période récente devraient être réduits. Au sein de la zone euro, cela induirait donc une hausse du taux de chômage en Allemagne, en France et en Italie ; cette hausse serait d'autant plus forte en France étant donné que la croissance du PIB prévue y est inférieure au potentiel, et que l'écart à la tendance de productivité qui s'est creusé depuis 2019 y est important. La stagnation de la population active allemande ainsi qu'un retour de la croissance en 2026 limiteraient l'impact de la correction du cycle sur le taux de chômage allemand. Dans le cas de l'Italie, la faiblesse des gains de productivité tendanciels et l'accroissement modeste de la population active donneraient là aussi lieu à une hausse relativement faible du taux de chômage. Aux États-Unis, la croissance de la productivité du travail avait été supérieure à sa tendance au cours des dernières années. En prévision, cette surperformance devrait se résorber, traduisant davantage de créations d'emplois pour un taux de croissance donné ; néanmoins, l'ampleur du choc négatif sur la croissance du PIB verrait le taux de chômage augmenter de 0,8 point de pourcentage. Enfin, la hausse du taux de chômage britannique serait avant tout le résultat d'une croissance du PIB inférieure à son potentiel.

Graphique 8.2. Prévisions OFCE des taux de chômage



9. Une baisse de l'inflation en demi-teinte ?

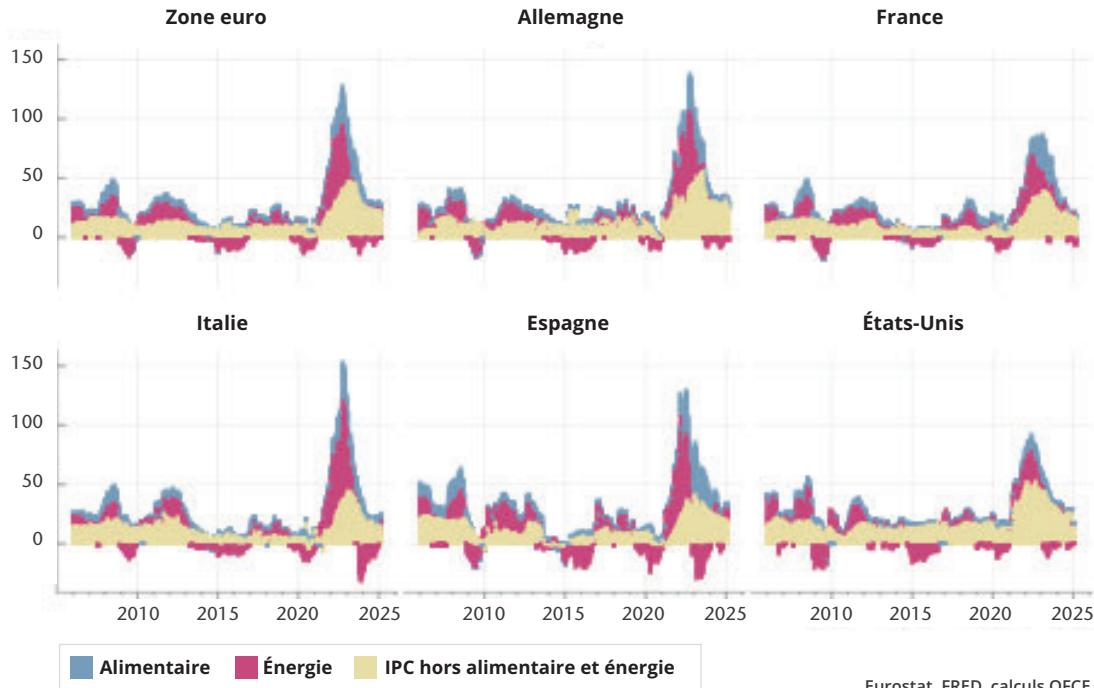
9.1. Après la crise énergétique

Quatre ans après le début de la crise énergétique, l'inflation dans l'ensemble des pays industrialisés retrouve des niveaux plus modérés, même si la désinflation marque le pas depuis la fin de l'année 2023. En effet, en moyenne sur l'année 2024, elle s'est élevée à 2,4 % dans la zone euro et 2,5 % contre 5,4 % en 2023. La dynamique est similaire au Royaume-Uni avec une inflation toujours un peu plus élevée en moyenne : 7,3 % en 2023 et 2,5 % en 2024. Aux États-Unis, la baisse de l'inflation est restée modérée puisqu'elle est passée de 2,8 % fin 2023 à 2,5 % fin 2024. Enfin, après de longues années marquées par des pressions déflationnistes, l'inflation japonaise semble s'inscrire plus durablement au-dessus de 2 %, atteignant 3,3 % en 2023 et 2,7 % en 2024.

Cependant, cette accalmie reste fragile. En zone euro, après son creux de septembre, l'inflation est repartie à la hausse, atteignant 2,2 % en mars, contre 2,5 % en janvier. Cette remontée s'expliquait en partie par un effet de base lié aux prix de l'énergie (+0,2 point pour une inflation annuelle de 1,9 %). Mais en février, cette contribution est devenue nulle après plusieurs mois en territoire négatif. Désormais, ce sont principalement les services qui tirent l'inflation vers le haut, avec une hausse annuelle de 3,7 %, contribuant à hauteur de 1,7 point à l'indice global en zone euro. Dans tous les pays, la contribution de l'énergie à l'inflation ou à la désinflation est désormais bien moins élevée qu'entre 2021 et mi-2024 (graphique 9.1). Depuis le début de la crise énergétique, de la fin de l'année 2021 jusqu'au début de l'année 2023, la contribution cumulée des prix de l'énergie à l'inflation a été de 4 points de pourcentage, au sein de la zone euro.

L'évolution récente de l'inflation illustre une asymétrie marquée : sa baisse est bien moins rapide que sa montée. Plus de deux ans après le pic, l'inflation reste au-dessus de la cible des banques centrales, expliquant ainsi leur prudence. Ainsi, pour rappel, le taux directeur de la Réserve fédérale a été maintenu à 4,5 % depuis novembre. De son

Graphique 9.1. Évolution de l'IPCH et ses composantes

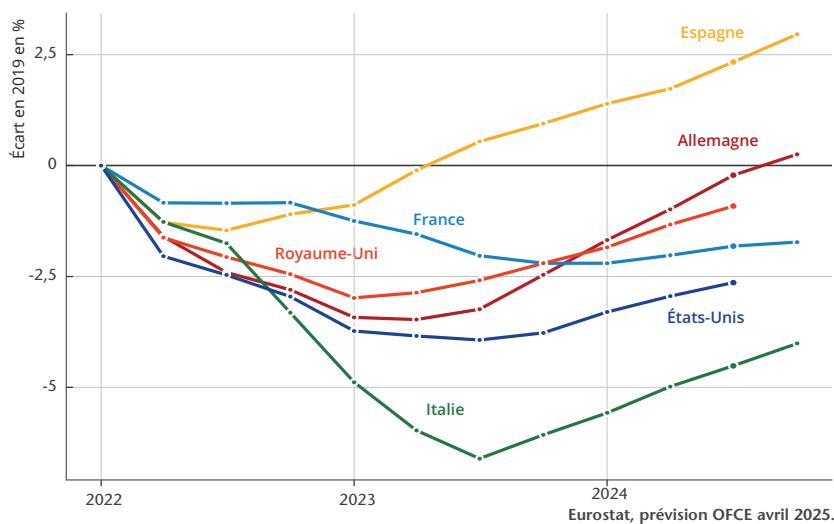


Eurostat, FRED, calculs OFCE.

Dernier point connu : mars 2025.

côté, la BCE a certes continué à baisser les taux mais à un rythme relativement modéré : 1,5 point en 9 mois (pour plus de détails voir Politiques monétaires). La dynamique salariale, en particulier la hausse des salaires nominaux puis réels, a sans doute contribué à freiner le retour à une inflation plus faible. Depuis le troisième trimestre 2021, l'évolution des salaires réels a suivi deux dynamiques distinctes. Durant la période de forte inflation entre 2021 et 2022, la hausse des prix a nettement dépassé celle des salaires nominaux, entraînant une baisse marquée des salaires réels. Cependant, à partir de 2023, on observe un début de rattrapage avec une progression plus rapide des salaires nominaux, permettant une atténuation de la perte de pouvoir d'achat. Malgré cette reprise, les salaires réels restent toujours en deçà de leur niveau de 2021, accusant un retard d'environ 2 % (graphique 9.2). Cette dynamique contribue à une désinflation plus lente, notamment dans les services où les tensions salariales restent présentes.

Graphique 9.2. Salaires réels par rapport au début de la crise inflationniste



Note : Salaires par tête (D11), déflatés de l'IPC(H).

Derrière cette moyenne européenne, de fortes disparités subsistent entre les grandes économies de la zone euro. La France se distingue par un taux d'inflation particulièrement bas en ce début d'année aux mois de février et mars : 0,9 % en variation annuelle, soit son premier passage sous la barre des 1 % depuis début 2021. La baisse des prix de

gros de l'électricité a plus que compensé la hausse de la fiscalité, entraînant une chute de 13 % des prix de l'électricité en février. À l'inverse, l'Espagne et l'Allemagne affichent une inflation en ligne à la moyenne européenne, avec respectivement 2,2 % et 2,3 %. L'Italie, quant à elle, présente un taux d'inflation plus modéré (2,1 %), mais sa tendance reste haussière et marquée par une certaine volatilité. En revanche, au Royaume-Uni, l'inflation est toujours à des niveaux relativement élevés, même si elle a ralenti en février à 3,7 % après 3,9 % en janvier.

Estimant que la « tempête inflationniste » est désormais passée, les gouvernements européens amorcent une sortie progressive des mesures de soutien (voir le graphique 11.2 dans Politiques budgétaires). En Espagne, la réduction exceptionnelle de la TVA sur l'électricité a pris fin en janvier 2025, tout comme en France en février. L'Italie avait déjà supprimé ses dispositifs dès 2023. En Allemagne, les mesures de « bouclier tarifaire » ont cessé en 2024, mais le taux de TVA sur l'électricité reste inférieur à son niveau d'avant-crise et ne retrouvera son niveau initial qu'en 2025.

Encadré 9.1. La crise inflationniste a-t-elle durablement entraîné une divergence du niveau des prix ?

Si l'inflation tend à converger vers 2 % en moyenne dans la zone euro, cette stabilisation masque d'importantes disparités de niveaux de prix entre les pays. Depuis le début de la crise inflationniste au troisième trimestre 2021, les prix ont augmenté en moyenne de 16,6 %. Mais cette hausse ne s'est pas répartie de manière homogène : l'Allemagne enregistre la plus forte progression avec un indice de 118,2 fin 2024, suivie de près par l'Italie (117,8) et l'Espagne (116,1), tandis que la France affiche un niveau plus modéré à 114,3. En l'espace de 13 trimestres, un écart de 4 points s'est ainsi creusé entre ces économies (graphique 9.3).

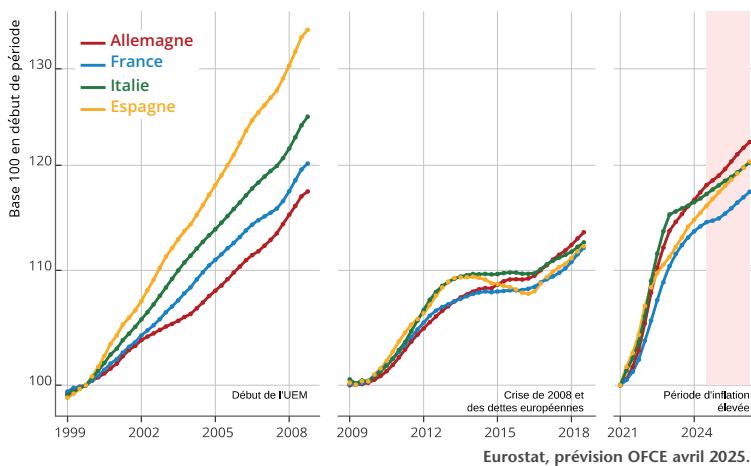
La question centrale est de savoir si ces écarts vont progressivement se résorber. Pour cela, l'analyse des crises économiques passées peut offrir des enseignements sur les dynamiques d'inflation à long terme.

Historiquement, la divergence des niveaux de prix a longtemps été la norme au sein de la zone euro, notamment avant la crise financière de 2008. Durant la première décennie de la monnaie unique, les économies du sud comme l'Espagne et l'Italie ont connu une inflation plus élevée que celles du nord, creusant progressivement les écarts. Ces divergences se sont accompagnées de déséquilibres des balances courantes, qui ont joué un rôle clé dans la crise de la zone euro.

Après la crise financière, une phase de convergence des prix s'est amorcée, sans pour autant compenser totalement les écarts accumulés entre 1999 et 2009. La crise du Covid et le choc énergétique ont ensuite introduit de nouvelles pressions inflationnistes différencieront, l'Allemagne et l'Espagne enregistrant une hausse des prix plus marquée que la France et l'Italie. Toutefois, contrairement à la période pré-2008, la convergence des niveaux de prix semble aujourd'hui mieux ancrée, suggérant que la monnaie unique impose, à long terme, un certain alignement des dynamiques inflationnistes.

Aujourd'hui, bien que l'inflation ralentisse dans l'ensemble de la zone euro, des écarts de dynamique persistent. Toutefois, contrairement aux périodes passées, ces divergences ne s'accompagnent pas nécessairement des mêmes déséquilibres de balances courantes. Une partie de ces écarts récents s'explique par un choc spécifique sur les prix de l'énergie, qui n'a pas affecté tous les pays de la même manière et dont la transmission aux indices de prix nationaux a varié selon les méthodologies utilisées. Une convergence durable des niveaux de prix reste donc incertaine et dépendra largement des politiques économiques et salariales mises en place dans chaque pays.

Graphique 9.3. La convergence des indices de prix pendant 3 décennies



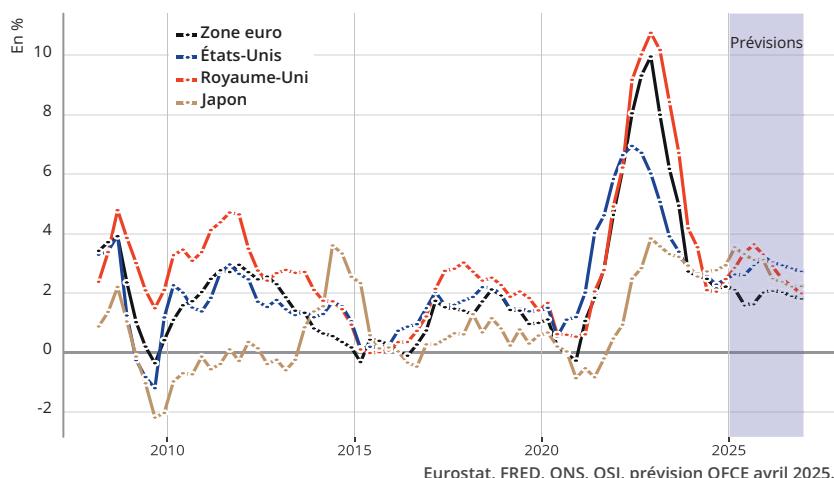
Note : Indices de prix base 100 en 1999, 2009, 2021. Lissage sur 4 trimestres par moyenne mobile. La crise des subprimes commence au T1 2009 jusqu'en T1 2019, et la crise inflationniste commence au T3 2021 et finit au dernier point connu (T4 2024).

Malgré cette détente de l'inflation, la situation reste contrastée. Les prix ne se stabilisent pas encore durablement sous l'objectif des 2 %, la dynamique reste hétérogène entre les pays, et les ménages subissent toujours les séquelles de l'érosion de leur pouvoir d'achat. De plus, le climat d'incertitude a retrouvé des niveaux élevés depuis l'élection de Trump aux États-Unis, et le déclenchement d'un nouveau volet de la guerre commerciale qui se traduira par une hausse de l'inflation.

9.2. La guerre commerciale menace-t-elle le retour de l'inflation à sa cible ?

La guerre commerciale relancée par Donald Trump aurait un impact direct sur les prix pour les consommateurs via l'application de droits de douane sur les produits importés aux États-Unis. Sous l'hypothèse d'une hausse des droits de douane de 10 points, l'inflation américaine repartira à la hausse en 2025 et devrait atteindre un pic à 3,2 % en fin d'année¹. Elle diminuerait en 2026 mais de façon progressive. Sous l'hypothèse d'absences de mesures de représailles, le pouvoir d'achat des ménages européens serait moins affecté et l'inflation continuerait de déclérer en 2025 (graphique 9.4). Les prix de l'énergie ne contribueront plus à l'augmentation des prix. Les salaires alimenteront alors la hausse des prix, via une hausse des marges des entreprises. En effet, dans le détail en France l'inflation serait de 1,3 % puis 1,8 %, en Allemagne, elle atteindrait 1,9 % et 2,2 %. En Italie l'inflation serait de 1,6 % en 2025 avec les prix de l'énergie qui diminuent et 1,7 % en 2026. Enfin en Espagne, elle atteindrait 2,5 % puis 1,9 %, à contre-courant des autres pays. Au Royaume-Uni et au Japon, il faudrait attendre l'année 2026 pour observer une baisse notable de l'inflation. En effet, elle se maintiendrait au-dessus de 3 % en 2025 et ne convergerait vers 2 % qu'en fin d'année 2026.

Graphique 9.4. Prévisions d'inflation



1. Cette hausse de l'inflation ne résulte pas uniquement de la hausse des droits de douane. Elle serait en effet alimentée par la politique migratoire plus stricte qui se traduirait par des tensions sur le marché des biens et sur le marché du travail.

10. Nouveau dilemme pour les banques centrales

La réduction des taux de politique monétaire initiée à partir de l'été 2024 s'est poursuivie de façon hétérogène, les banques centrales continuant de surveiller attentivement l'évolution de l'inflation. Dans la zone euro, l'inflation est retombée temporairement sous la cible de 2 % en septembre, avant de remonter légèrement en lien avec les fluctuations de l'indice des prix de l'énergie (encadré 9.1). La BCE est restée prudente sur le rythme de son assouplissement monétaire. Sur les neuf derniers mois, le taux des facilités de dépôts a baissé de 1,5 point, pour s'établir à 2,5 % en mars 2025. Les baisses de taux ont été plus modérées au Royaume-Uni du fait d'un rebond de l'inflation à 3 % en début d'année. Aux États-Unis, la désinflation a très nettement marqué le pas en 2024, si bien que la Réserve fédérale a décidé d'une pause depuis décembre. Enfin, le Japon continue de faire face à une situation différente, avec une inflation qui se maintient depuis maintenant près de trois ans au-dessus de 2 % après une longue période déflationniste. La Banque du Japon a poursuivi la normalisation très progressive de sa politique monétaire, avec une hausse du taux directeur d'un quart de point décidée lors de la réunion de janvier 2025.

Avec la hausse annoncée des droits de douane, les banques centrales pourraient, comme en 2022 à la suite de la flambée des prix de l'énergie, devoir arbitrer entre l'objectif de stabilité des prix et celui de la croissance. Néanmoins, l'impact inflationniste de la guerre commerciale déclenchée par les États-Unis se reflèterait surtout dans la dynamique des prix outre-Atlantique avec une inflation moyenne en hausse : 2,8 et 2,9 % en 2025 et 2026 contre 2,5 % en 2024. Bien que supérieure à la cible de la Réserve fédérale, l'inflation serait plus modérée que celle observée entre 2021 et 2023. Parallèlement, la croissance marquerait un peu le pas et le taux de chômage passerait de 4,2 % fin 2024 à 4,7 % fin 2026. Dans ces conditions, la Réserve fédérale mettrait un terme à son cycle de baisse des taux au moins jusqu'à la fin du mandat de Jerome Powell, en mai 2026. L'orientation de la politique monétaire américaine, et probablement l'indépendance de

facto de la Réserve fédérale, dépendront ensuite du successeur que désignera Donald Trump. Dans la zone euro, l'inflation moyenne se stabiliseraient autour de la cible de la BCE qui poursuivra la baisse des taux pour soutenir l'activité. Nous prévoyons deux baisses supplémentaires puis un statu quo en 2026. Outre-Manche, la BoE suivrait un rythme de baisse similaire à celui mis en œuvre dans la zone euro. Au Japon, la BoJ augmenterait de nouveau son taux directeur à deux reprises : une fois en 2025 et une autre en 2026, où il atteindrait 1 %.

Étant donné les délais de transmission de la politique monétaire, le changement d'orientation opéré par les banques centrales permettrait de soutenir la croissance en 2025 et plus encore en 2026. Même sous l'hypothèse de stabilité des taux – comme nous l'anticipons pour les États-Unis – l'arrêt du cycle de hausses se traduira par un soutien à la croissance¹.

Au-delà des décisions des banques centrales, l'efficacité de la politique monétaire dépend en grande partie de la transmission des variations de taux courts aux taux de plus long terme, publics et privés. Or, la baisse des taux longs observée depuis la fin de l'année 2023 est de moindre ampleur que la hausse observée à partir de 2021 et qui avait précédé le resserrement des politiques monétaires². La période récente se caractérise même par une remontée des taux souverains, de l'ordre de 0,3 point dans les principaux pays de la zone euro au cours du mois de mars. Aux États-Unis, la hausse – de plus de 1 point – fut observée pendant la campagne présidentielle puis après la victoire de Donald Trump.

Comment expliquer cette remontée des taux souverains ? Premièrement, les taux longs ont peu baissé parce que la réduction des taux directeurs des banques centrales a été modérée et que les marchés anticipent sans doute la fin de ce cycle de baisses. Pour la BCE, la baisse réalisée et prévue d'ici la fin de l'année 2025 serait de 2 points après une hausse de 4,5 points entre juillet 2022 et septembre 2023. Aux États-Unis, la cible de la Réserve fédérale est passée de 0,25 % à 5,5 %

1. L'évaluation des effets de la politique monétaire pour les États-Unis est calée sur les résultats de la variante du modèle FRB-US qui suggère qu'une hausse de taux se traduit par un effet négatif sur l'écart de croissance qui atteint un pic les deuxièmes et troisièmes années qui s'estompe ensuite les deux années suivantes. Implicitement, un choc transitoire de politique monétaire n'a pas d'effet permanent sur l'activité. Par conséquent, la croissance est réduite les trois premières années mais augmentée ensuite.

2. Entre octobre 2023 et février 2025, le taux long dans la zone euro et aux États-Unis a baissé de 0,3 et 0,4 point respectivement alors qu'il avait augmenté de 3,3 et 3,2 points entre août 2021 et octobre 2023.

entre mars 2022 et juillet 2023, alors que la baisse de cette même cible se limiterait à 1 point. Deuxièmement, parallèlement aux décisions sur les taux d'intérêt, les banques centrales ont aussi réduit la taille de leur bilan (graphique 10.1), ce qui correspond à une forme de restriction quantitative active – comme dans le cas de la BoE qui revend une partie des titres qu'elle détenait – ou passive – comme dans le cas de la BCE ou de la Réserve fédérale qui ne vendent pas d'actifs mais ne renouvellent qu'une partie des titres arrivant à échéance (Du, Forbes et Luzzetti, 2024). Ces évolutions du portefeuille d'actifs des banques centrales influencent donc les marchés de dette souveraine et peuvent se traduire par des taux longs relativement plus élevés³. Choi *et al.* (2022) ont proposé de quantifier l'impact de ces politiques de bilan sur l'orientation de la politique monétaire américaine en calculant un taux proxy. Il en résulte un durcissement implicite de la politique monétaire plus important puisque le taux proxy est en moyenne plus élevé que le taux cible de la Réserve fédérale depuis fin 2021. Pour la zone euro, l'application de la même méthode conduit à une estimation plus faible du taux proxy⁴ et sur la période récente, la baisse est légèrement moins importante que celle du taux €STR (le taux au jour le jour). Enfin, les annonces sur l'orientation de la politique budgétaire pourraient également se refléter dans les taux longs. De fait, la victoire de Trump aux élections présidentielles américaines laissait présager un fort creusement des déficits en raison des promesses de baisses d'impôts⁵. Ces mesures, conjuguées à l'anticipation des droits de douane plus élevés, ont également augmenté les anticipations d'inflation, ce qui se reflète donc dans les taux nominaux⁶. Plus récemment, ce sont les annonces européennes et en particulier allemandes pour accroître les budgets de la défense qui pourraient indiquer une orientation moins restrictive ou même expansionniste de la politique budgétaire, ce qui pourrait se répercuter sur les taux via l'impact de ces mesures sur les anticipations de croissance et d'inflation. Il pourrait alors en résulter des taux longs qui se stabilisent à leur niveau actuel, ce qui pourrait atténuer légèrement l'impact expansionniste de la politique monétaire.

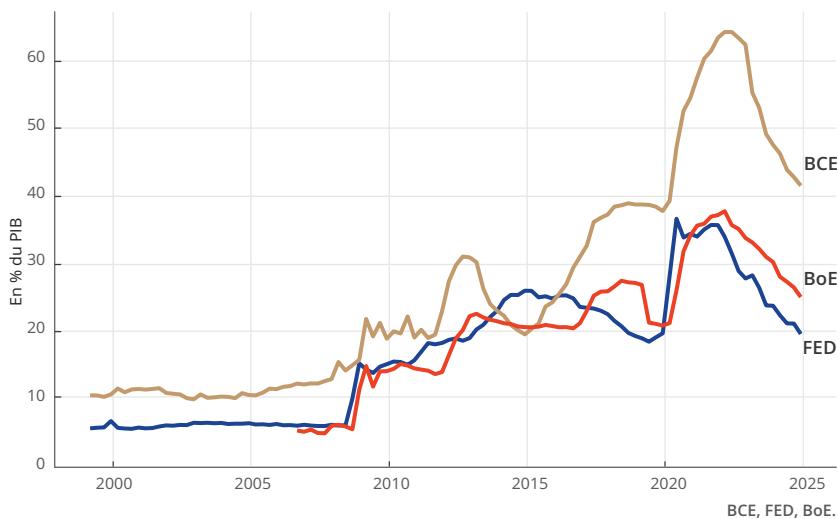
3. Il y a de fait un parallèle avec les politiques d'assouplissement quantitatif qui ont permis aux banques centrales de faire pression à la baisse sur les taux longs entre 2009 et 2021.

4. Voir https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/288773/OFCE_Sept%202024%20-%20Final.pdf

5. Le projet d'amélioration de l'efficacité des dépenses publiques fédérales pourrait cependant atténuer cette orientation expansionniste de la politique budgétaire (voir partie II.11).

6. Voir https://www.ofce.sciences-po.fr/blog2024/fr/2024/20241126_CB/

Graphique 10.1. Bilan des banques centrales



11. Finances publiques : la consolidation passe au second plan

La politique budgétaire américaine 2025-2026 serait marquée par l'incertitude et combinerait coupes massives dans les dépenses et baisses d'impôts, creusant le déficit et portant la dette à 126,4 % du PIB. En Europe, la France et l'Italie poursuivraient la consolidation budgétaire, tandis que l'Espagne améliorerait ses finances grâce à une croissance solide. L'Allemagne adopterait une stratégie de relance, dont l'impact positif soutiendrait la croissance de ses voisins, notamment la France, l'Italie et le Royaume-Uni.

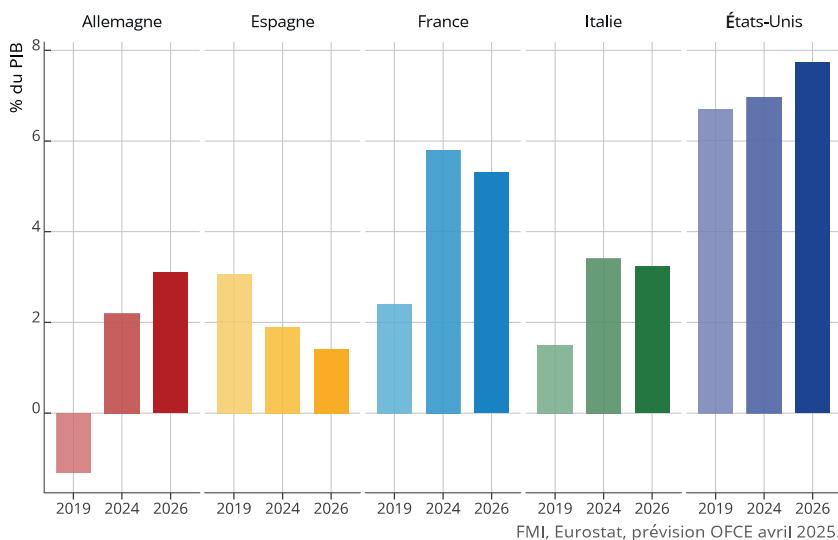
11.1. Politique budgétaire américaine : de l'expansion à la restriction

Le scénario de politique budgétaire américaine en 2025 et 2026 est marqué par une forte incertitude. En effet, le gouvernement Trump prévoit à la fois un choc fiscal positif marqué par de fortes baisses d'impôts, mais également des coupes massives dans les dépenses¹. Au total, selon nos hypothèses, l'effet de baisse des dépenses (de l'ordre de 100 milliards de dollars dès 2025 puis 200 milliards supplémentaires en 2026) dominerait en 2025, alors que l'essentiel des baisses d'impôts aurait lieu en 2026 : l'impulsion budgétaire² serait ainsi de -0,2 % du PIB en 2025 et de 0,3 % en 2026. Quant au solde public, il se dégraderait, passant de 7,0 % du PIB en 2024 à 7,7 % en 2026 (graphique 11.1), tandis que la dette publique augmenterait de près de 5 points en deux ans, pour atteindre 128,4 % du PIB en 2026.

1. Ces dernières sont présentées comme des mesures d'efficacité, et ne visent pas nécessairement à réduire le déficit ou la dette.

2. L'impulsion budgétaire est mesurée par l'opposé de la variation du solde structurel primaire, c'est-à-dire hors charges d'intérêt et recettes exceptionnelles : elle représente la politique budgétaire discrétionnaire.

Graphique 11.1. Évolution des déficits publics en zone euro et aux États-Unis depuis 2019



Lecture : Comparaison des déficits publics pour les années 2019, 2024 et 2026 selon les prévisions OFCE.

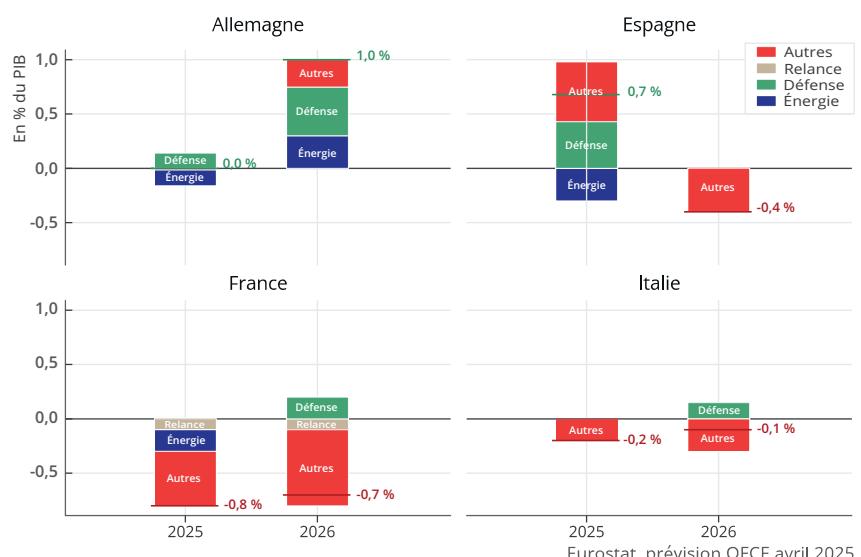
11.2. Zone euro : la relance allemande éclipse la consolidation budgétaire

Entre 2019 et 2023, pour faire face aux crises de la Covid et de l'énergie, les gouvernements de la zone euro ont mis en place des plans de soutien qui se sont traduits par une augmentation des niveaux de dette publique. Avec la normalisation de l'inflation (voir partie Inflation), notamment énergétique, les mesures de soutien à l'énergie connaissent un effet d'attrition (graphique 11.2). En revanche, les dépenses liées à la défense devraient augmenter – dans des proportions variables –, dès 2025 en Espagne, et à partir de 2026 en France et en Italie. En Allemagne, l'augmentation des dépenses liées à la défense, initiée en 2022, devrait se poursuivre³. Sur la stratégie budgétaire en 2025-2026, les trajectoires divergent. En France, l'heure est à la consolidation budgétaire : l'impulsion budgétaire en 2025 représenterait 0,8 % du PIB. L'Italie est dans la même perspective, mais avec une consolidation beaucoup plus faible (0,2 % du PIB en 2025). Le très fort

3. En Allemagne, un fonds spécial dédié à la modernisation de l'armée avait été créé dès 2022, doté de 100 milliards d'euros.

ajustement structurel observé en 2024 est lié à la fin du superbonus, ainsi qu'à une forte élasticité des recettes fiscales à la croissance. En 2025, le gouvernement italien devait faire 0,5 % d'ajustement structurel, mais il mise sur le fait que l'élasticité des recettes observée en 2024 serait de nature permanente, et prolonge la baisse des impôts qui devait initialement expirer en 2025. C'est pourquoi nous inscrivons un ajustement structurel plus faible en prévision. A contrario, l'Espagne, avec une prévision de croissance de 2,3 %, verrait son solde public s'améliorer et l'endettement public se réduire malgré une impulsion budgétaire positive (0,8 point de PIB). Quant à l'Allemagne, elle a décidé de tourner le dos à l'austérité en votant un plan de relance budgétaire massif début 2025⁴. En 2026, la France poursuivrait la consolidation budgétaire, rejoints par l'Espagne, alors que l'Italie connaîtrait une impulsion nulle.

Graphique 11.2. Impulsion budgétaire décomposée



4. Le projet de budget transmis à la Commission européenne le 15 octobre 2024 prévoyait initialement une impulsion budgétaire négative de 0,8 point.

Encadré 11.1. Le tournant budgétaire historique de l'Allemagne

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. Le texte prévoit trois mesures : l'exemption du calcul de la règle d'or des dépenses de défense supérieures à 1 % du PIB ; la création d'un fonds spécial hors budget ayant une capacité d'emprunt de 500 milliards d'euros sur 12 ans, destiné aux investissements dans les infrastructures ; l'augmentation de la capacité d'endettement des Länder. Nous faisons l'hypothèse d'une impulsion budgétaire nulle en 2025 et équivalente à 40 milliards d'euros (1 point de PIB) en 2026. Cela contribuerait à relever la croissance allemande d'un point, notamment à travers les canaux de l'investissement privé et de la consommation publique.

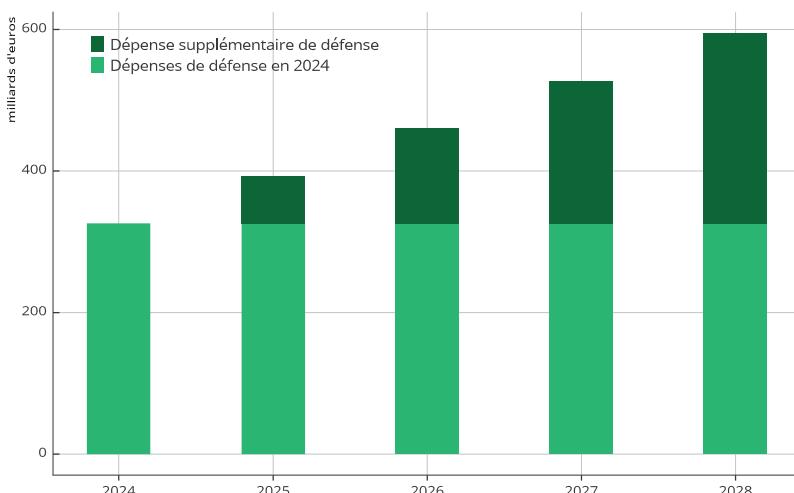
La relance allemande aura un impact positif sur les autres pays de la zone euro. Dans notre prévision d'octobre 2024, nous inscrivions une trajectoire de réduction des déficits publics pour l'Allemagne en 2025, avec une impulsion négative de 0,7 % du PIB, qui devait se poursuivre en 2026. La révision de notre scénario, qui inclut le plan d'investissement dédié aux infrastructures et à la défense, nous conduit à inscrire un ajustement nul en 2025, et fortement positif (1 % du PIB) en 2026 (encadré 11.1). Ainsi, par rapport au contrefactuel de notre précédente prévision, la croissance des grands pays voisins de l'Allemagne serait positivement affectée par sa relance budgétaire. Nous estimons que dans les cas de la France, de l'Italie, du Royaume-Uni, l'impact serait de 0,1 point de croissance supplémentaire en 2025 et de 0,2 point en 2026. Cette estimation fait l'hypothèse que la part des dépenses orientée vers des entreprises européennes resterait inchangée. Or, dans un contexte de fragmentation accrue du commerce international et de recentrage européen – notamment pour les dépenses militaires –, l'impact pourrait être amplifié.

Encadré 11.2. Plan ReArm Europe/Préparation à l'horizon 2030

Le plan ReArm Europe/Préparation à l'horizon 2030, publié sur le site de la Commission européenne le 19 mars dernier, aiderait les pays membres de l'UE à financer l'augmentation de leurs dépenses de défense à hauteur de 800 milliards d'euros (Commission européenne (2025a), (2025d)).

Le premier volet du plan aidera les pays de l'UE en les autorisant à s'endetter davantage. Il permettra aux pays d'activer la clause dérogatoire nationale du pacte de stabilité et de croissance pendant une période de quatre ans (2025-2028) et dans une limite d'1,5 point de PIB par an. Plus spécifiquement, les pays seront autorisés à dépasser leur objectif de déficit public approuvé par le Conseil de l'UE pour une année donnée à hauteur du minimum entre i) la variation des dépenses de défense de l'année en cours par rapport à 2021 rapportée au PIB, et ii) 1,5 point de PIB (voir Commission européenne (2025b), (2025c), (2025d)).

Graphique 11.3. Housse supposée des dépenses militaires dans l'UE depuis l'annonce du plan ReArm Europe/Préparation à l'horizon 2030

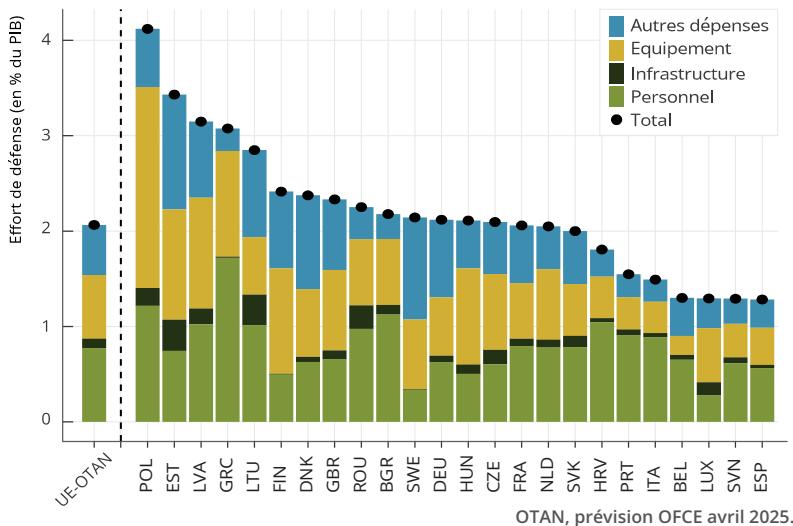


Sous l'hypothèse que les États membres augmenteraient linéairement leurs dépenses de défense à hauteur de 1,5 point de PIB en moyenne d'ici à 2028 (ce qui correspond à une augmentation annuelle de 269 milliards d'euros à l'échelle européenne en 2028), la Commission estime que la dépense militaire cumulée supplémentaire sur 2025-2028 serait de 650 milliards d'euros sur quatre ans (graphique 11.3).

Cette mesure pourrait bénéficier à tous les pays membres, notamment aux pays sous procédure pour déficits excessifs, parmi lesquels la France, dont les marges de manœuvre budgétaire sont très faibles. Elle augmentera la marge de manœuvre budgétaire des « bons élèves » (e.g., l'Allemagne, l'Espagne) avant qu'ils ne fassent l'objet d'une procédure concernant les déficits excessifs et des « mauvais élèves » (e.g., la France, l'Italie) avant qu'ils n'aient à fournir des efforts budgétaires supplémentaires. La définition des dépenses de défense prises en compte reste à préciser mais un calcul rapide nous permet d'évaluer celles de la France à 0,4 point de PIB en 2025 par

rapport à l'objectif fixé^(a). On imagine tout de même mal des pays comme la France ou l'Italie considérer s'écartez de l'objectif fixé (encore moins à hauteur d'1,5 point de PIB) au risque de voir leur note être dégradée par les agences de notation, et la prime de risque sur la dette s'envoler.

Graphique 11.4. Dépenses publiques de défense des pays UE-OTAN (+ Royaume-Uni)

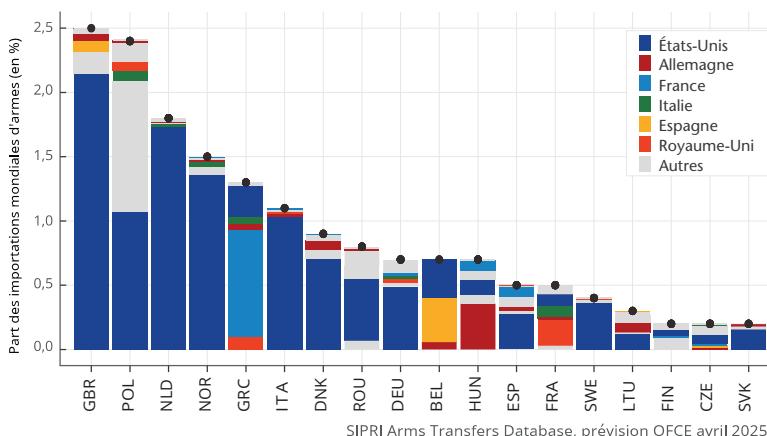


Le deuxième volet du plan prévoit une enveloppe totale de 150 milliards d'euros de prêts aux États membres, désignée par l'acronyme SAFE (Security Action For Europe), financée par la Commission européenne grâce à l'émission d'obligations ou à des emprunts auprès d'institutions financières. Les termes des prêts devraient être avantageux mais les conditions d'éligibilité sont restrictives. Par exemple, les prêts devront être utilisés pour financer des acquisitions dans les domaines de défense prioritaires^(b). D'autre part, les demandes devront être adressées aux industries des pays membres de l'UE, de l'Ukraine, et des pays membres de l'Association européenne de libre-échange (AELE) qui font également partie de l'Espace économique européen (EEE)^(c), et les composantes des produits acquis devront provenir de ces pays (à hauteur d'au moins 65 % du coût total des composantes). À noter que cette liste (non exhaustive) de critères pourra être étendue aux « pays partageant les mêmes valeurs » (e.g., les pays en voie d'adhésion, candidats, candidats potentiels) et aux pays ayant signé un partenariat de sécurité et de défense avec l'UE comme le Japon par exemple (voir Commission européenne (2025b), (2025d), Conseil européen (2025)).

Les critères d'éligibilité de cette facilité de prêt semblent assez contraignants pour des pays comme l'Italie par exemple, dont la quasi-totalité des importations d'armes provient des États-Unis (graphique 11.5). Par ailleurs,

elle devrait entraîner une réallocation de la demande vers les pays du groupe UE-Ukraine-AELE/EEE qui ont déjà une industrie de la défense importante et spécialisée dans les domaines ciblés. Cela pourrait profiter à des pays comme la France et la Suède dont le ratio dépenses publiques de défense sur PIB est légèrement au-dessus de la moyenne de l'UE^(d) (graphique 11.4) et qui importent peu d'armes (graphique 11.5). À noter cependant que la mesure des importations dans les données du SIPRI (Stockholm International Peace Research Institute) est basée sur les coûts de production d'un ensemble d'armes de base, et vise à représenter le transfert de ressources militaires plutôt que sa valeur marchande^(e).

Graphique 11.5. Importations d'armes des pays européens sur la période 2020-2024



Note : Seuls les pays européens hors Ukraine appartenant aux 60 premiers importateurs mondiaux sur la période sont présentés sur ce graphique. L'Ukraine avec 8,8 % en 2020-2024 est le premier importateur mondial d'armes.

- (a) Le budget de la défense hors pensions s'élève à 39,2 et 50,5 milliards d'euros en 2021 et 2025 respectivement, soit une hausse de 0,4 point de PIB. Le déficit public tolérable via l'activation de la clause dérogatoire pourrait donc s'élever à 5,8 points de PIB au lieu des 5,4 approuvés précédemment par le Conseil.
- (b) Défense aérienne et antimissile, systèmes d'artillerie, munitions et missiles, drones et systèmes antidrones, mobilité militaire, intelligence artificielle, intelligence quantique, cyberdéfense, guerre électronique, capacités stratégiques et protection des infrastructures critiques.
- (c) Le groupe de pays membres de l'AELE et de l'EEE inclut l'Islande, le Liechtenstein et la Norvège.
- (d) Les dépenses de défense totales des pays de l'UE s'élevaient à environ 1,9 point du PIB de l'UE en 2024 d'après l'Agence européenne de défense.
- (e) Le SIPRI mesure les transferts internationaux d'armes en TIV (Trend Indicator Value), une unité de mesure qui reflète le coût de production des transferts. Si le prix de vente s'écarte significativement du coût de production, alors la valeur des importations d'armes pourrait être bien plus importante que celle suggérée sur le graphique 11.5.

12. Trade Wars : l'empire contre-attaque

12.1. Scénario

Depuis son retour à la présidence des États-Unis, Donald Trump a décidé de relancer la guerre commerciale. Si le protectionnisme américain s'était surtout focalisé sur la Chine entre 2017 et 2021¹, il s'étend désormais au reste du monde. Les annonces de hausses des tarifs douaniers se sont multipliées. Les hausses effectives étaient déjà nombreuses avant le 2 avril, le « jour de la libération ». Des droits de douane de 25 % avaient été imposés sur l'automobile, l'acier et l'aluminium, ainsi que sur les produits canadiens et mexicains², les produits chinois voyant quant à eux passer les tarifs douaniers de 10 à 20 %. Ces augmentations étaient cependant limitées par rapport aux droits de douane « réciproques » annoncés le 2 avril. Ceux-ci incluent une hausse minimale des tarifs douaniers de 10 pt de pourcentage pour les pays dont le commerce extérieur est *déficitaire* avec les États-Unis. Pour les pays bénéficiant d'excédents avec les États-Unis, la hausse des tarifs douaniers est égale à la moitié du ratio de leur excédent sur la valeur de leurs importations en provenance des USA. Cela donne des hausses de tarifs de 20 points avec l'Union européenne, de 34 points avec la Chine (soit des droits de douane de 54 % pour les produits chinois en tenant compte des hausses précédentes), de 24 points pour le Japon ainsi que des hausses très substantielles pour plusieurs pays d'Asie et d'autres pays dont certains territoires inhabités³.

Donald Trump semble avoir de longue date des opinions isolationnistes et protectionnistes⁴. Les objectifs de cette politique ne sont pas

1. Il convient de rappeler que la présidence Biden n'avait que partiellement rompu avec la philosophie protectionniste introduite par la première administration Trump, comme en témoigne le vaste programme de subventions à l'industrie dans *l'Inflation Reduction Act* ou les restrictions aux exportations de semi-conducteurs à destination de la Chine.

2. Cependant, les produits qui entrent dans le cadre de l'accord de libre échange USMCA entre les trois pays sont exemptés de droits de douane. Ces produits recouvrent 50 % des exportations mexicaines et 38 % des exportations canadiennes.

3. Voir : <https://www.cnbc.com/2025/04/03/5-bizarre-locations-hit-by-tariffs-including-an-uninhabited-island.html>.

4. Voir : <https://www.politico.com/magazine/story/2016/02/donald-trump-first-campaign-speech-new-hampshire-1987-213595/>.

pour autant parfaitement clairs. Les motivations affichées sont nombreuses et contradictoires. Les droits de douane pourraient ainsi être une source de revenus supplémentaires pour l'État fédéral. Sans en faire une proposition explicite, il a durant sa campagne proposé de remplacer l'impôt fédéral sur le revenu par des tarifs douaniers⁵. Dans l'esprit de l'administration Trump, cette taxe serait supportée par les pays étrangers et non les consommateurs et les entreprises américaines. Cette idée, développée par l'un des principaux conseillers économiques de Donald Trump, Stephen Miran (voir Miran, 2024), n'est pas absurde. Les États-Unis sont une « grande » économie et les tarifs douaniers peuvent être un moyen pour eux d'améliorer leurs termes de l'échange. La littérature estime ainsi que le tarif douanier optimal des États-Unis se situe entre 15 et 20 % (voir Costinot et Rodríguez-Clare, 2014, par exemple)⁶. Un deuxième objectif affiché est la réduction du déficit commercial américain, d'où des droits de douane plus élevés pour les pays bénéficiant d'un fort excédent bilatéral avec les États-Unis. En donnant un avantage compétitif aux entreprises américaines sur leur marché domestique, le protectionnisme réduirait les importations et permettrait une réindustrialisation. Enfin, les tarifs douaniers semblent être vus comme un instrument de négociation pour obtenir des concessions, y compris sur d'autres sujets comme l'immigration clandestine, la lutte contre le trafic de drogue, etc. Miran (2024) suggère que la Maison-Blanche pourrait rechercher un accord global avec les principaux partenaires commerciaux, dans lequel l'administration américaine renoncerait aux tarifs douaniers en échange de l'engagement des autres pays à prendre des mesures pour réduire le déficit commercial américain. Ce fut le sens de l'accord commercial sino-américain signé à la fin de la première présidence Trump⁷ ou des accords du Plaza de 1985⁸. Donald Trump n'a cependant pas été très explicite sur les concessions qu'il attendait des autres pays. L'idée défendue par Miran (2024) est un accord type Plaza sur les taux de change. Les pays ayant de fortes réserves de dollars en vendraient une partie pour déprécier la monnaie américaine. Un tel

5. Voir : <https://www.piie.com/blogs/realtime-economics/2024/can-trump-replace-income-taxes-tariffs>.

6. Il faut cependant noter que la littérature empirique sur l'incidence finale des droits de douane est disputée. Ainsi Cavallo *et al.* (2021) estiment que ce sont essentiellement les ménages et les entreprises américaines qui ont supporté les droits de douane sur les produits chinois durant la « première » guerre commerciale, et ce malgré l'appréciation du dollar. Le fait que la très large majorité des importations américaines soit « pricée » en dollars joue un rôle important.

7. Voir : <https://www.piie.com/sites/default/files/documents/wp21-2.pdf>.

8. Voir : https://en.wikipedia.org/wiki/Plaza_Accord.

compromis (pas de droits de douane et un dollar faible) pourrait se révéler satisfaisant au regard des objectifs de réduction du déficit commercial et de réindustrialisation. Il ne permettrait cependant pas d'augmenter les revenus de l'État fédéral et surtout, se traduirait par une dégradation des termes de l'échange pour les États-Unis, une perspective qui ne semble pas aujourd'hui faire consensus au sein de l'administration américaine.

À cette incertitude sur la politique américaine s'ajoute l'incertitude sur les mesures de rétorsions. À ce stade, il est difficile de voir précisément quelles seront les réponses des autres pays. Certains ont d'ores et déjà affirmé qu'ils souhaitaient négocier tandis que d'autres comme la Chine ou l'Union européenne, s'apprêtent à prendre des mesures de représailles. La multiplicité des annonces et des objectifs complique la construction d'un scénario. Avant les annonces du 2 avril, nous avions retenu une hypothèse conservatrice dans laquelle les différentes hausses de tarifs équivaudraient à une hausse de 10 % des droits de douane sur l'ensemble des produits importés aux États-Unis quelle qu'en soit la provenance, sans mesures de rétorsion des autres pays. Les annonces du *Liberation Day*, intervenues au moment du bouclage de notre prévision, et les premières ripostes qui ont suivi, suggèrent que ce scénario était trop optimiste. Nous n'avons pas pu les intégrer dans nos comptes de manière détaillée. La synthèse internationale précise cependant leur impact potentiel sur l'activité en Europe et aux États-Unis. Des négociations pourraient également amener Donald Trump à réduire les tarifs mis en place jusque-là.

12.2. Un impact économique limité sous nos hypothèses

La baisse progressive des tarifs douaniers dans le cadre des accords du GATT puis de l'OMC a été l'un des faits majeurs de la deuxième partie du xx^e siècle. Elle a largement contribué au processus de mondialisation. Le dernier épisode de hausse généralisée des tarifs douaniers remonte aux années 1930, avec en particulier le *Hawley-Smoot Act* aux États-Unis dont le rôle dans l'aggravation de la grande dépression demeure un point de controverse. Il y a donc peu d'éléments empiriques pour évaluer l'impact d'une hausse massive des tarifs douaniers. Des modèles structurels du commerce international peuvent cependant apporter des éléments de réponse. Une hausse des tarifs douaniers représente une taxe distorsive qui empêche des échanges internationaux mutuellement avantageux, induisant des pertes permanentes sur le produit intérieur brut pour l'ensemble des

économies. À plus court terme, le choc protectionniste est d'abord, toutes choses égales par ailleurs, un choc de politique budgétaire négatif caractérisé principalement par une hausse des taxes sur la consommation, avec un multiplicateur potentiellement élevé car l'effet inflationniste peut conduire la banque centrale à ne pas réduire son taux d'intérêt en réponse à la contraction budgétaire. Il implique ensuite un coûteux processus de réallocation des ressources. Ce coût dépend des rigidités réelles et nominales présentes dans les économies, qui limitent la vitesse à laquelle le processus de réallocation peut s'effectuer, et en amplifient les effets négatifs sur l'activité. Les prédictions des modèles structurels dépendent, d'une part, de la finesse de la représentation du commerce international et, d'autre part, des hypothèses sur les effets de substitution d'une part (pour les pertes permanentes) et des hypothèses faites sur les rigidités réelles et nominales et sur les réponses des politiques budgétaires et monétaires au choc de droits de douane (pour les pertes temporaires dues au processus de réallocation).

Une première classe de modèles étudie la question des pertes permanentes. Un certain nombre sont purement statiques. Costinot et Rodríguez-Clare (2014) étudient les effets des droits de douane dans plusieurs modèles récents de ce type. L'impact est le plus fort quand les entreprises se caractérisent par une productivité hétérogène et en présence de consommations intermédiaires. Ainsi des tarifs douaniers généralisés de 40 % induiraient une perte de bien-être de 7 %. Des tarifs limités aux seules relations bilatérales avec les États-Unis auraient toutefois des effets beaucoup plus restreints. D'autres modèles sont dynamiques, comme le modèle MIRAGE du CEPII (voir Decreux et Valin, 2007). Celui-ci intègre de nombreux éléments des théories modernes du commerce international (concurrence imparfaite, coûts fixes, etc.). En l'utilisant, Bouët, Sall et Zheng (2024) anticipent notamment qu'une hausse des tarifs douaniers américains de 10 % sur l'ensemble des produits et de 60 % sur les produits en provenance de Chine réduit le PIB mondial de 0,5 % sur le long terme avec des effets particulièrement forts aux États-Unis (-1,3 %) et en Chine (-1,3 %). De nombreux autres scénarios sont simulés dans l'étude spéciale.

Une deuxième classe de modèles permet à la fois d'étudier les pertes permanentes et les pertes temporaires, au prix d'une analyse moins fine des premières. Le modèle G-cubed, développé dans McKibbin et Wilcoxen (2013), a été mobilisé par le Peterson Institute pour analyser les effets de la guerre commerciale (voir McKibbin,

Hogan et Noland, 2024 ; et McKibbin et Noland, 2025). Il intègre des rigidités nominales sur les salaires, et donc du chômage, des règles de politique monétaire et des taux de change endogènes. Les résultats du modèle sur l'activité sont résumés dans les tableaux 12.1, 12.2, et 12.3. Une hausse uniforme de 10 % des tarifs douaniers américains sans mesures de représailles aurait un impact limité en 2025 et 2026, y compris pour le Canada et le Mexique. Les effets seraient plus forts si des représailles symétriques sont mises en œuvre. Par rapport à une situation sans droits de douane, le PIB américain serait plus faible de 0,9 point de pourcentage en 2026. Un tarif de 25 % sur les produits européens aurait également des répercussions limitées sur les pays concernés (voir tableau 12.3) avec un effet négatif maximal de 0,4 point de pourcentage sur le PIB allemand en 2026, en cas de représailles symétriques. L'incidence sur le PIB français serait même positive en 2025 en raison d'une baisse marquée de l'euro par rapport au dollar, un résultat qui nous semble peu plausible. Les résultats de ce modèle sont pour notre prévision un élément de guidage. Les effets retenus *in fine* sur tel pays peuvent intégrer d'autres considérations. Il convient de souligner plusieurs limites de ce modèle qui peuvent conduire à sous-estimer l'impact économique de la guerre commerciale. Les importations en biens représentant 12 % du PIB américain, un droit de douane de 10 % représente au premier ordre une contraction budgétaire de 1,2 point de PIB. Le multiplicateur implicite de cette contraction est donc plus faible que ceux retenus habituellement. Plusieurs hypothèses du modèle peuvent expliquer un tel résultat. Les rigidités nominales sont relativement limitées, seuls les salaires étant rigides à court terme tandis que les prix sont parfaitement flexibles. Les hypothèses concernant la substituabilité, entre consommation présente et future, et entre biens importés et biens domestiques peuvent également être trop optimistes.

Tableau 12.1. Impact d'une hausse uniforme de 10 pt de pourcentage des tarifs douaniers sur les produits entrant aux États-Unis selon le modèle G-cubed

	Sans représailles		Avec représailles	
	2025	2026	2025	2026
États-Unis	-0,1	-0,4	-0,4	-0,9
Allemagne	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Canada	-0,1	-0,3	0,0	-0,1
Chine	-0,3	-0,2	-0,1	-0,6
Mexique	-0,1	-0,3	-0,2	-0,5

McKibbin, Hogan et Noland (2024).

En 2026, le PIB des États-Unis serait inférieur de 0,4 % à ce qu'il serait dans l'hypothèse où les droits de douane resteraient inchangés.

12.3. Des risques majeurs

La sous-estimation des rigidités existantes dans le processus de réallocation est l'un des premiers facteurs. Cependant, si la hausse des tarifs douaniers restait au niveau que nous anticipons dans notre scénario, la réallocation à effectuer demeurerait limitée. Les hausses annoncées le 2 avril, des mesures de rétorsion beaucoup plus larges contre les produits américains, pourraient avoir un effet récessif plus important. Les effets de bord constituent un deuxième niveau de risque. Privés du débouché américain, certains pays, notamment la Chine, pourraient mettre en place des politiques de prix plus agressives, tandis que des pays très dépendants des exportations vers les États-Unis, comme le Canada ou le Mexique, verraient leur monnaie se déprécier fortement. Cela constitue un risque additionnel non négligeable pour la croissance des pays européens. Les gouvernements européens pourraient alors être tentés de mettre en place leurs propres droits de douane pour limiter l'impact sur leurs économies. Une guerre commerciale généralisée et un nouvel épisode de « démondialisation » constitueraient alors un troisième niveau de risque. Un autre scénario, plus positif, doit cependant être évoqué, celui dans lequel la guerre commerciale américaine conduit les pays à forts excédents commerciaux à relancer leur marché domestique par des politiques budgétaires et monétaires plus expansionnistes. Le plan de relance du nouveau gouvernement allemand, ainsi que certains signaux faibles en provenance de Chine, peuvent appuyer dans une certaine mesure un tel scénario.

Tableau 12.2. Impact d'une hausse de 60 pt des tarifs douaniers sur les produits chinois entrant aux États-Unis

	Sans représailles		Avec représailles	
	2025	2026	2025	2026
États-Unis	0,0	-0,1	-0,1	-0,4
Allemagne	0,0	0,1	0,0	0,1
Chine	-0,9	-0,9	-0,8	-1,2

McKibbin, Hogan et Noland (2024).

Tableau 12.3. Impact d'une hausse de 25 pt des tarifs douaniers sur les produits de l'UE entrant aux États-Unis

	Sans représailles		Avec représailles	
	2025	2026	2025	2026
États-Unis	0,0	-0,1	-0,1	-0,2
Allemagne	-0,1	-0,2	-0,2	-0,4
Italie	0,1	-0,1	0,1	-0,2
France	0,0	-0,1	0,0	-0,2

McKibbin et Noland (2025).

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.

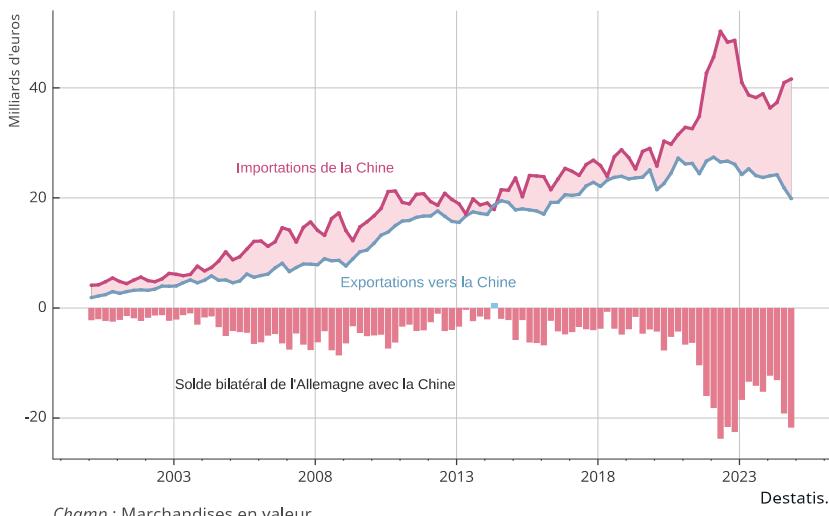
Si la consommation publique a fortement progressé (+3,5 % en 2024), les dépenses de consommation privée des ménages sont restées limitées, n'augmentant que de 0,3 % en 2024, malgré la progression soutenue du revenu disponible réel (+1,5 % en 2024), porté par des salaires réels dynamiques (+2,9 %). Ainsi, 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



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 :									
productive privée ^a	-0,5	0,4	0,0	0,4	0,5	0,6	-2,6	0,3	4,1
logement ^a	0,1	-0,4	0,2	0,5	0,6	0,8	-2,3	0,4	4,2
APU ^a	-1,1	0,8	-0,5	0,2	0,3	0,4	-4,9	-0,8	3,3
Exports ^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
Imports 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 harmonisé (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.

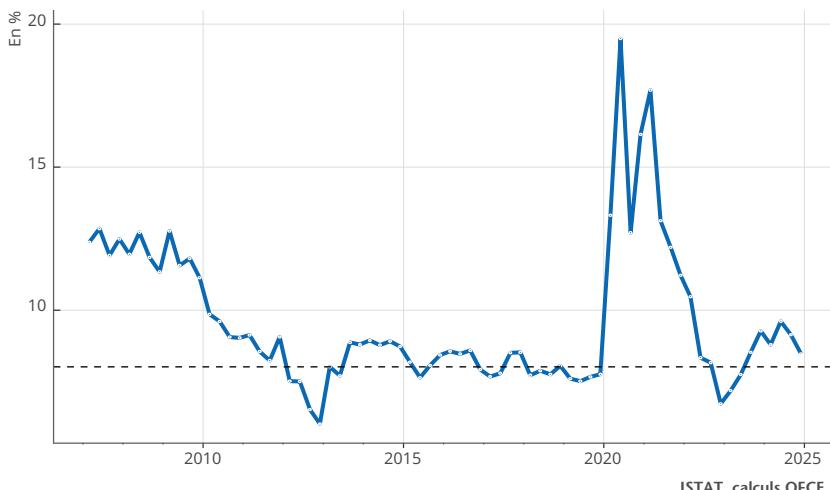
e) En % du PIB annuel, en fin d'année. f) Variation annuelle du déficit public (APU) primaire structurel, en points de PIB.



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



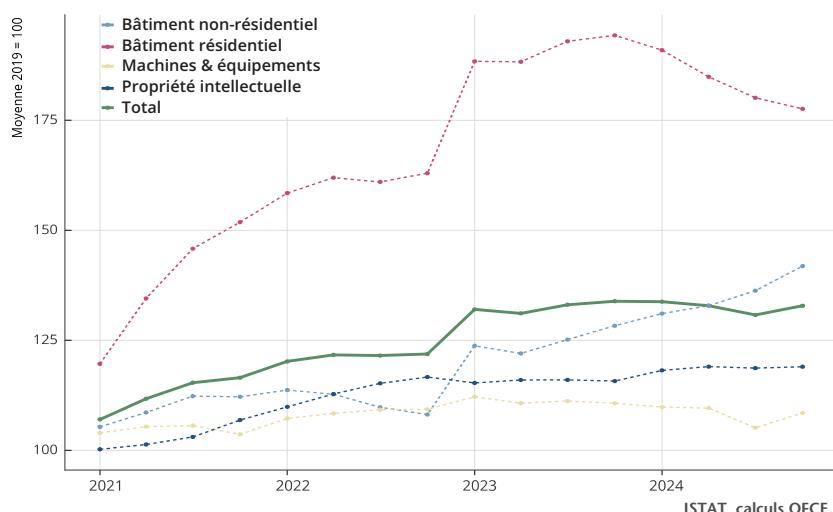
Note : La ligne en pointillé indique le taux d'épargne moyen sur la période 2015-2019.

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.

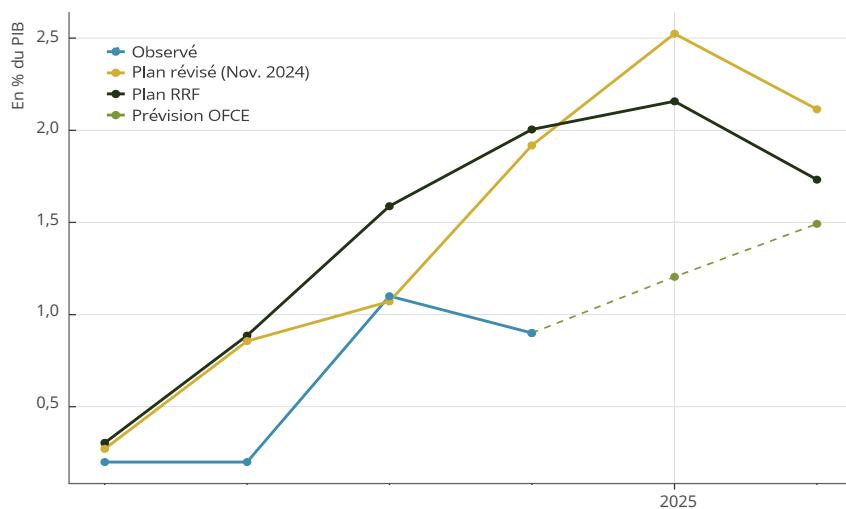
Malgré un affaiblissement de l'activité au second semestre 2024, la croissance économique devrait repartir en 2025 pour atteindre +0,8 % en moyenne annuelle. Tandis que la consommation des ménages continuerait à croître à un rythme modéré, le commerce extérieur n'apporterait aucune contribution nette, 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



Ministère per gli Affari europei, OpenPolis, Projet de loi de finances 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) Evolution 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 devrait 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. Conséutivement, 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>	-2,0	1,6	1,0	0,9	0,9	0,9	2,6	2,7	3,4
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
Dette publique, 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 travailistes 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 rabotée 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
productive privée ^a	2,2	-1,9	0,3	0,3	0,3	0,5	2,0	0,9	2,1
logement ^a	-1,0	-0,9	-0,5	0,0	0,3	0,9	0,8	-1,9	3,5
APU ^a	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
Dette publique, 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 harmonisé (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.

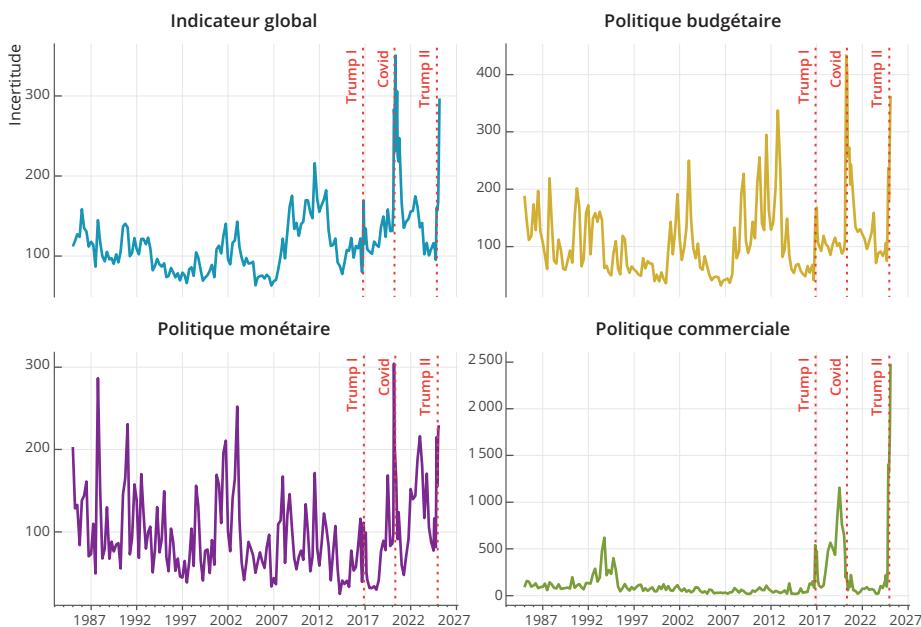
... et l'inflation se maintient

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>	4,4	-0,8	0,3	0,1	0,2	0,3	5,4	2,4	1,6
<i>logement^a</i>	-1,1	1,3	0,7	0,6	0,6	0,6	4,2	1,9	2,4
<i>APU^{a,b}</i>	1,8	0,7	0,1	0,1	0,1	0,1	6,9	2,2	0,6
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
Dette publique, 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 harmonisé (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.

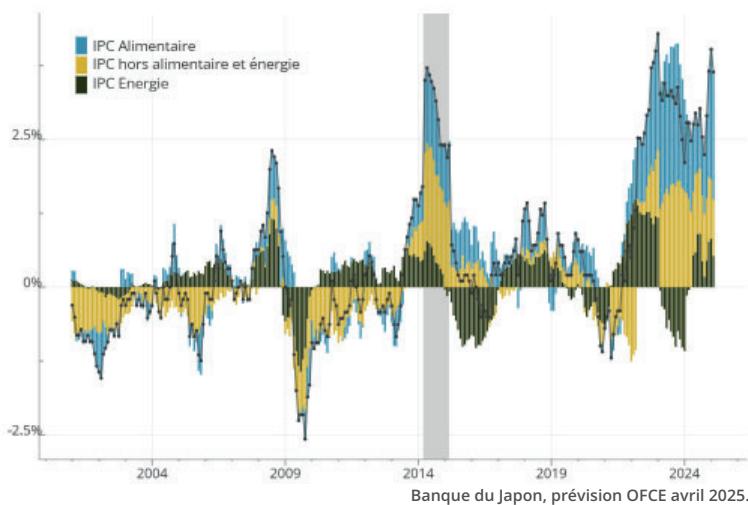
Alors que la Banque du Japon considérait auparavant que l'inflation alimentaire était temporaire et issue de l'inflation des matières premières

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



Note : La période grise 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
productive privée ^a	0,0	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,7	1,2	0,8
logement ^a	0,5	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-2,4	0,2	-0,4
APU ^{a,b}	-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
Dette publique, 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 harmonisé (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

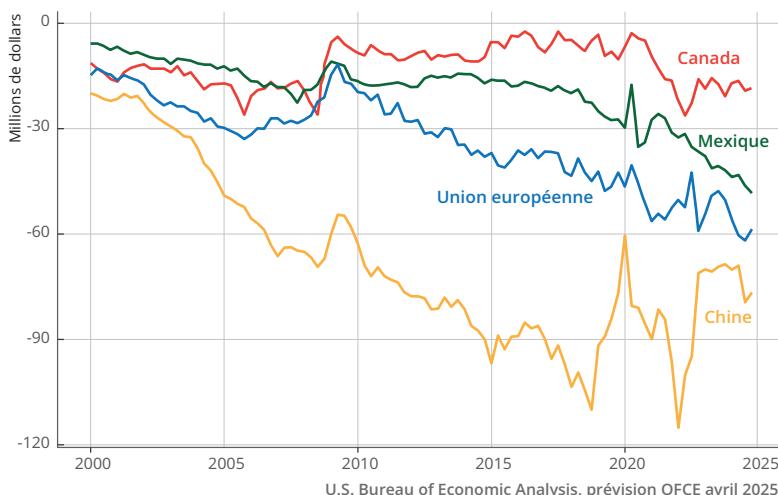
Donald Trump, peu de temps après son arrivée à la Maison-Blanche, a augmenté les droits de douane de 10 points sur l'ensemble des importations de marchandises chinoises aux États-Unis, à partir du 4 février 2025, puis de 10 points supplémentaires à partir du 4 mars. Selon les données du Bureau of Economic 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 renforcerait, 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 Rifflart, *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 Taïwan, 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.

RÉFÉRENCES

- Bach L., 2024, « Faibles recettes de l'impôt sur les sociétés : qui aurait pu prédire ? », *Blog de l'IPP*, 8 novembre.
- Bai J. et S. Ng, 2008, « Forecasting economic time series using targeted predictors », *Journal of Econometrics*, vol. 146, n° 2, pp. 304-317.
- Bańbura M. et M. Modugno, 2014, « Maximum likelihood estimation of factor models on datasets with arbitrary pattern of missing data », *Journal of Applied Econometrics*, vol. 29, n° 11, pp. 133-160.
- Bank of Japan, 2025, « Outlook for Economic Activity and Prices », janvier.
- Bessec M. et J. André, 2024, « Un modèle à facteurs à fréquence mixte pour le nowcasting du PIB français », *Document de Travail de la Banque de France*, n° 975.
- Bessec M. et C. Doz, 2012, « Prévision à court terme de la croissance du PIB français à l'aide de modèles à facteurs dynamiques », *Économie & prévision*, vol. 199, n° 1, pp. 1-30.
- Bloom N., J. Van Reenen et H. Williams, 2019, « A toolkit of policies to promote innovation », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 33, n° 3, pp. 163-184.
- Bouët A., L. M. Sall et Y. Zheng, 2024, « Trump 2.0 tariffs: What cost for the world economy? », *CEPII Policy Brief*, n° 2024-49.
- Cavallo A., G. Gopinath, B. Neiman et J. Tang, 2021, « Tariff pass-through at the border and at the store: Evidence from US trade policy », *American Economic Review: Insights*, vol. 3, n° 1, pp. 19-34.
- Choi J., T. Doh, A. Foerster, Z. Martinez *et al.*, 2022, « Monetary policy stance is tighter than federal funds rate », *FRBSF Economic Letter*, vol. 30, pp. 1-5.
- Commission européenne, 2025a, « Accommodating increased defence expenditure within the Stability and Growth Pact », communication C(2025) 2000 final.
- Commission européenne, 2025b, « La Commission dévoile le livre blanc pour une défense européenne et le plan "ReArm Europe"/Préparation à l'horizon 2030 », article d'actualité, 19 mars.
- Commission européenne, 2025c, « Déclaration de la Présidente von der Leyen sur le paquet défense », 4 mars.
- Commission européenne, 2025d, « ReArm Europe Plan / Readiness 2030 », fiche d'information.
- Conseil européen, 2025, « Règlement (UE) 2025/1106 du Conseil du 27 mai 2025 établissant l'instrument "Agir pour la sécurité de l'Europe par le renforcement de l'industrie européenne de la défense" ("instrument SAFE") », *Journal officiel de l'Union européenne*, 28 mai.

- Coquet B. et É. Heyer, 2025, « La productivité retrouve des couleurs », *OFCE Policy brief*, n° 142, avril.
- Costinot A. et A. Rodríguez-Clare, 2014, « Chapter 4 - Trade theory with numbers: Quantifying the consequences of globalization », in : G. Gopinath, E. Helpman et K. Rogoff (eds), *Handbook of International Economics*, Amsterdam, Elsevier, pp. 197-261.
- Dauvin M., 2025, « Quel effet pourrait-on attendre de la réforme du RSA sur le taux de chômage en 2025 ? », *OFCE Le blog*, 11 février.
- Decreux Y. et H. Valin, 2007, « MIRAGE, updated Version of the model for trade policy analysis: Focus on agriculture and dynamics », *CEPII Working Paper*, n° 2007-15.
- Du W., K. Forbes et M. Luzzetti, 2024, « Quantitative tightening around the globe: What have we learned? », *NBER Working Paper*, n° 32321.
- Dullien S., E. Jürgens, C. Paetz et S. Watzka, 2021, « Makroökonomische Auswirkungen eines kreditfinanzierten Investitionsprogramms in Deutschland », *IMK Report*, n° 168, mai.
- Fize É., H. Paris et M. Rault, 2022, « Quelle situation financière des entreprises et des ménages deux ans après le début de la crise Covid ? », *Focus du CAE*, n° 83, mars.
- Heyer É. et P. Madec, 2024, « Investissement des ménages en Europe : impact de la hausse des taux d'intérêt », *Revue de l'OFCE*, n° 187, pp. 177-201, octobre.
- Insee, 2024, *Note de conjoncture*, juillet.
- Madec M., X. Plane et R. Sampognaro, 2024, « Après la censure : impact économique et budgétaire de la Loi spéciale pour 2025 », *OFCE Le blog*, 22 décembre.
- Malizard J., 2015, « Does military expenditure crowd out private investment? A disaggregated perspective for the case of France », *Economic Modelling*, vol. 46, pp. 44-52.
- McKibbin W., M. Hogan et M. Noland, 2024, « The international economic implications of a second Trump presidency », *Peterson Institute for International Economics Working Paper*, n° 24-20.
- McKibbin W. et M. Noland, 2025, « Modeling a US-EU trade war: Tariffs won't improve US global trade balance », Peterson Institute for International Economics, 24 mars.
- McKibbin W. J. et P. J. Wilcoxen, 2013, « Chapter 15 – A global approach to energy and the environment: The G-cubed model », in : P. B. Dixon et D. W. Jorgenson (eds), *Handbook of Computable General Equilibrium Modeling SET*, Amsterdam, Elsevier, vol. 1, pp. 995-1068.
- Miran S., 2024, « A user's guide to restructuring the global trading system », Hudson Bay Capital, novembre.

- Moretti E., C. Steinwender et J. Van Reenen, 2025, « The intellectual spoils of war? Defense R&D, productivity, and international spillovers », *Review of Economics and Statistics*, vol. 107, n° 1, pp. 14-27.
- Observatoire économique de la défense, 2024, *Annuaire statistique de la défense 2011-2012*, Paris, DICOD.
- Phunt L., 2023, « Guide pratique des enquêtes de conjoncture & protocole de prévision en temps réel », *Documents de travail DG Trésor*, n° 2023/2.
- Plane M., X. Ragot et R. Sampognaro, 2024, « Les crises expliquent-elles la hausse de la dette publique en France ? », *OFCE Le blog*, 24 mai.
- Ramey V. A., 2019, « Ten years after the financial crisis: What have we learned from the renaissance in fiscal research? », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 33, n° 2, pp. 89-114.
- Sampognaro R., 2024, « Effet d'un choc d'incertitude politique sur le PIB français », *Revue de l'OFCE*, n° 187.
- York E. et A. Durante, 2025, « Trump Tariffs: Tracking the Economic Impact of Trump Trade War », <https://taxfoundation.org/research/all/federal/trump-tariffs-trade-war/>.

ÉTUDES SPÉCIALES

Construction d'un taux synthétique de politique monétaire pour la zone euro	149
Christophe Blot, Jérôme Creel	
Tarifs douaniers américains : Donald Trump a-t-il vraiment fait marche arrière ?	173
Antoine Bouët, Houssein Guimbard, Cristina Mitaritonna, Balthazar de Vaulchier, Yu Zheng	

CONSTRUCTION D'UN TAUX SYNTHÉTIQUE DE POLITIQUE MONÉTAIRE POUR LA ZONE EURO

Christophe Blot, Jérôme Creel

Sciences Po, OFCE

Cet article présente un taux synthétique pour la zone euro permettant de rassembler dans une seule métrique les décisions conventionnelles et moins conventionnelles de politique monétaire. Ce type d'indicateur a été initialement proposé pour mesurer l'orientation de la politique monétaire lorsque les taux d'intérêt directeurs étaient contraints par la limite de taux zéro (ZLB). La normalisation de la politique monétaire ne fait pas disparaître l'intérêt pour ce type d'indicateurs. En effet, les politiques de taux s'accompagnent aujourd'hui d'une réduction de la taille du bilan des banques centrales. Ainsi, le resserrement quantitatif (QT) succède à l'assouplissement quantitatif (QE), ce qui pourrait se traduire par un taux synthétique plus élevé que le taux directeur. Dans cet article, nous nous appuyons sur la méthode proposée par des économistes de la Réserve fédérale de San Francisco et construisons plusieurs indicateurs à partir d'un modèle à facteurs résumant l'information contenue dans la courbe des taux, les taux de marché privés, les écarts de taux entre pays de la zone euro et les taux bancaires, ce qui permet de tenir compte des spécificités européennes de la transmission de la politique monétaire. Les indicateurs reflètent le resserrement monétaire amorcé en 2022 par la BCE mais n'indiquent pas un resserrement qui irait au-delà de l'augmentation des taux directeurs, au contraire des États-Unis. Nous construisons également un indicateur en fréquence hebdomadaire pour lequel nous réestimons le lien entre les facteurs et le taux au jour le jour sur une période plus récente. Nous montrons que l'assouplissement de la politique monétaire mis en œuvre par la BCE depuis septembre 2024 est légèrement atténué par la réduction de la taille du bilan.

Mots clés : Europe, assouplissement quantitatif, restriction quantitative, BCE.

Àprès une longue période caractérisée par des taux d'intérêt très bas, les banques centrales ont amorcé une normalisation de leur politique monétaire à partir du premier semestre 2022, en réponse à la forte inflation post-Covid et pour retrouver des marges de manœuvre. Ainsi, la BCE a relevé son principal taux directeur de 4,5 points en près de deux ans, soit le resserrement le plus rapide et le plus important depuis 1999. Deux années plus tard, elle réduisait graduellement ses taux considérant que l'inflation avait reculé et les anticipations d'inflation semblaient ancrées à la cible de 2 %. Malgré cette baisse des taux, la BCE soutenait en juin 2024 et dans les mois qui ont suivi que l'orientation de sa politique monétaire restait suffisamment « restrictive » pour parachever la convergence de l'inflation vers sa cible. De cette simple assertion, il apparaissait que la réduction des taux d'intérêt n'était pas synonyme de politique monétaire expansionniste.

Les phases récentes de hausse puis de baisse des taux directeurs marquent le retour d'une politique monétaire plus standard après des années où le taux a été maintenu à un niveau très faible. Si les changements de taux jouent de nouveau un rôle clé dans l'orientation de la politique monétaire, il est clair que la période 2008-2021 a montré que les banques centrales disposaient d'autres outils moins conventionnels pour orienter la politique monétaire vers une expansion (Bernanke, 2020) ou une restriction (Du, Forbes et Luzzetti, 2024). Ainsi la normalisation de la politique monétaire de la BCE depuis 2022 a également consisté à réduire la taille de son bilan qui avait considérablement gonflé à la suite des achats massifs d'actifs financiers et des apports de liquidité non moins massifs aux institutions financières. Ces mesures, prises pour amplifier l'orientation expansionniste de la politique monétaire à partir de la fin de l'année 2008, visaient à assouplir les conditions de crédit en pesant directement sur les taux d'intérêt au-delà des maturités de très court terme. Elles permettaient de contourner la limite à zéro des taux directeurs, ou *zero lower bound* (ZLB) en anglais.

Compte tenu de ces politiques monétaires moins conventionnelles, il apparaît légitime de se demander si la politique de réduction du bilan de la BCE n'a pas amplifié le resserrement monétaire via la hausse des taux directeurs mise en œuvre en 2022 ou si la réduction des taux observée depuis mi-2024 ne voit pas son orientation expansionniste atténuée par la poursuite de la baisse du bilan de la BCE.

La conjonction des baisses de taux directeurs et du bilan amène *in fine* à s'interroger sur la nature, expansionniste, neutre ou restrictive, de la politique monétaire indépendamment d'un éventuel écart au taux neutre¹. Alors que la politique d'assouplissement quantitatif (*quantitative easing*, QE) a consisté en une orientation expansionniste de la politique monétaire, qu'en est-il de la période de restriction quantitative (*quantitative tightening*, QT) à l'œuvre depuis février 2023 : est-elle le parfait symétrique de l'assouplissement quantitatif ? Le QT a-t-il amplifié l'orientation initialement restrictive de la politique monétaire résultant de la hausse des taux directeurs ? Contribue-t-il à atténuer l'effet de la baisse des taux d'intérêt mise en œuvre depuis juin 2024 ? C'est un débat technique, en ce qu'il révèle la complexité d'interprétation d'une politique monétaire, mais il est important car il permet de mieux caractériser les conditions monétaires et financières auxquelles sont confrontés les banques, les entreprises et les ménages. L'orientation véritable de la politique monétaire est également essentielle pour prédire l'évolution de l'inflation et de l'activité économique.

Pour apporter un éclairage à ces différentes questions, il est utile de rassembler sous une seule métrique les décisions conventionnelles – les modifications de taux directeurs – et moins conventionnelles – les politiques dites de bilan – de politique monétaire. Pour ce faire, nous estimons un taux *proxy* pour la zone euro. Cet indicateur de politique monétaire est un taux fictif qui permet de tenir compte de l'ensemble des mesures affectant le bilan des banques centrales, qu'elles soient conventionnelles ou moins conventionnelles. Par la suite, et afin d'éviter l'anglicisme de taux *proxy*, nous le nommerons « taux synthétique » car il agrège des informations financières à des horizons très différents dans un seul indicateur de politique monétaire. Ce concept développé depuis la mise en œuvre du QE a permis de traduire en équivalent de taux de politique monétaire l'ensemble des mesures prises par les banques centrales depuis la crise financière globale. Il présentait notamment l'avantage de pouvoir être inférieur au taux cible de politique monétaire et, de fait, pouvait être potentiellement inférieur à zéro². Inversement, le QT pourrait suggérer que le taux synthétique est

1. Le taux neutre est une variable inobservable qui correspond au niveau de taux d'intérêt pour lequel l'inflation est stable, proche de la cible de la banque centrale, et l'activité est proche du potentiel.

2. En pratique, la borne à taux zéro n'est pas forcément pertinente puisqu'en raison des coûts de stockage ou de transport du cash, le taux peut être inférieur à zéro. On parle alors de *borne inférieure effective* (ELB) plutôt que ZLB.

actuellement plus élevé que le taux directeur. C'est d'ailleurs ce qu'ont montré Choi *et al.* (2022) pour les États-Unis en utilisant la méthode proposée par Doh et Choi (2016).

Dans cet article, nous suivons la même approche pour calculer le taux synthétique de la zone euro. Nous nous en distinguons cependant pour tenir compte des spécificités de la zone euro en matière de transmission de la politique monétaire, à savoir l'existence de différents taux souverains et le rôle plus important joué par le système bancaire. Nous estimons différents modèles de taux synthétiques pour la zone euro qui se distinguent par l'ensemble d'informations à partir duquel ils sont construits. Sur la période caractérisée par la mise en œuvre de politiques monétaires non conventionnelles expansionnistes, les différents modèles confirment que la politique monétaire a été plus expansionniste que ce que suggère l'évolution des taux directeurs de la BCE. Même si des différences de niveau sont observées selon le modèle considéré, l'évolution des taux synthétiques est cohérente avec les mesures prises par la BCE. Par ailleurs, malgré la réduction de la taille du bilan de l'Eurosystème amorcée depuis 2023, le taux synthétique calculé pour la zone euro reste inférieur au taux de politique de la facilité de dépôt de la BCE, suggérant donc que le resserrement monétaire n'a pas été amplifié par les mesures ayant impacté le bilan de la banque centrale.

1. Taux synthétiques : quelques principes

L'effet de la politique monétaire repose principalement sur la transmission des décisions des banques centrales sur les conditions de financement. À l'exception de la Banque du Japon qui avait déjà eu recours aux politiques monétaires non conventionnelles, les banques centrales exerçaient, avant la crise financière de 2008-2009, leur influence via des décisions – et une communication – portant sur le niveau du taux directeur, qui constituait une cible pour les taux de marché de très court terme. Malgré quelques différences opérationnelles, les banques centrales conduisent des opérations de liquidité leur permettant de s'assurer que le taux au jour le jour fluctue autour de ce taux directeur.

Les taux synthétiques ont d'abord été construits comme un indicateur de politique monétaire se substituant au taux directeur traditionnel en période de contrainte liée à la borne à zéro (*zero lower bound, ZLB*). Ainsi, les taux synthétiques sont susceptibles de devenir

négatifs si les banques centrales recourent à d'autres mesures de politique monétaire allant au-delà de la simple manipulation des taux directeurs. Ils permettent ainsi de traduire les mesures de politique monétaire dites non conventionnelles qui ont été mises en œuvre et qui ont affecté l'ensemble des conditions de financement. Ces taux permettent de capter l'ensemble des caractéristiques des politiques monétaires non conventionnelles mobilisées par les banques centrales, assouplissement quantitatif (QE), mais également les mesures dites d'assouplissement qualitatif (*qualitative easing*) – susceptibles de modifier la *structure* du bilan des banques centrales – et les annonces de *forward guidance*. Certaines mesures non conventionnelles, comme les opérations ciblées de refinancement de long terme (*targeted long-term refinancing operations*, TLTRO), ont non seulement accru la taille du bilan des banques centrales, mais aussi modifié sa composition, en se substituant aux opérations de refinancement classiques. Par ailleurs, même pour les mesures ayant directement conduit à une augmentation de la taille du bilan – comme les programmes d'achats d'actifs –, l'information contenue dans le taux synthétique va au-delà d'une simple indication d'accroissement du bilan : par définition, ce taux reflète également les types de marché ciblés (obligations publiques ou privées) ainsi que les caractéristiques (maturité) des actifs achetés. À l'inverse, l'augmentation du bilan en tant que telle ne permet pas de distinguer les effets de volume des effets de prix, que le calcul du taux synthétique cherche précisément à identifier.

Dans ce contexte de ZLB, Francis, Jackson et Owyang (2020) montrent que les taux synthétiques se sont révélés être de bons indicateurs de l'orientation de la politique monétaire. Dans la zone euro, un choc expansionniste de politique monétaire, identifié par le taux synthétique, se traduit bien par une amélioration de l'activité (Ouerk, Boucher et Lubochinsky, 2020)³. Par ailleurs, Anderl et Caporale (2023) montrent que la dynamique de ces taux synthétiques est conforme aux évolutions du taux de politique monétaire issu de règles de Taylor standards, suggérant que la mise en œuvre des politiques monétaires non conventionnelles a répondu à l'évolution de l'inflation et de l'activité.

Il existe différentes façons de calculer le taux synthétique. Krippner (2013), Bauer et Rudebusch (2016), et Wu et Xia (2016) proposent des

3. Les effets sur l'inflation ne semblent cependant pas significatifs.

indicateurs qui s'appuient sur l'estimation d'un modèle de structure par terme des taux d'intérêt⁴. En effet, lorsque l'économie a atteint la ZLB, les banques centrales n'agissent plus sur le taux court – contraint par définition – mais sur la partie longue de la courbe des taux. En modélisant la structure par terme des taux d'intérêt, l'objectif est de déterminer un taux court fictif cohérent avec les évolutions observées de la courbe des taux en période de ZLB. Outre la sensibilité des estimations au modèle choisi, ces taux synthétiques tiennent uniquement compte de la dimension des politiques monétaires non conventionnelles qui sont reflétées par la courbe des taux. C'est pourquoi Doh et Choi (2016) élargissent l'ensemble d'informations en intégrant, en plus des émissions obligataires publiques, des taux d'intérêt de long terme sur des émissions obligataires *privées* ainsi que des écarts de taux (prime de terme ou prime de risque). En effet, la littérature indique que la réponse des primes de risque est un élément clé de la transmission de la politique monétaire⁵. Quant à Lombardi et Zhu (2018), ils incluent des variables monétaires susceptibles de refléter l'orientation de la politique monétaire (agrégats monétaires ainsi que les éléments de l'actif et du passif du bilan de la banque centrale)⁶. Dans ces deux approches, l'information contenue dans les variables est ensuite synthétisée par un modèle à facteurs. Il est alors possible d'estimer la relation entre le taux de marché de très court terme, qui sert de référence pour le taux directeur de la banque centrale, et l'ensemble des facteurs, et d'utiliser cette relation pour déterminer le taux synthétique dans les périodes de ZLB.

Par construction, l'évolution des taux synthétiques capte la dynamique des différents facteurs qui synthétisent eux-mêmes l'ensemble des informations contenues dans les variables du modèle. Or, ces variables peuvent aussi réagir à d'autres informations, la politique budgétaire par exemple, qui affectent également les facteurs. On ne peut donc pas exclure le fait que les variations du taux synthétique ne soient pas uniquement imputables aux décisions de politique monétaire. Cette limite vaut également pour les taux synthétiques utilisant une structure par terme des taux d'intérêt.

4. Les éléments de structure par terme des taux d'intérêt inclus dans le calcul du taux synthétique sont alors tous issus d'émissions obligataires publiques.

5. Voir Bauer, Bernanke et Milstein (2023) par exemple.

6. Fornero, Kirchner et Molina (2024) proposent d'étendre l'analyse au cas d'une petite économie ouverte (le Chili) et tiennent donc compte des conditions monétaires et financières américaines.

Initialement, le calcul de ces taux synthétiques avait vocation à créer un taux court fictif captant l'ensemble des mesures de politique monétaire qui ont renforcé son orientation expansionniste en période de ZLB. Implicitement, dès lors que le taux directeur redevient strictement positif – ou supérieur à une valeur plancher –, il retrouve son rôle d'outil pertinent pour juger de l'orientation de la politique monétaire. Dit autrement, le taux synthétique redevient égal au taux directeur. C'est la démarche suivie par Wu et Xia (2016). Dans ces conditions, le taux synthétique ne tient pas compte de l'impact que pourrait avoir la réduction de la taille – ou de la composition – du bilan des banques centrales sur les conditions monétaires lorsque le taux directeur n'est pas constraint. Or, la question de l'impact du resserrement quantitatif (QT) sur les conditions de financement, au-delà de la seule variation du taux directeur, mérite également d'être posée dans la période actuelle (Du, Forbes et Luzzetti, 2024).

Deux exceptions à cette règle d'uniformité entre taux synthétique et taux directeur après que ce dernier est redevenu positif peuvent être mentionnées. D'une part, De Rezende et Ristiniemi (2023) adoptent une méthode mixte qui reprend la méthode de Wu et Xia (2016) ou Krippner (2013) et la littérature sur l'identification des effets de la politique monétaire à partir d'étude d'événement (*event study*). Le taux synthétique est déterminé sur données quotidiennes et sa variation – lorsqu'il y a une annonce de politique monétaire – reflète l'information contenue dans la structure par terme des taux. En l'absence d'annonce de politique monétaire, donc à taux directeur inchangé, le taux synthétique varie en fonction du taux de marché de court terme. Ainsi, même si leur analyse ne couvre pas la période récente, elle serait en mesure de capter l'incidence des annonces de fin d'achats d'actifs sur le taux synthétique. D'autre part, la méthode de Doh et Choi (2016) est reprise par Choi *et al.* (2022) et Foerster et Martinez (2024), pour calculer un taux synthétique pour les États-Unis (qu'ils qualifient de *proxy rate*) après 2022 et le début du resserrement quantitatif de la Réserve fédérale. Choi *et al.* (2022) montrent ainsi que non seulement le taux synthétique diffère du taux directeur même lorsque celui-ci est redevenu positif, mais qu'il peut lui être supérieur. Dans ce cas, les mesures de réduction de la taille du bilan de la Réserve fédérale suggèrent un resserrement monétaire plus important que celui indiqué par la seule augmentation du taux directeur.

2. Un taux synthétique pour la zone euro

L’application de la méthode proposée par Doh et Choi (2016) permet de calculer différents indicateurs de taux synthétiques pour la zone euro. Nous précisons d’abord les aspects méthodologiques puis proposons une estimation en fréquence mensuelle ainsi qu’un taux hebdomadaire. Au-delà de la fréquence à laquelle l’indicateur synthétique est mis à jour, l’équation reliant l’indicateur hebdomadaire de politique monétaire et les facteurs représentant les conditions monétaires et financières est de fait estimée sur un nombre plus élevé d’observations. Cette équation peut donc être aussi estimée sur une période plus récente, au cours de laquelle il n’y a eu ni QE ni QT, afin de mettre à jour la relation entre le taux de marché de très court terme et les facteurs.

2.1. Aspects méthodologiques

Le taux synthétique mensuel calculé par Doh et Choi (2016) et Choi *et al.* (2022) s’appuie d’abord sur une sélection de 12 variables – 8 taux d’intérêt et 4 variables mesurant un écart de taux (tableau 1) – permettant de capter les conditions monétaires. L’information contenue dans ces variables est ensuite synthétisée par un modèle à facteurs à partir duquel les trois premières composantes sont extraites. Pour la zone euro, nous estimons plusieurs taux synthétiques qui se distinguent par les variables utilisées pour décrire les conditions monétaires et financières. Le premier (*Euz_proxy1*) est issu d’un modèle incluant des variables conformes à celles utilisées pour les États-Unis par Doh et Choi (2016). Cependant, un tel modèle ne rend qu’imparfaitement compte de la transmission de la politique monétaire dans la zone euro. De fait, il n’existe pas de dette fédérale européenne mais un ensemble de marchés de dette souveraine. Dans un second temps, nous considérons non seulement les taux souverains allemands à différentes maturités, pour capter les variations du taux public sans risque, mais aussi un taux souverain pour la France, l’Italie et l’Espagne ainsi que les écarts entre ces taux et le taux allemand. Ce choix est d’autant plus important que certains programmes d’achats d’actifs (le *Securities Market Programme* ainsi que le *Pandemic Emergency Purchase Programme*) de la BCE visaient précisément à réduire les écarts de taux souverains dans la zone euro. Le taux – *Euz_proxy2* – ainsi calculé devrait donc mieux refléter les différentes mesures prises par la BCE. Enfin, le rôle du financement bancaire est plus important dans la

zone euro qu'aux États-Unis. Nous estimons donc un indicateur *Euz_proxy3* qui intègre l'information contenue dans les taux bancaires appliqués aux ménages et aux entreprises de la zone euro.

Tableau 1. Variables utilisées pour le calcul du taux synthétique

Type de données	États-Unis (Doh et Choi, 2016)	Zone euro (<i>Euz_proxy1</i>)	Zone euro (<i>Euz_proxy2</i>)	Zone euro (<i>Euz_proxy3</i>)
Taux d'intérêt publics	<i>Treasury-Bond</i> (2, 5, 7 et 10 ans) <i>State/local</i> (<i>bond buyer index</i> , 20 ans)	<i>German Bund</i> (2, 5, 7, 10, 20 et 30 ans)	<i>German Bund</i> (2, 5, 7, 10, 20 et 30 ans) Taux souverain France, Italie et Espagne (10 ans)	<i>German Bund</i> (2, 5, 7, 10, 20 et 30 ans) Taux souverain France, Italie et Espagne (10 ans)
Taux d'intérêt sur les titres émis par des entreprises privées	Taux <i>corporate AAA</i> Taux <i>corporate BAA</i>	Taux <i>corporate</i> (Allemagne)	Taux <i>corporate</i> (Allemagne)	Taux <i>corporate</i> (Allemagne)
Taux du marché hypothécaire ou bancaire	Taux marché hypothécaire (30 ans)	<i>Pfandbrief</i> *	<i>Pfandbrief</i>	<i>Pfandbrief</i> Taux bancaires : ❖ prêts à la consommation (1 an) ❖ prêts immobiliers (5 à 10 ans) ❖ prêts aux SNF (prêts < et > 1 €, M, maturités 1 an et 5 ans)
Écart de taux	Taux <i>mortgage - Treasury-Bond</i> (10 ans) <i>Treasury-Bond</i> (10 ans – 2 ans) <i>Spread corporate</i> – AAA et BAA	Taux <i>Pfandbrief</i> (10 ans) – Taux <i>Bund</i> (10 ans) Taux <i>Bund</i> (10 ans – 2 ans) <i>Spread corporate</i>	Taux <i>Pfandbrief</i> (10 ans) – Taux <i>Bund</i> (10 ans) Taux <i>Bund</i> (10 ans – 2 ans) <i>Spread corporate</i> <i>Spread souverain</i> (France, Italie, Espagne)	Taux <i>Pfandbrief</i> (10 ans) – Taux <i>Bund</i> (10 ans) Taux <i>Bund</i> (10 ans – 2 ans) <i>Spread Corporate</i> <i>Spread souverain</i> (France, Italie, Espagne) Écart taux bancaires (immobilier, SNF prêts < et > 1 €, M) – taux souverain Allemagne

* Les *Pfandbrief* sont des obligations sécurisées émises par les banques hypothécaires allemandes et garanties par des actifs – créances hypothécaires – à long terme. En cas de défaillance de l'émetteur, la garantie offerte par l'ensemble des actifs permet de couvrir les créances.

Source : Eikon Refinitiv Datastream.

La deuxième étape consiste à estimer sur la période pré-ZLB l'équation 1 reliant les différents facteurs ($f_{k,t}$) et le taux de marché de court terme (ipm_t) qui révèle l'orientation de la politique monétaire :

$$ipm_t = \sum_k \gamma_k \cdot f_{k,t} + \varepsilon_t \text{ pour } t < t_{ZLB} \quad (1)$$

La valeur prédictée de cette relation est ensuite utilisée pour déterminer le taux synthétique (équation 2), soit :

$$\begin{aligned}\hat{proxy}_t &= \epsilon STR_t \text{ pour } t < t_{ZLB} \\ \Delta \hat{Proxy}_t &= \Delta \sum_k \hat{\gamma}_k \cdot f_{k,t} \text{ pour } t \geq t_{ZLB}\end{aligned}\quad (2)$$

2.2. Estimation du taux synthétique mensuel pour la zone euro

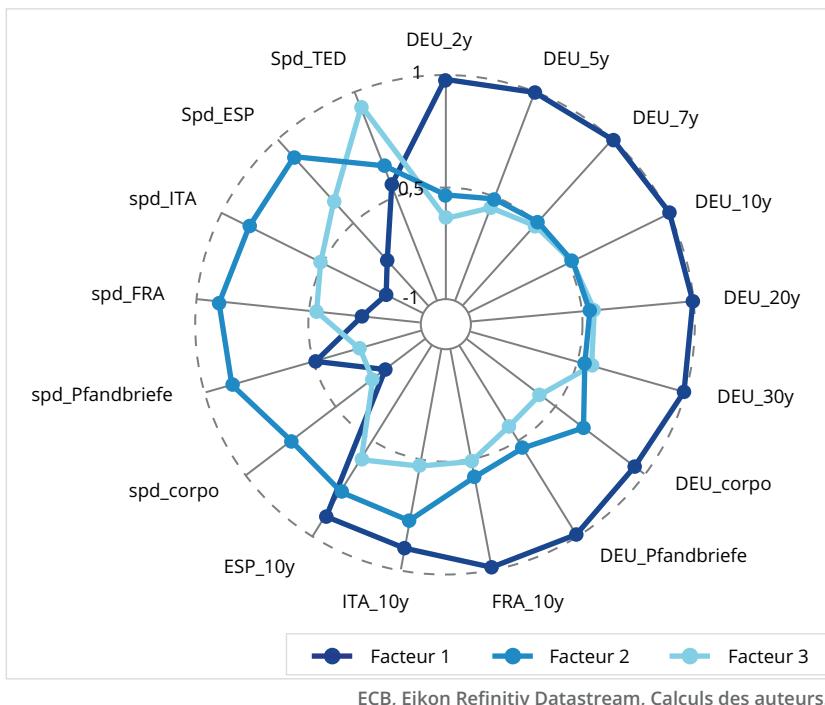
La méthode décrite est appliquée pour estimer plusieurs taux synthétiques pour la zone euro sur données mensuelles mais aussi sur données hebdomadaires (section 2.3), à l'exception du modèle intégrant les taux bancaires qui ne sont disponibles qu'en fréquence mensuelle. Les facteurs sont estimés depuis janvier 1999 – ou janvier 2000 pour l'indicateur (*Euz_proxy3*) intégrant les taux bancaires – et jusqu'en mars 2025. Pour chaque indicateur, nous retenons les composantes pour lesquelles la valeur propre est supérieure à 1, soit trois facteurs qui représentent au moins 90 % de la variance, quels que soient le modèle et la fréquence considérés (tableau 2).

Tableau 2. Part de la variance expliquée par les facteurs

	<i>Euz_proxy1</i>	<i>Euz_proxy2</i> *	<i>Euz_proxy3</i>
Facteur 1	72,8	65	66,1
Facteur 2	14,4	20,5	17,8
Facteur 3	10,7	7,9	7,3

* La part de la variance expliquée par les facteurs est quasi identique en fréquence hebdomadaire.

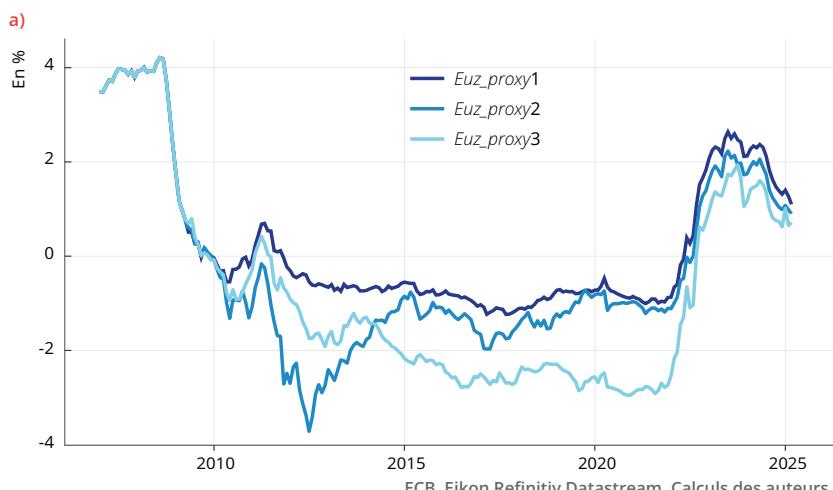
Par souci de simplification, nous présentons uniquement la corrélation entre chaque variable du modèle (*Euz-proxy2*) et les différents facteurs (graphique 1). L'interprétation des deux premiers facteurs est identique pour les deux autres modèles et celle du troisième facteur est plus évidente pour le calcul de l'indicateur (*Euz-proxy2*), qui est aussi celui estimé en fréquence hebdomadaire. Le premier facteur est fortement corrélé avec les différents taux et reflète donc les différents cycles d'assouplissement et de resserrement de la politique monétaire (graphique 2). Les facteurs 2 et 3 sont surtout corrélés avec les écarts de taux, notamment les écarts de taux souverains pour le facteur 2, et la prime de terme (écart entre le taux à 10 ans et le taux à 2 ans) pour le facteur 3. Ainsi, la période de crise des dettes souveraines caractérisée par une forte augmentation des écarts de taux des pays de la périphérie de la zone euro, et dans une moindre mesure de la France, est absorbée par le deuxième facteur.

Graphique 1. Corrélation entre les variables du modèle *Euz-proxy2* et les facteursGraphique 2. Facteurs du modèle *Euz-proxy2*

L'estimation de l'équation 1 sur la période pré-ZLB permet de caractériser la relation entre les différents facteurs et la variable mesurant l'orientation de la politique monétaire : le taux de marché au jour le jour ou taux €STR. Pour la zone euro, nous supposons que le début de la ZLB coïncide avec la « dernière » baisse du taux des opérations principales de refinancement – MRO – de mai 2009. Après cette date, la BCE maintiendra constants ses différents taux directeurs jusqu'en avril 2011. Parallèlement, la BCE a annoncé en juin 2009 un premier programme d'achat d'actifs (CBPP : *Covered-Bond Purchase Programme*), effectif à compter de mi-juillet. On en déduit les trois taux synthétiques qui permettent de capter les différentes mesures non conventionnelles mises en œuvre dans la zone euro depuis cette date. Le graphique 3 permet de comparer : a) les différents taux synthétiques entre eux, b) l'indicateur *Euz_proxy2* au taux €STR, c) l'indicateur *Euz_proxy2* et le taux synthétique calculé pour la zone euro par Krippner (2013) et d) l'indicateur *Euz_proxy2* et le taux proxy de Choi *et al.* (2022) pour les États-Unis.

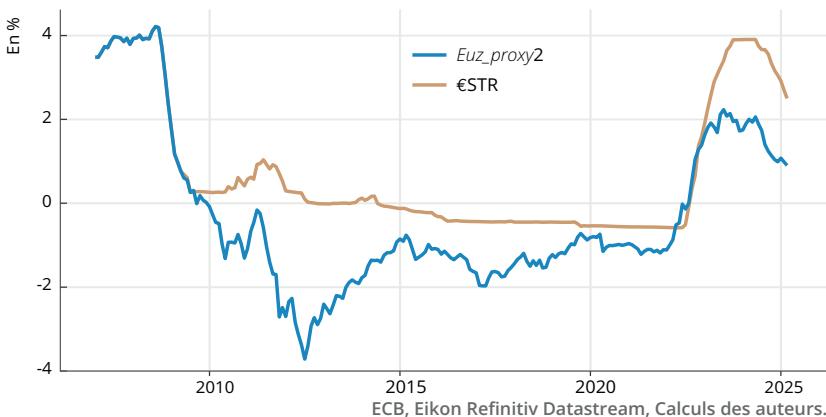
L'ensemble de variables retenues pour déterminer les facteurs influence le niveau des taux synthétiques même si, sur la période la plus récente (depuis 2022), les différences sont moins marquées. La mise en œuvre de mesures non conventionnelles fait basculer les trois indicateurs en terrain négatif confirmant que ces mesures ont bien permis d'amplifier l'orientation expansionniste de la politique monétaire.

Graphique 3a. Taux synthétiques

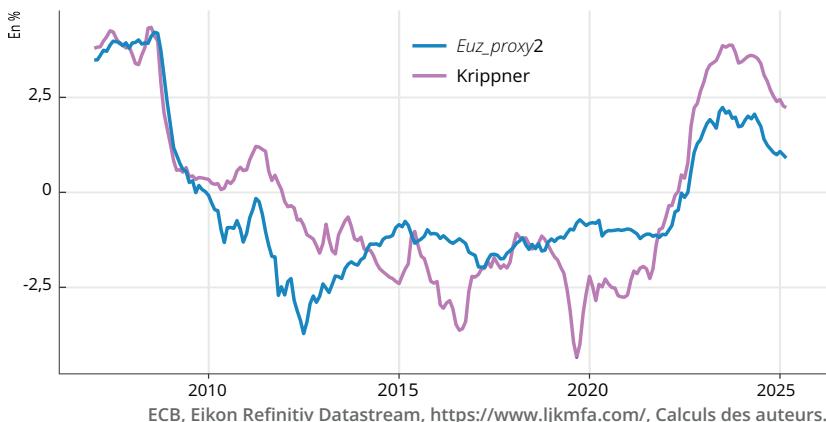


Graphique 3b,c,d. Taux synthétiques

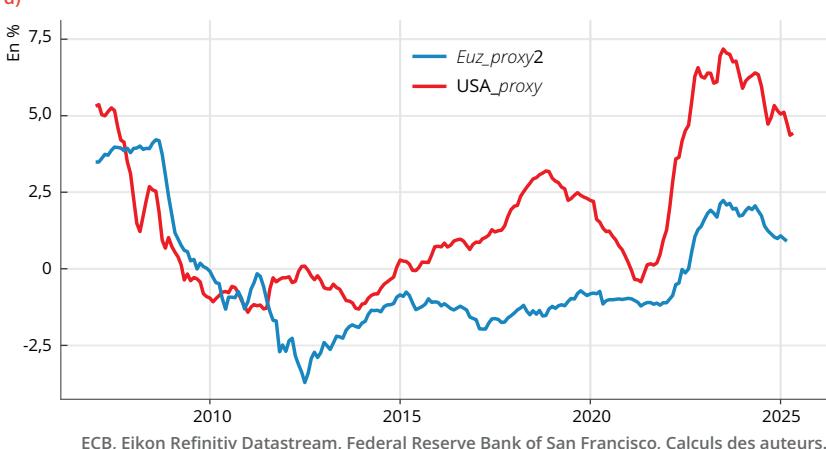
b)



c)



d)



De fait, les différents taux deviennent alors inférieurs au taux de marché de référence. La courte phase de hausse des taux directeurs en 2011 se répercute également dans l'évolution des taux synthétiques. Le point le plus bas est observé pour l'indicateur *Euz_proxy2* en juillet 2012. Les différents taux diminuent en 2015 en lien avec la mise en œuvre du programme d'achats d'actifs de la BCE, annoncé en janvier. Il y a également une nouvelle baisse début 2020 mais dans l'ensemble assez peu marquée malgré les nouvelles mesures prises au début de la pandémie. Cela peut s'interpréter comme une compensation du stress financier (la forte hausse des *spreads* souverains de l'Italie, notamment, au début de la pandémie) par les mesures non conventionnelles du PEPP qui stabilisent les conditions financières à un niveau proche du taux directeur.

Les taux synthétiques ont augmenté à partir du deuxième semestre 2021, suivant une dynamique assez proche de celle des taux directeurs même si en fin de période, les taux synthétiques restent inférieurs au taux de marché. Le niveau des taux synthétiques suggère que le resserrement monétaire n'est pas aussi marqué que ce dont témoigne l'évolution des taux directeurs. En effet, pour le mois de mars 2025, le taux synthétique serait compris entre 0,7 % (*Euz_proxy3*) et 1,1 % (*Euz_proxy7*) contre 2,5 % pour le taux €STR. Il y a de fait une différence forte avec le taux *proxy* calculé pour les États-Unis, qui dépasse le taux des fonds fédéraux la plupart du temps depuis octobre 2021. Cette différence peut s'expliquer par la nature de la réduction du bilan des deux banques centrales. Alors que l'essentiel de la baisse du bilan de la Réserve fédérale s'explique par l'évolution de son portefeuille de titres, pour l'Eurosystème, ce sont surtout les liquidités octroyées aux banques européennes qui ont baissé. Ainsi, pour schématiser, la baisse du bilan des banques centrales est principalement due à une baisse de l'offre de monnaie banque centrale du côté de la Réserve fédérale et à une baisse de la demande de monnaie banque centrale dans la zone euro. Par ailleurs, il faut noter que le niveau des taux synthétiques en zone euro était plus bas que le taux du marché au premier semestre 2021 et leur hausse – entre juillet et octobre 2023 – s'élève à 3,5 points pour l'indicateur *Euz_proxy2* et à 4,9 points pour *Euz_proxy3*, soit pour ce dernier une variation un peu plus importante que celle du taux €STR (de 4,5 points). Si tous les niveaux de taux synthétiques semblent révéler une orientation un peu moins restrictive que celle émanant du niveau atteint par les taux directeurs, une analyse en différence témoigne d'une possible disparité entre mesures de taux synthétiques : l'indicateur *Euz_proxy2* confirme

l'analyse en niveau, tandis que l'indicateur *Euz_proxy3* a tendance à l'infirmer. Enfin, sur l'ensemble de la période, le taux synthétique pour la zone euro est quasi systématiquement inférieur à celui calculé par Choi *et al.* (2022) pour les États-Unis.

2.3. L'impact du QT mesuré par un taux synthétique hebdomadaire

L'analyse précédente suppose que l'estimation de l'équation 1 sur la période pré-ZLB permet de rendre compte du lien entre les différents facteurs et l'indicateur de politique monétaire sur l'ensemble de la période suivante. L'invariance de la relation obtenue entre le taux au jour le jour et les conditions financières pré-ZLB, soit il y a près de 15 ans, peut sembler discutable. Pour atténuer cette limite de la méthode, il semble pertinent de « mettre à jour » la relation entre les différents facteurs et l'indicateur de politique monétaire en estimant l'équation 1 sur une période plus récente caractérisée à la fois par la sortie de la ZLB et l'absence de QE ou de QT⁷. En effet, dès lors que des mesures non conventionnelles continuent à être mises en œuvre, l'équation 1 ne peut être à la fois réestimée et utilisée pour décrire l'impact des nouvelles mesures.

Par la suite, nous exploitons la période de stabilité du portefeuille de titres de l'Eurosystème entre le 7 juillet 2022 et le 16 février 2023 (graphique 4), pour réestimer la relation entre les facteurs et le taux de marché €STR, soit :

$$ipm_t = \sum_k \gamma'_k \cdot f_{k,t} + \epsilon_t \quad \text{pour } t \geq t_{QE,fin} \text{ et } t < t_{QT,début} \quad (3)$$

Sur cette période, la BCE a cessé ses achats de titres dans le cadre du PSPP et du PEPP tout en maintenant une politique de réinvestissement, ce qui a stabilisé la taille du portefeuille de titres détenus à des fins de politique monétaire sur cette période⁸. La période fut également marquée par plusieurs hausses de taux d'intérêt. La conduite de la politique monétaire fut donc relativement identique à celle observée avant la ZLB, c'est-à-dire une période caractérisée par l'absence de politique de bilan et des variations des taux directeurs qui se répercutent sur l'ensemble des taux de marché. On notera cependant que la taille du bilan de l'Eurosystème a diminué du fait du remboursement

7. C'est-à-dire une période de stabilisation de la taille du bilan.

8. Le PSPP (*Public Securities Purchase Programme*) et le PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) sont deux programmes d'achats d'actifs mis en place par la BCE, le premier à partir de mars 2015 et le second en mars 2020. Les achats effectués dans le cadre du PEPP avaient été interrompus dès le mois d'avril 2022.

de certaines opérations de liquidité en lien avec une baisse de la demande de liquidités des banques commerciales, comme souligné précédemment.

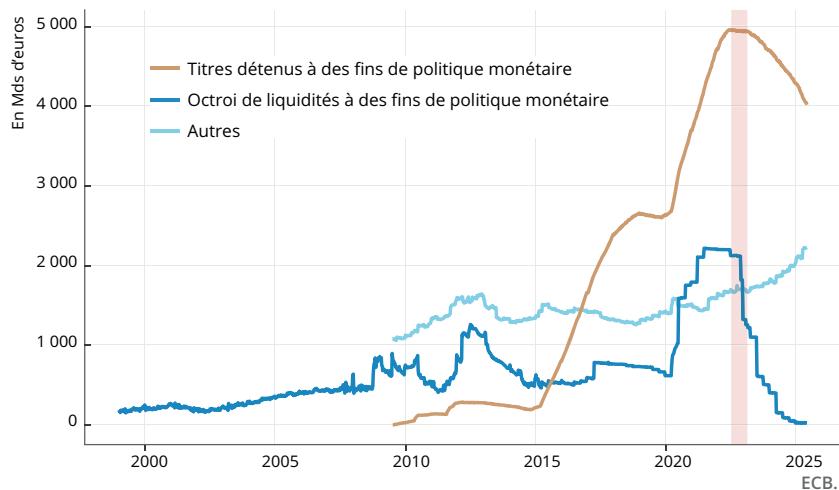
L'estimation d'un taux synthétique sur données mensuelles ne permettrait pas de réestimer l'équation 1 puisque la période ne couvre que huit mois, ce qui réduit considérablement le nombre de degrés de liberté. C'est pourquoi nous calculons un taux synthétique en fréquence hebdomadaire, afin de disposer d'un nombre plus élevé d'observations. La mise à jour de cette relation modifie uniquement le taux synthétique à partir de la fin du QE. Dit autrement, le taux synthétique estimé sur la période 17/07/2009–01/07/2022 dépend de la valeur prédictive de l'estimation estimée sur la période pré-ZLB tandis que le taux synthétique calculé depuis le 10/02/2023 dépend de l'estimation de l'équation 1 sur la période (08/07/2022–03/02/2023). Sur cette dernière période, les variations du taux synthétique sont calées sur celles du taux €STR.

$$\begin{aligned}
 \hat{\text{proxy}}_t^{\text{hebdo}} &= \text{€STR}_t & \text{pour } t < t_{ZLB} \\
 \Delta \hat{\text{proxy}}_t^{\text{hebdo}} &= \Delta \sum_k \hat{\gamma}_k \cdot f_{k,t} & \text{pour } t \geq t_{ZLB} \quad \text{et} \quad t < t_{QE,fin} \\
 &= \Delta \text{€STR}_t & \text{pour } t \geq t_{QE,fin} \quad \text{et} \quad t < t_{QT,début} \\
 &= \Delta \sum_k \hat{\gamma}_k \cdot f_{k,t} & \text{pour } t \geq t_{QT,début}
 \end{aligned} \tag{4}$$

Enfin, l'estimation des facteurs reste effectuée sur l'ensemble de l'échantillon.

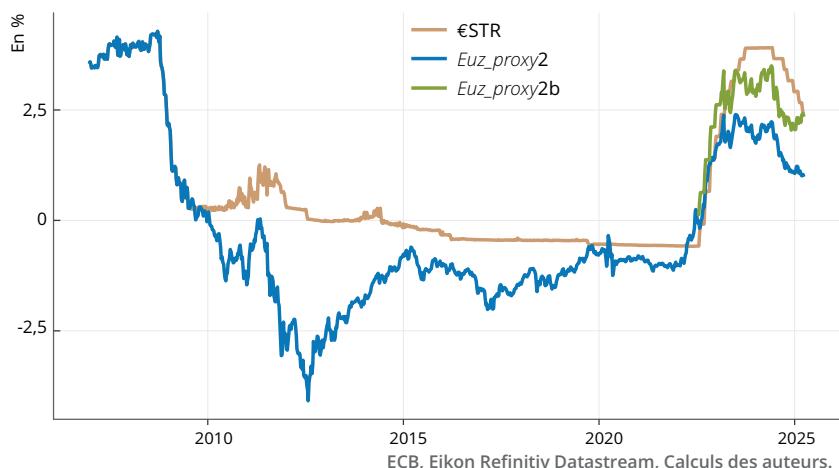
Nous retenons uniquement l'indicateur *Euz_proxy2* qui inclut les mesures d'écart de taux souverains. La mise à jour de la relation entre les différents facteurs modifie la trajectoire du taux synthétique, appelé *Euz_proxy2b*. Entre juillet 2022 et février 2023, la hausse reproduit par construction celle du taux €STR (graphique 5). Le taux synthétique se maintient ensuite à un niveau plus élevé même s'il reste inférieur au taux €STR jusqu'à mi-mars 2025. Il reste néanmoins que la période de QT ne suggère pas un resserrement de la politique monétaire qui irait au-delà de la hausse des taux directeurs de la BCE, confirmant les résultats obtenus avec les indicateurs synthétiques mensuels. Comme le suggère Du, Forbes et Luzzetti (2024), le QT de la BCE est qualifié de passif puisque la réduction du portefeuille de titres se fait simplement par le renouvellement partiel des actifs arrivant à échéance. En pratique, il n'y a donc aucune revente d'actifs mais seulement des achats nets négatifs.

Graphique 4. Principaux éléments à l'actif du bilan de l'Eurosystème



Note : La zone colorée correspond à la période hors ZLB caractérisée par l'absence de QE et de QT.

Graphique 5. Taux synthétique hebdomadaire



Note : L'indicateur Euz_proxy2b tient compte de l'évolution du lien entre les facteurs et le taux au jour le jour tel que représentée par l'équation 4.

3. Un indicateur pertinent de l'orientation de la politique monétaire en zone euro ?

Pour juger de la pertinence de l'indicateur synthétique que nous avons calculé, nous menons deux exercices. Le premier consiste à s'assurer que le taux retenu – ici *Euz_proxy2* en fréquence hebdomadaire – réagit aux variations du bilan de l'Eurosystème. Dit autrement, une augmentation de la taille du bilan, via les opérations d'octroi de liquidité ou via l'augmentation du portefeuille de titres détenus à des fins de politique monétaire (*Securities Held for Monetary Policy Purpose*, SHMPP), se traduit-elle effectivement par une baisse du taux synthétique ? Pour tenir compte d'une éventuelle endogénéité et de l'évolution prédéterminée de la taille du bilan, nous estimons un modèle VAR à trois variables (*Liquidités*, SHMPP et *Euz_proxy2*) qui permet d'identifier la fonction de réponse du taux synthétique à des chocs « exogènes » sur les opérations de liquidité de la BCE et sur le portefeuille de titres. Les réponses données par la graphique 6 indiquent bien qu'une augmentation de la taille du bilan, qu'elle résulte des opérations d'octroi de liquidité ou d'achats d'actifs, entraîne une baisse du taux synthétique, mais uniquement significative au seuil de 10 % lorsque la modification du bilan résulte du portefeuille de titres⁹.

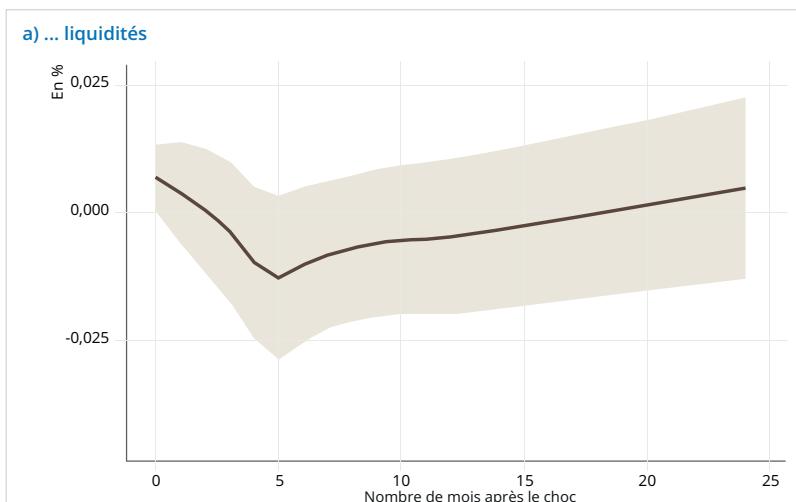
Le deuxième exercice consiste à évaluer l'impact d'un choc de taux synthétique sur l'activité et l'inflation dans la zone euro afin de s'assurer que les réponses de ces deux variables sont conformes à l'analyse standard de la politique monétaire. Comme pour l'exercice précédent, nous estimons simplement un modèle VAR incluant le taux de chômage de la zone euro – lissé sur six mois –, le taux d'inflation en glissement annuel, le taux de change euro-dollar (exprimé en logarithme) et l'indicateur synthétique. Le VAR est estimé avec deux retards à partir de janvier 2007¹⁰. La fonction de réponse du chômage indique bien une hausse quel que soit l'indicateur retenu, même si la réponse lorsque l'instrument de politique monétaire est *Euz_proxy2* n'est pas

9. L'analyse de la décomposition de la variance indique cependant que la contribution des chocs sur les liquidités et le portefeuille de titres est inférieure à 4 %.

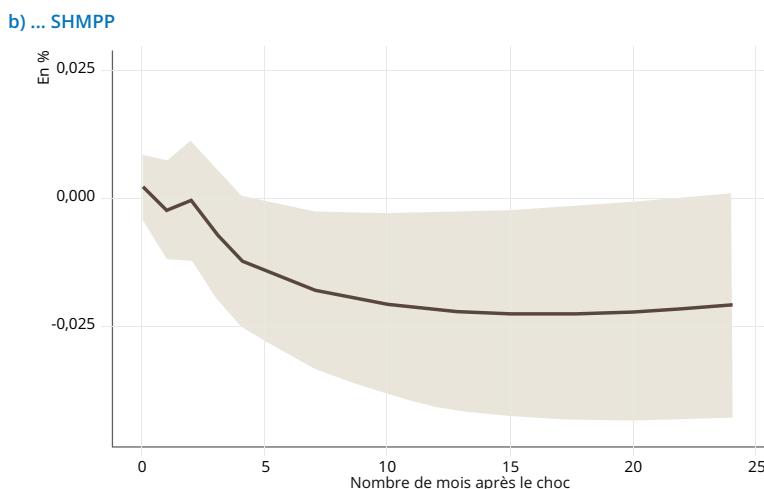
10. Nous ajoutons également la variation annuelle du prix du pétrole et le taux *proxy* calculé par Choi et al. (2022) pour tenir compte de l'orientation de la politique monétaire américaine comme variables exogènes. La première variable est introduite usuellement pour échapper au « *price puzzle* », en captant les anticipations d'inflation. La seconde variable permet de tenir compte des relations stratégiques entre banques centrales et de leurs effets sur la valeur du taux de change entre l'euro et le dollar.

significative pour un intervalle de confiance à 90 % (graphique 7). Inversement, la réponse de l'inflation est négative et significative (graphique 8). Ces résultats sont donc conformes aux effets attendus de la politique monétaire.

Graphique 6. Réponse du taux synthétique à un choc sur...

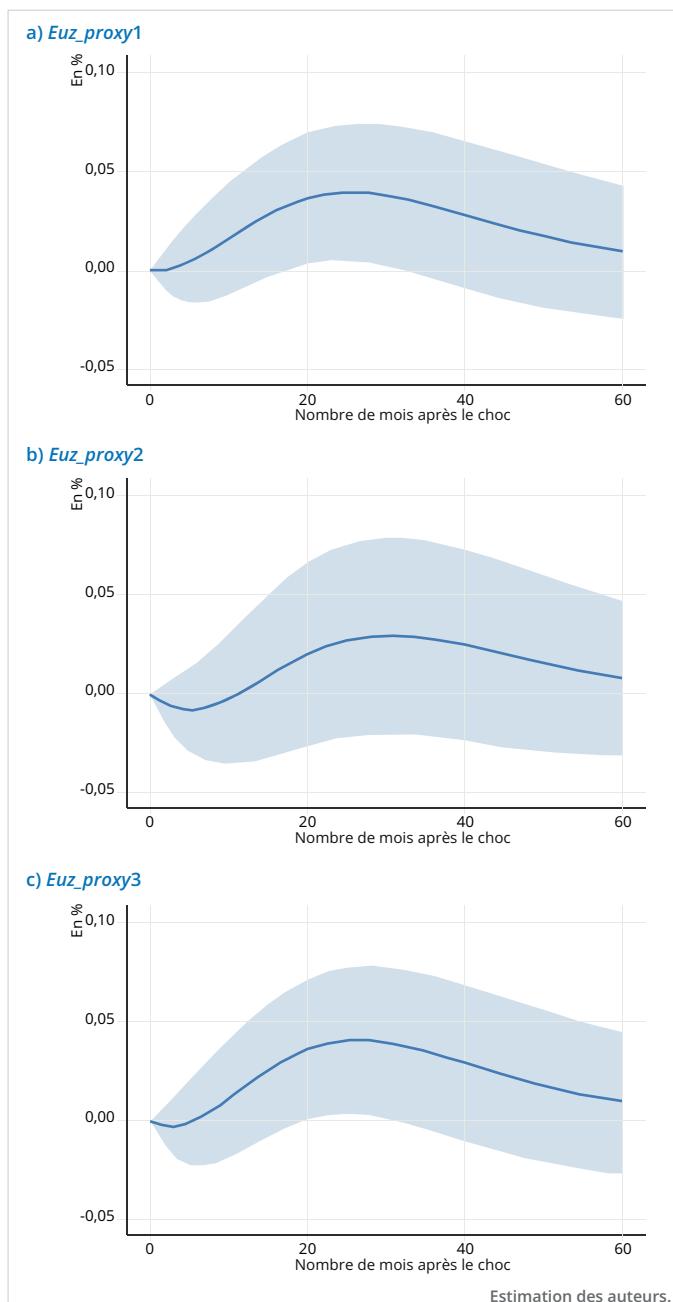


Note de lecture : Réponse du taux synthétique à un choc d'un équart-type sur le poste liquidité du bilan de l'Eurosystème avec un intervalle de confiance à 90 %.



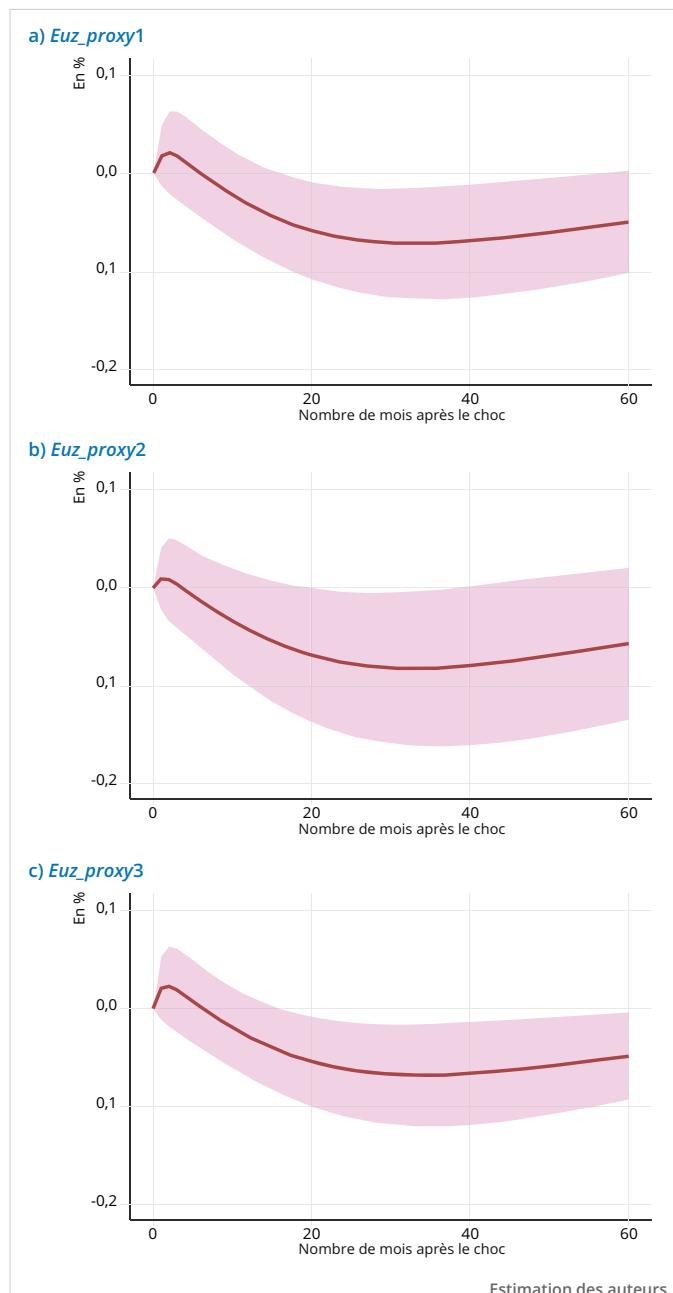
Note de lecture : Réponse du taux synthétique à un choc d'un équart-type sur le portefeuille de titres détenus par l'Eurosystème avec un intervalle de confiance à 90 %.

Graphique 7. Réponse du taux de chômage à un choc de politique monétaire mesuré par...



Note : Intervalle de confiance à 90 %.

Graphique 8. Réponse du taux d'inflation à un choc de politique monétaire mesuré par...



Note : Intervalle de confiance à 90 %.

4. Conclusion

Après la crise financière de 2008, les banques centrales ont modifié la composition et la taille de leur bilan afin d'amplifier l'orientation expansionniste de leur politique monétaire lorsqu'elles ont été confrontées à la ZLB. De fait, au cours de cette période, les taux directeurs ne permettaient plus de rendre compte de l'ensemble des actions entreprises par les banques centrales. C'est pourquoi se sont développés des taux dits synthétiques afin d'appréhender l'orientation de la politique monétaire dans un environnement où les banques centrales peuvent avoir recours à plusieurs instruments. Depuis 2022, on assiste à une normalisation de la politique monétaire où les banques centrales signalent l'orientation de leur politique monétaire via des décisions portant sur les taux directeurs. Parallèlement, elles ont aussi amorcé une réduction de la taille de leur bilan, ce qui pourrait influencer les conditions monétaires et financières. Les taux synthétiques restent donc un outil pertinent pour analyser l'orientation de la politique monétaire. Dans cet article, nous proposons un taux synthétique pour la zone euro. Cet indicateur est calculé à partir d'un modèle à facteurs résument l'information contenue dans la courbe des taux, les taux de marché privés, les écarts de taux entre pays de la zone euro et les taux bancaires, ce qui permet de tenir compte des spécificités de la transmission de la politique monétaire. Nos indicateurs reflètent le resserrement monétaire amorcé en 2022 par la BCE mais n'indiquent pas un resserrement qui irait au-delà de l'augmentation des taux directeurs. Enfin, en réestimant l'indicateur en fréquence hebdomadaire et en réestimant le lien entre les facteurs et le taux au jour le jour sur une période plus récente, nous montrons que l'assouplissement de la politique monétaire mis en œuvre par la BCE depuis septembre 2024 serait légèrement atténué par la réduction de la taille du bilan.

Références

- Anderl C., G.M. Caporale, 2023, « Shadow rates as a measure of the monetary policy stance: Some international evidence », *Scottish Journal of Political Economy*, vol. 70, n° 5, p. 399-422.
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/sjpe.12343>
- Bauer M.D., B.S. Bernanke, E. Milstein, 2023, « Risk appetite and the risk-taking channel of monetary policy », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 37, n° 1, p. 77-100.
<https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.37.1.77>

- Bauer M.D., G.D. Rudebusch, 2016, « Monetary policy expectations at the zero lower bound », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 48, n° 7, p. 1439-1465. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/jmcb.12338>
- Bernanke B.S., 2020, « The new tools of monetary policy », *American Economic Review*, vol. 110, n° 4, p. 943-983. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.110.4.943>
- Choi J., Doh T., Foerster A., Martinez Z., 2022, « Monetary policy stance is tighter than federal funds rate », *FRBSF Economic Letter*, n° 30.
- De Rezende R.B., A. Ristiniemi, 2023, « A shadow rate without a lower bound constraint », *Journal of Banking & Finance*, vol. 146, p. 106686. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426622002667?via%3Dihub>
- Doh T., J. Choi, 2016, « Measuring the stance of monetary policy on and off the zero lower bound », *FRB Kansas City Economic Review*, vol. 101, n° 3, p. 5-24.
- Du W., K. Forbes, M. Luzzetti, 2024, « Quantitative tightening around the globe: What have we learned? », *NBER Working Paper*, n° 32321. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w32321/w32321.pdf
- Foerster A., Z. Martinez, 2024, « Anatomy of the post-pandemic monetary tightening cycle », *FRBSF Economic Letter*, n° 16.
- Fornero J., M. Kirchner, C. Molina, 2024, « Estimating shadow policy rates in a small open economy and the role of foreign factors », *Journal of International Money and Finance*, vol. 140, p. 102972. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0261560623001730?via%3Dihub>
- Francis N.R., L.E. Jackson, M.T. Owyang, 2020, « How has empirical monetary policy analysis in the U.S. changed after the financial crisis? », *Economic Modelling*, vol. 84, p. 309-321. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0264999318312756?via%3Dihub>
- Krippner L., 2013, « Measuring the stance of monetary policy in zero lower bound environments », *Economics Letters*, vol. 118, n° 1, p. 135-138. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S016517651200554X?via%3Dihub>
- Lombardi M., F. Zhu, 2018, « A Shadow policy rate to calibrate U.S. monetary policy at the zero lower bound », *International Journal of Central Banking*, vol. 14, n° 5, p. 305-346. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0261560623001730?via%3Dihub>
- Ouerk S., Boucher C., Lubochinsky C., 2020, « Unconventional monetary policy in the Euro Area: Shadow rate and light effets », *Journal of Macroeconomics*, vol. 65, p. 103219. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0164070420301452?via%3Dihub>

Wu J.C., F.D. Xia, 2016, « Measuring the macroeconomic impact of monetary policy at the zero lower bound », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 48, n° 2-3, p. 253-291.
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/jmcb.12300>

TARIFS DOUANIERS AMÉRICAINS : DONALD TRUMP A-T-IL VRAIMENT FAIT MARCHE ARRIÈRE ?¹

Antoine Bouët, Houssein Guimbard, Cristina Mitaritonna,
Balthazar de Vaulchier, Yu Zheng

CEPII

Nous estimons les variations des niveaux de droits de douane dues aux décisions tarifaires récentes des États-Unis, du Canada et de la Chine, ainsi que leurs conséquences économiques et commerciales sur l'économie mondiale. L'estimation est basée sur une base de données détaillée des droits de douane dans le monde (MacMap-HS6) et un modèle d'équilibre général calculable dynamique multisectoriel et multinational, le modèle MIRAGE. Les droits de douane annoncés par Donald Trump depuis son investiture ont augmenté significativement la protection moyenne des États-Unis vis-à-vis du reste du monde : de 5 % avant le 20 janvier 2025 à 23,7 % le 2 avril 2025. Après cette date a eu lieu une « pause » dans le protectionnisme américain, mais une « pause » relative puisque le droit de douane moyen des États-Unis a diminué à 16,1 %, soit un niveau bien plus élevé qu'en début d'année. Les dommages que cette politique protectionniste américaine inflige à l'économie mondiale sont significatifs. Ce sont les États-Unis, la Chine et le Mexique qui en paient le prix le plus élevé en termes de PIB. Le coût pour l'Union européenne est modéré, faible pour la France, significatif pour l'Allemagne dans le cas de l'application des « tarifs réciproques ». Les États-Unis se réindustrialisent partiellement et la Chine prend le chemin inverse. Certains secteurs dans l'Union européenne sont significativement affectés comme le secteur de l'automobile et des pièces détachées en Allemagne ou le secteur de l'équipement de transport en France.

Mots clés : politique commerciale des États-Unis, droit de douane, représailles commerciales, modèle d'équilibre général.

1. Ce titre fait référence à de nombreuses critiques adressées à la présidence américaine dans la seconde quinzaine de mai 2025 : le président américain était décrit comme étant souvent d'abord agressif en termes de politique commerciale, pour ensuite faire marche arrière. L'expression était résumée sous le terme « TACO » pour « *Trump Always Chickens Out* ». On peut traduire « TACO » par « Trump se dégonfle toujours » ou encore « Trump fait toujours marche arrière ». Voir <https://insidetrade.com/daily-news/trump-defends-tariff-approach-negotiation-amid-taco-trade-criticisms>

Une nouvelle administration américaine a été investie le 20 janvier 2025 sous la présidence de Donald Trump. Une proposition importante, répétée de nombreuses fois pendant la campagne présidentielle de 2024, était la mise en place de nouveaux droits de douane sur les produits importés. La volonté d'un protectionnisme douanier répondait à plusieurs objectifs, parfois contradictoires : rééquilibrage de la balance commerciale ; réindustrialisation du pays grâce à la protection des entreprises nationales et l'incitation donnée aux firmes étrangères à s'implanter aux États-Unis ; faire payer aux pays étrangers la fourniture par les États-Unis de biens publics globaux comme la protection militaire ou l'accès à une monnaie internationale ; financer une baisse de l'impôt sur le revenu aux États-Unis ; obtenir des concessions commerciales ; sanctionner la Chine pour ses pratiques déloyales.

Entre le 20 janvier 2025 et le 1^{er} avril 2025, l'administration américaine a mis en place des droits de douane sur la Chine, le Canada et le Mexique, puis a exempté de taxes les produits de ces deux derniers pays passant sous régime ACEUM². Elle a imposé des taxes douanières sur les importations de voitures, d'acier, d'aluminium et des produits dérivés en provenance de tous les pays partenaires. La Chine et le Canada ont exercé des représailles. Le 2 avril 2025, appelé « Liberation Day » par Donald Trump, celui-ci a annoncé la mise en place de « tarifs réciproques³ » sur les importations en provenance de 57 pays. Les pays concernés sont des pays à haut revenu (Israël, Japon, Union européenne...), des pays à revenu intermédiaire (Algérie, Bosnie-Herzégovine, Chine...) et des pays à revenu faible (République démocratique du Congo, Madagascar, Mozambique...). Ces « tarifs réciproques » sont des taxes additionnelles comprises dans une fourchette allant de 11 % (Cameroun, République démocratique du Congo) à 50 % (Lesotho). Les exportations des autres pays échangeant avec les États-Unis sont taxées par une surcharge de droit de 10 points de pourcentage (pp), mais les produits venant de la Biélorussie, de la Corée du Nord, de Cuba et de la Russie, déjà visés par des mesures

2. Pour Accord Canada-États-Unis-Mexique, auparavant appelé l'Accord de libre-échange nord-américain.

3. Ce ne sont pas des tarifs qui impliquent la réciprocité dans les relations commerciales bilatérales. Ces taxes sont égales au ratio du déficit commercial des États-Unis vis-à-vis de ce pays sur les importations de biens venant de ce pays, en 2024.

spécifiques relativement anciennes, sont exemptés de taxes douanières supplémentaires. Si des décisions protectionnistes étaient attendues, ces annonces ont surpris par leur ampleur et leur caractère discriminant entre pays. Elles ont touché ceux-ci sans égard pour l'intensité de leurs échanges avec les États-Unis ou leur propre niveau de protection commerciale appliquée aux produits américains. La Chine a immédiatement exercé des représailles, provoquant une nouvelle guerre tarifaire avec les États-Unis. Peu après, l'administration américaine a adopté une attitude relativement plus conciliante, d'abord en annonçant le 9 avril 2025 une pause de 90 jours dans l'application des « tarifs réciproques » et en les remplaçant par une surcharge tarifaire de 10 pp, puis en remettant les droits de douane frappant l'importation de certains produits comme les smartphones et des produits électroniques à leur niveau initial, d'avant le 20 janvier 2025. Cette attitude plus coopérative des États-Unis ne concernait pas la Chine. Mais dans un nouveau revirement, le 12 mai 2025, les États-Unis ont abaissé le droit de douane supplémentaire sur les produits chinois de 145 pp à 30 pp, et la Chine de 125 pp à 10 pp sur les produits américains.

Cette période de quatre mois a donc été extrêmement chargée en termes de modifications des droits de douane sur les importations et les exportations des États-Unis. En dehors d'une impression de manque de rigueur dans les objectifs, la politique commerciale de l'administration américaine apparaît donc erratique : d'abord une première phase d'augmentation des taxes douanières et de représailles des partenaires entre le 20 janvier 2025 et le 2 avril 2025 compris ; puis une phase où les États-Unis « abaissent leur garde » vis-à-vis de tous les pays sauf la Chine entre le 2 avril 2025 et le 11 mai 2025 ; enfin une dernière phase où l'attitude de l'administration américaine est aussi plus conciliante vis-à-vis de la Chine, à partir du 12 mai 2025.

Un certain nombre de questions se posent à propos des décisions de l'administration américaine : la première période implique-t-elle une augmentation importante du protectionnisme aux États-Unis ? La première pause de 90 jours annoncée le 9 avril amène-t-elle une baisse significative du protectionnisme américain ? Et vis-à-vis de quels pays ? La deuxième série de décisions concernant cette fois la Chine amène-t-elle une nouvelle baisse significative du protectionnisme américain ? Pour chacune de ces phases, quel impact ont les décisions sur des variables macroéconomiques et sectorielles au niveau mondial et national ? Enfin, le 9 juillet 2025, l'administration américaine devrait décider soit d'appliquer les « tarifs réciproques » du 2 avril 2025, soit

de ne pas les appliquer et d'en rester à une attitude relativement plus conciliante vis-à-vis de ses partenaires commerciaux : quels sont les enjeux de cette alternative pour les principaux pays du monde ? Nous utilisons un modèle d'équilibre général calculable dynamique multisectoriel multinational pour répondre à ces questions, le modèle MIRAGE.

Ce n'est pas la première étude donnant une estimation *ex ante* du protectionnisme de la nouvelle administration américaine. York et Li (2025) évaluent la mise en œuvre d'un tarif universel supplémentaire de 10 % combiné à un tarif supplémentaire de 60 % sur les importations en provenance de Chine à l'aide du modèle d'équilibre général de la Tax Foundation : le PIB américain diminuerait de 0,8 %. À l'aide du modèle GTAP (Global Trade Analysis Project), le Congressional Budget Office des États-Unis estime l'impact de la même décision politique⁴. En cas de mesures de rétorsion réciproques de la part de tous les partenaires commerciaux des États-Unis, le PIB américain diminue de 0,6 % et l'indice des prix à la consommation augmente de 1 %.

L'estimation de Felbermayr, Hinz et Langhammer (2024), basée sur le modèle KITE (un modèle de type NQTM pour *New Quantitative Trade Model*, calibré sur des données détaillées d'entrées-sorties et de flux commerciaux), évalue l'impact de trois scénarios de politique américaine : un premier où les États-Unis imposent un tarif supplémentaire de 10 % à tous les partenaires non membres d'un Accord de libre-échange (ALE) et de 60 % sur les importations en provenance de Chine, un deuxième qui ajoute des représailles par les pays touchés avec un changement réciproque de la politique commerciale, et un troisième où tous les partenaires commerciaux des États-Unis sont touchés par le protectionnisme américain et prennent des mesures de représailles. Dans le premier scénario, les exportations américaines diminuent de 13,6 %, le PIB américain de 0,6 %, les exportations chinoises de 8 % et le PIB chinois de 0,7 %. Dans le second scénario, l'impact négatif est systématiquement plus important, en particulier pour les États-Unis, avec une baisse de 21,9 % des exportations et de 0,8 % du PIB. Si les pays membres d'une ALE avec les États-Unis sont inclus dans cette guerre commerciale, l'impact est légèrement plus faible pour la Chine, mais les exportations américaines diminuent de 38,6 % et le PIB américain de 1,2 %. L'impact de ces différents scénarios sur les pays européens est négatif, mais modéré, l'Allemagne étant plus touchée que la France.

4. <https://www.cbo.gov/publication/61112>

À l'aide du modèle d'équilibre général calculable (EGC) MIRAGE-Power, Bouët, Sall et Zheng (2025) simulent une guerre commerciale lancée en 2025 par la nouvelle administration américaine. Le scénario central consiste en une augmentation de 60 pp des droits de douane sur toutes les importations américaines en provenance de Chine, une augmentation de 10 pp des droits de douane sur tous les produits provenant d'autres partenaires, à l'exception du Canada et du Mexique, et des représailles tarifaires réciproques. Le PIB mondial et le commerce mondial diminuent respectivement de 0,5 % et de 3,4 % en volume, avec des pertes significatives pour les États-Unis et la Chine, et des gains pour le Canada et le Mexique. D'autres scénarios montrent que : le traitement tarifaire discriminatoire de la Chine profite aux autres partenaires commerciaux ; les représailles commerciales augmentent les pertes économiques des États-Unis ; si le Canada et le Mexique sont inclus dans la guerre commerciale, ils perdent tous deux beaucoup en termes de PIB et d'échanges commerciaux.

À l'aide de trois modèles économiques, Cerdeiro *et al.* (2025) montrent l'impact des droits de douane américains sur les flux commerciaux, la production et le bien-être économique, en particulier en Amérique du Nord et en Chine. À court terme, les droits de douane font baisser la production tout en augmentant les prix à la consommation dans les pays appliquant des droits de douane et font baisser à la fois la production et les prix dans les pays ciblés. À long terme, les pertes de production pourraient atteindre 1 % du PIB mondial. Les effets des droits de douane varient considérablement d'un pays à l'autre et d'une région à l'autre.

Cardani *et al.* (2025) quantifient l'impact économique des tarifs douaniers du 2 avril sur l'Europe, en tenant compte de la réaction du taux de change dans la transmission du choc. Les auteurs proposent différents scénarios pour le taux de change. La théorie économique impliquerait une appréciation du dollar américain, mais son affaiblissement est également envisagé dans l'étude. Si l'on considère l'ensemble des canaux, y compris les ajustements des taux d'intérêt, la croissance du PIB aux États-Unis serait inférieure d'environ 1 pp en 2025, alors que la croissance dans la zone euro ne serait inférieure que d'environ 0,3 point de pourcentage cette année. L'effet des droits de douane sur l'inflation serait également plus prononcé aux États-Unis que dans l'Union européenne (UE).

Notre étude incorpore la quasi-totalité des détails des changements de tarifs entre le 20 janvier 2025 et le 31 mai 2025 dans une base de données de droits de douane très détaillée : les taxes douanières pour 2022 de 203 pays importateurs sur 5 385 produits vis-à-vis de 239 pays exportateurs (tous les accords régionaux et toutes les préférences commerciales sont inclus dans cette base ; voir Guimbard *et al.* (2012)). Nous évaluons les modifications de tarifs selon trois scénarios correspondant aux trois phases décrites précédemment. Puis avec le modèle MIRAGE calibré sur 38 secteurs et 25 pays ou régions, nous évaluons les impacts d'abord au niveau mondial sur le PIB et le commerce en termes réels, puis par pays sur les PIB nationaux avec un focus sur les États-Unis, la France, l'Allemagne, le reste de l'Union européenne, la Chine, le Mexique et le Canada, enfin au niveau sectoriel et national.

Les principaux résultats de cette estimation sont les suivants. L'impact des différents scénarios est négatif sur le PIB mondial en termes réels, entre -0,4 % et -0,6 %, et sur le commerce de biens mondial en volume, entre -3,4 % et -2,6 %. Ce sont généralement les États-Unis qui perdent le plus en termes de PIB réel (des pertes supérieures à 1 %), mais la Chine est aussi significativement affectée. L'impact sur l'activité économique dans l'Union européenne est négatif, mais faible, excepté pour l'Allemagne avec une perte de PIB de presque 1 % en cas d'application des « tarifs réciproques » (-0,3 % pour la France). Dans le cas des deux scénarios où les États-Unis sont relativement conciliants, les pertes de PIB en volume de l'UE sont de -0,2 % à -0,1 % avec des pertes très faibles pour la France (-0,1 %) et modérées pour l'Allemagne : de -0,4 % à -0,2 %. Les baisses d'activité sont importantes dans certains secteurs : entre -9 % et -8 % de valeur ajoutée en termes réels pour le secteur automobiles et pièces détachées en Allemagne. Cet indicateur dans le secteur français « équipement de transport », qui inclut notamment l'aéronautique et le transport ferroviaire, connaît une chute de plus de 14 % en cas d'application des droits de douane réciproques, mais dans les deux autres scénarios, la baisse est plus modérée : de -5 % à -4 %.

La section 1 présente la méthodologie, la section 2 présente les résultats, la section 3 conclut.

1. Méthodologie

Notre évaluation *ex ante* s'appuie sur le modèle MIRAGE de l'économie mondiale⁵. MIRAGE est un modèle d'équilibre général calculable multisectoriel et multirégional, développé par le CEPII depuis 2001. Ce modèle est destiné à l'analyse des politiques commerciales, dans la mesure où il propose une modélisation complexe du commerce international tout en s'appuyant sur des données de protection commerciale très détaillées, au niveau des produits de la classification du système harmonisé à 6 chiffres (SH6).

1.1. Le modèle MIRAGE

La version utilisée dans cette étude est MIRAGE-Power. Le modèle MIRAGE-Power est dérivé de MIRAGE-e (Fontagné, Fouré et Ramos, 2013), intégrant une représentation détaillée de la production d'électricité, y compris à partir des énergies renouvelables, ainsi que les émissions de gaz à effet de serre.

Dans le modèle, les entreprises interagissent soit dans un cadre de concurrence monopolistique, où un certain nombre d'entreprises identiques par secteur et par région se font concurrence et appliquent une marge sur les coûts marginaux, soit dans un cadre de concurrence parfaite, où une entreprise représentative facture au coût marginal. Pour cette étude, la concurrence imparfaite est retenue pour les secteurs industriels. Pour chaque secteur et chaque région, les entreprises utilisent des consommations intermédiaires, de la valeur ajoutée et de l'énergie pour produire. La valeur ajoutée est produite à partir de cinq facteurs primaires : la terre, les ressources naturelles, le travail non qualifié, le travail qualifié et le capital. Le modèle intègre une représentation détaillée de l'utilisation de l'énergie, composée d'électricité et de combustibles fossiles. La substituabilité entre capital et énergie est faible, mais un agrégat énergie-capital peut être substitué au travail avec une élasticité plus élevée. Bien que l'électricité soit produite à partir de combustibles fossiles (charbon, pétrole, gaz), d'énergie nucléaire ou d'énergies renouvelables (hydraulique, solaire, éolienne, etc.), elle est consommée et échangée comme une marchandise agrégée. L'ensemble de ces intrants est combiné selon une structure de production en fonctions CES (élasticité de substitution constante) imbriquées à plusieurs niveaux, permettant de refléter différents degrés

5. <https://mirage-model.eu/>

de substituabilité entre groupes d'intrants. Dans chaque région, un agent représentatif (représentant les ménages et l'État) maximise son utilité sous contrainte budgétaire. Cet agent épargne une partie de son revenu et dépense le reste en consommation finale, selon une fonction de type LES-CES (système de dépenses linéaire - élasticité de substitution constante). Cette fonction implique que l'élasticité-revenu de la demande n'est pas unitaire. Les recettes fiscales proviennent des droits de douane, des rentes liées aux mesures non tarifaires (MNT), des taxes à l'exportation, des taxes à la production, des taxes à la consommation et des taxes carbone (lorsqu'un prix du carbone est appliqué).

Le modèle prend en compte les émissions de gaz à effet de serre issues des processus de production et de consommation. Les émissions de CO₂ sont calculées à partir de la consommation intermédiaire et finale de combustibles fossiles. Les autres gaz à effet de serre (CH₄, N₂O, gaz fluorés) sont intégrés dans le processus de production selon la méthode de Hyman *et al.* (2003). Cette approche est cohérente avec les méthodologies utilisées dans les modèles EGC globaux les plus avancés, tels que le modèle GTAP (Antimiani *et al.*, 2013) ou le modèle EPPA du MIT (Paltsev *et al.*, 2005).

Le commerce est modélisé selon l'hypothèse d'Armington, selon laquelle les biens domestiques et importés sont des substituts imparfaits. De même, les biens importés provenant de différentes régions sont aussi considérés comme des substituts imparfaits. Les biens et services importés sont destinés à la consommation intermédiaire des entreprises et à la consommation finale des ménages. Les coûts à l'échange international incluent les droits de douane, les mesures non tarifaires sur les biens et les services, ainsi que les coûts liés au transport international. Les MNT sont prises en compte sous trois formes possibles : équivalents tarifaires, équivalents de taxes à l'exportation et coûts de type iceberg.

Enfin, MIRAGE-Power est un modèle dynamique récursif dans lequel les agents optimisent leurs choix année après année, le modèle étant résolu pour chaque période jusqu'à l'année finale considérée dans la simulation. Le capital installé est supposé immobile : l'ajustement du stock de capital par secteur se fait de manière graduelle, sous la seule impulsion de l'investissement. Celui-ci est alloué chaque année entre secteurs en fonction des taux de rendement relatifs. En d'autres termes, les ajustements structurels résultent d'une réallocation progressive du stock de capital, rendue possible par la dépréciation et l'investissement.

Pour la clôture du modèle, le compte courant de chaque région est fixé comme une part du PIB mondial à la date t , et ce ratio est maintenu constant en cas de choc de politique par rapport au scénario de référence. Le taux de change effectif réel est endogène et s'ajuste afin de préserver cette part constante du compte courant.

Le modèle utilise la base de données GTAP-Power 11b comme matrice mondiale de comptabilité sociale (MCS) et est calibré sur l'année de référence 2017. Cette base de données représente l'économie mondiale avec 76 secteurs dans chacune des 160 régions de la décomposition géographique. La base de données satellite GTAP 11b sur les émissions non-CO₂ a été utilisée pour calibrer la représentation des gaz à effet de serre (GES) dans MIRAGE-Power. Les élasticités de commerce sont issues de Fontagné, Guimbard et Orefice (2022). Les droits de douane reposent sur des données très détaillées d'équivalents tarifaires provenant de MACMap-HS6 pour l'année 2017 (Guimbard *et al.*, 2012). Les équivalents *ad valorem* des MNT sur les biens sont basés sur les estimations de Kee, Nicita et Olarreaga (2009). Les équivalents *ad valorem* des MNT sur les services proviennent des estimations de Fontagné, Mitaritonna et Signoret (2016), mises en cohérence avec la base de données GTAP11.

1.2. Agrégation sectorielle et géographique

Pour des raisons numériques, nous agrégeons la base de données GTAP en 38 secteurs et 25 pays/régions. Les principaux pays d'intérêt sont individualisés (États-Unis, Chine, Canada, France, Allemagne...) tandis que les autres sont regroupés selon une logique de rapprochement géographique. La désagrégation sectorielle est relativement fine : priorité est donnée aux secteurs industriels et agricoles pour lesquels les droits de douane jouent un rôle important. Pour le secteur tertiaire, nous regroupons les secteurs GTAP en quatre secteurs. Enfin, nous présentons également certains résultats à un niveau sectoriel (agroalimentaire, énergie, industrie et services) et géographique plus agrégé. Les tableaux d'agrégation sectorielle et géographique sont présentés dans les annexes, tableaux A1 et A2.

1.3. Le scénario de référence macroéconomique

Le modèle est simulé jusqu'à l'année 2040 afin de permettre une analyse des dynamiques économiques sur le long terme. Nous interprétons nos résultats à l'année 2040, moment auquel l'ensemble des

ajustements relatifs aux facteurs de production, tels que le capital et le travail, sont supposés être pleinement réalisés.

Nous utilisons les projections du modèle MaGE (Fontagné, Perego et Santoni, 2022) pour le PIB, la population active, le taux d'épargne, le compte courant et l'efficacité énergétique de chaque pays. Deux séries exogènes communes sont utilisées dans les deux modèles : la population, issue du scénario central des Nations unies, et la projection du prix du pétrole, tirée de la base de données de l'Energy Information Administration (EIA) des États-Unis. En outre, MIRAGE-Power utilise les projections des prix du charbon et du gaz issues de la même source. Enfin, nous ajustons la croissance du PIB entre 2017 et 2022 à l'aide des données des World Development Indicators de la Banque mondiale, pour refléter plus fidèlement le profil économique récent dans la calibration du modèle.

Une première simulation, servant de simulation de référence, est réalisée afin de reproduire la projection macroéconomique, dans laquelle la productivité globale des facteurs (PGF) est considérée comme une variable endogène et le PIB exogène. Une fois la trajectoire de la PGF déterminée, dans la simulation de protection de référence (voir section 1.4) ainsi que dans les simulations contrefactuelles (voir section 1.5), la PGF redevient exogène, imposée dans le modèle MIRAGE, tandis que le PIB devient endogène.

1.4. Le scénario de référence sur la protection

Nous mettons à jour le scénario de référence en tenant compte de l'évolution de la protection entre 2017 et 2024. Sur la protection douanière, le sentier de référence du modèle MIRAGE-Power intègre deux politiques distinctes. D'une part, une mise à jour de la base MACMap-HS6 pour l'année 2022 permet de prendre en compte les évolutions mondiales, produit par produit, des droits de douane « nation la plus favorisée » et des droits appliqués préférentiels mis en œuvre depuis 2017 (par exemple les accords signés par l'UE et entrés en vigueur – Canada, Japon...). D'autre part, ce sentier de référence inclut la première guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine (2018-2020) : les tarifs imposés par les deux pays à la fin de cette guerre étaient toujours en vigueur avant l'investiture de la nouvelle administration américaine, le 20 janvier 2025. Les droits des États-Unis ont eu des impacts négatifs sur les exportations américaines, via une relative désorganisation des chaînes de valeur (Handley, Kamal et Monarch, 2025).

Le scénario, qui prend en compte à la fois les projections macroéconomiques du modèle MaGE et les mesures de protection actualisées avant la nouvelle administration Trump, sert de scénario de référence, sur la base duquel sont comparées les simulations contrefactuelles dans la section 1.5.

1.5. Les trois scénarios

Depuis le 20 janvier 2025, Donald Trump a signé de nombreux décrets concernant la politique commerciale américaine. Certains décrets ont par la suite été modifiés et comprennent parfois des clauses de remboursement des taxes précédemment payées. L'évaluation des conséquences de ces décrets est donc relativement complexe. Techniquement, les mesures tarifaires sont appliquées au niveau des produits SH6 (classification du système harmonisé à 6 chiffres), qu'il s'agisse de droits additionnels ou d'exclusion de produits d'un tarif général. La matrice de droits de douane utilisée comme source est la base MACMap-HS6 du CEPII (voir Guimbard *et al.* (2012) pour une description complète) pour l'année 2022. Nous considérons trois scénarios. Pour chacun d'entre eux, les données tarifaires de la base (203 pays importateurs * 239 pays exportateurs * 5 385 produits) sont agrégées au niveau géographique et sectoriel retenu pour le modèle (voir tableaux A1 et A2 en annexe). Les droits moyens sont calculés avec un système de pondération basée sur les groupes de référence issus de Guimbard *et al.* (2012).

Le premier scénario S1 contient l'ensemble des mesures prises par Donald Trump, du 20 janvier jusqu'au « Jour de la libération » compris. Durant cette période, les droits américains ont, tout d'abord, été augmentés sur certains produits en provenance de l'ensemble des pays du monde, avec une politique spécifique vis-à-vis de trois pays : Canada, Chine et Mexique. Les États-Unis ont mis en place un droit additionnel de 25 pp sur l'acier, l'aluminium et les automobiles en provenance de tous les pays. L'administration américaine a également reconstruit l'application de l'accord Canada-États-Unis-Mexique (ACEUM) : les marchandises satisfaisant les règles d'origine de cet accord restent exemptées de droits de douane⁶, tandis que les autres sont taxées par un droit augmenté de 25 pp. L'augmentation est

6. Pour identifier les marchandises qui respectent les règles d'origine de l'ACEUM, nous nous basons sur le taux d'utilisation des préférences de l'ACEUM (voir le tableau A4 dans l'annexe III).

limitée à 10 points de pourcentage pour les produits énergétiques en provenance du Canada et le potassium d'origine mexicaine et canadienne. Acier, aluminium et automobiles sont exclus car ces produits ont fait l'objet d'un traitement spécifique, non cumulable avec les taxes réservées aux pays de l'ACEUM. Enfin, les droits de douane sur les produits originaires de Chine ont été augmenté deux fois, en février et en mars, impliquant une hausse totale de 20 pp. Acier, aluminium et automobiles sont inclus car pour ces produits venant de Chine, un cumul est appliqué.

Deux pays ont appliqué des représailles tarifaires sur des listes restreintes de produits (définis au niveau de la ligne tarifaire). Le Canada a appliqué ainsi un droit additionnel de 25 pp sur 1 795 produits, tandis que la Chine a appliqué des droits additionnels de 15 pp ou de 10 pp sur 740 produits. Ces représailles sont intégrées dans ce premier scénario.

S1 inclut aussi les tarifs annoncés le « Jour de la libération ». Avec les « tarifs réciproques » annoncés ce 2 avril 2025, la protection américaine augmente significativement. La notion de réciprocité n'est pas liée à la réciprocité des niveaux de barrières à l'échange, mais à un équilibre de la balance commerciale bilatérale. Ces « tarifs réciproques » sont supposés rétablir l'équilibre dans les relations commerciales que les États-Unis ont avec un pays, sans considérer le détail de sa politique tarifaire, de ses mesures non tarifaires, ou d'autres politiques pouvant affecter les flux bilatéraux de commerce (par exemple la manipulation de taux de change). Les décisions annoncées le 2 avril 2025 séparent les pays en deux groupes. Les exportations des pays indiqués dans le tableau A3 vers les États-Unis sont imposées d'un droit de douane additionnel supérieur à 10 pp : 34 pp pour la Chine (ils s'ajoutent aux + 20 pp mentionnés plus haut) ; 20 pp pour l'Union européenne ; etc. Tous les autres pays sont taxés au droit de douane américain initial, auquel s'ajoutent 10 pp.

Trois types d'exemptions sont prévues : 1) les produits ayant été taxés d'un droit de douane additionnel après le 20 janvier 2025 (acier, aluminium, voiture) ; 2) le Canada et le Mexique dont les relations bilatérales avec les États-Unis sont régies par le cadre modifié de l'ACEUM précédemment décrit ; 3) enfin, certains produits, revêtant une importance particulière pour les États-Unis, gardent leur niveau de droit de douane initial : les articles en cuivre, les produits pharmaceutiques, les semi-conducteurs, le bois d'œuvre, les lingots d'or, ou

encore l'énergie et certains minéraux qui ne sont pas disponibles aux États-Unis⁷.

Si le 9 juillet 2025, l'administration américaine décide de mettre en place les « tarifs réciproques », ce scénario S1 devrait refléter l'ensemble des politiques commerciales dans le monde.

Le scénario S2 est basé sur S1 et intègre deux décisions supplémentaires annoncées après le 2 avril 2025 : d'une part, le 9 avril, les « tarifs réciproques » supérieurs à 10 pp sont remplacés par une surcharge de 10 pp (par exemple, pour les produits européens, les exportateurs font désormais face à une majoration de 10 pp et non 20 pp). C'est ce changement qui est considéré comme une « pause » par l'administration américaine. S2 intègre aussi l'escalade tarifaire entre la Chine et les États-Unis. Entre le 2 avril 2025 et le 11 mai 2025, les droits américains, hors exclusion, appliqués à la Chine augmentent de 91 pp relativement au premier scénario, traduisant deux augmentations successives (de +34 pp à +84 pp). À la fin de cette période, la surcharge tarifaire des États-Unis sur les produits chinois est de 125 pp. Comparativement à la situation précédant l'investiture de la nouvelle administration (20 janvier 2025), les droits américains appliqués à la majeure partie des produits chinois ont augmenté de 145 pp. Du côté chinois, la politique a été de mettre en place des tarifs additionnels sur les produits américains identiques aux tarifs additionnels américains sur les produits chinois, avec quelques amendements : d'abord +34 pp, qui se sont transformés en +50 pp et sont enfin devenus +125 pp. Enfin, S2 prend en compte des exemptions américaines sur les semi-conducteurs ou encore les smartphones.

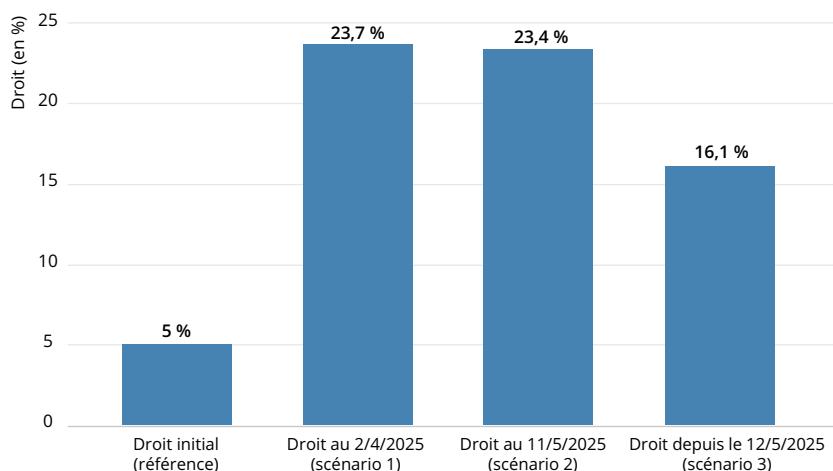
Le dernier scénario, nommé S3, inclut les décisions prises à partir du 12 mai 2025 : les droits de douane additionnels du scénario S2 sont maintenus, mais est opérée une désescalade tarifaire entre la Chine et les États-Unis. Les deux pays remplacent leurs augmentations respectives décrites dans S2 par un droit additionnel de 10 pp. Les États-Unis continuent d'appliquer à la Chine le droit additionnel de 20 pp mis en place entre février et mars, de sorte que, pour la plupart des produits chinois entrant aux États-Unis, le droit additionnel est de 30 pp relativement à début janvier 2025. La Chine ramène la surcharge de tarifs sur les produits américains importés à 20 pp.

7. <https://www.whitehouse.gov/wp-content/uploads/2025/04/Annex-II.pdf>

Si le 9 juillet 2025, l'administration américaine décide de ne pas mettre en place les « tarifs réciproques », ce scénario S3 devrait refléter l'ensemble des politiques commerciales dans le monde.

Le graphique 1 montre l'évolution du droit de douane moyen des États-Unis, à partir du niveau initial précédent le 20 janvier 2025 jusqu'au 12 mai 2025. En janvier 2025, le droit moyen initial que les États-Unis appliquent à l'ensemble de leurs partenaires est de 5 %. Les mesures mises en place par l'administration Trump de janvier jusqu'au Jour de la libération augmentent cette moyenne de 23,7 % (S1). La période de « pause » montre indirectement l'importance de la Chine : en ramenant le droit additionnel à 10 pp aux pays de l'annexe 1, tout en augmentant la surcharge tarifaire sur les importations en provenance de la Chine à +125 pp, la protection moyenne des États-Unis est pratiquement constante : 23,4 % (S2). Enfin, en diminuant le droit additionnel à 10 pp vis-à-vis de la Chine, le droit moyen américain est diminué le 12 mai 2025 à 16,1 % (S3). Cette protection douanière moyenne finale est plus de trois fois plus élevée que le niveau initial.

Graphique 1. Évolution du droit de douane moyen américain appliqué au reste du monde



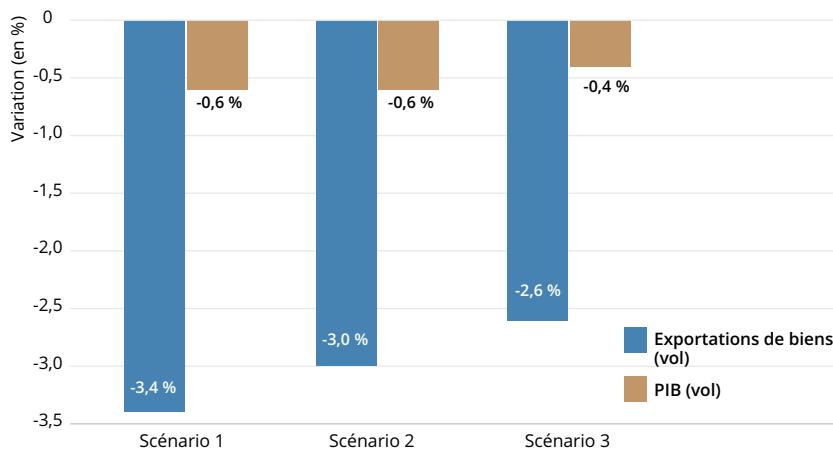
Source : MACMap-HS6 et calcul des auteurs.

2. Impact économique et commercial

2.1. Impact mondial

Au niveau mondial, l'imposition de nouvelles barrières au commerce international réduit, dans chaque scénario, le commerce de biens en termes réels (voir figure 2). Cette réduction décroît progressivement à mesure que les pauses ou les accords se mettent en place, de -3,4 % lors de l'annonce du Liberation Day (S1), à -3,0 % durant la pause avec le reste du monde sauf la Chine (S2), puis -2,6 % suite à la fin de l'escalade avec la Chine (S3). Cette réduction du commerce est accompagnée d'un effet dépressif sur le PIB mondial, avec des niveaux équivalents pour les deux premiers scénarios (-0,6 %) tandis que l'impact du troisième est un peu plus modéré (-0,4 %). Cette perte de PIB identique entre les deux premiers scénarios, malgré des impacts différents sur le commerce international, indique que l'escalade entre États-Unis et Chine compense les baisses de tarifs accordées par les États-Unis aux partenaires autres que le Canada, la Chine et le Mexique.

Graphique 2. Impact sur les exportations et le PIB mondial en 2040



Source : MIRAGE et calcul des auteurs.

Au niveau mondial, les différences entre les deux premiers scénarios sont donc minimes, et la pause décrétée le 9 avril n'a en réalité que peu d'incidence sur ces variables macroéconomiques mondiales. La sous-section suivante présente les résultats au niveau national ; les scénarios présentent alors des résultats plus contrastés.

Les impacts mondiaux peuvent paraître faibles. En fait, les importations américaines totales de biens ne représentent que 12,9 % des importations mondiales. Et les exportations américaines vers les pays qui exercent des représailles (Canada, Chine) ne représentent que 3,15 % des exportations mondiales. Ce qui signifie que jusqu'au 12 mai 2025, une majeure partie des flux de commerce mondiaux n'est pas affectée par cette guerre tarifaire⁸.

2.2. Impact national et régional

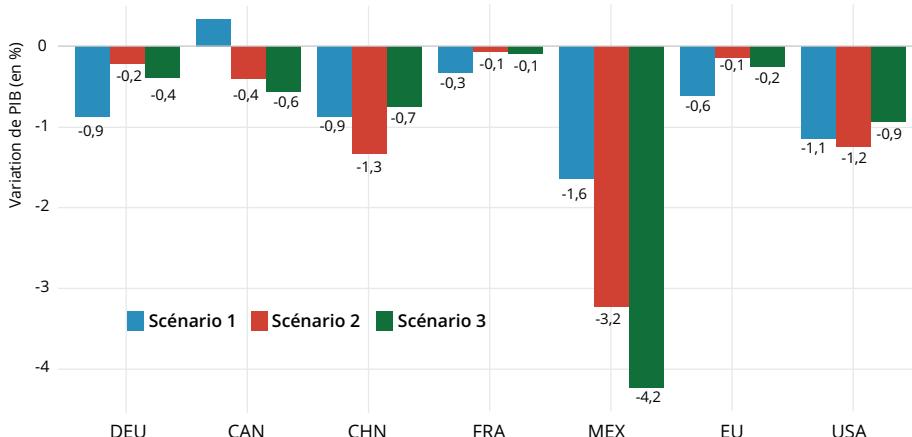
Impact sur le PIB

Les résultats des simulations sur les PIB nationaux ou régionaux sont présentés sur la figure 3 pour six pays, avec un résultat agrégé sur l'Union européenne. Par pays, si l'on considère l'impact négatif sur le PIB réel à moyen terme, les principaux perdants de cette guerre commerciale tarifaire sont les États-Unis, accompagnés par le Mexique, le Canada et la Chine. Les États-Unis subissent une perte s'échelonnant entre -0,9 % (S3) et -1,2 % (S2). Malgré la pause à l'égard des autres pays, l'escalade avec la Chine conduit à détériorer encore le PIB états-unien, dont la baisse est alors comprise entre -1,1 % et -1,2 %.

La Chine suit une trajectoire similaire, alternant entre -0,9 % et -0,7 % pour S1 ou S3, et -1,3 % pour S2, scénario où la guerre commerciale avec les États-Unis est particulièrement sévère. Malgré des droits de douane mieux orientés dans le troisième scénario comparé au premier (les taxes américaines sur les produits chinois sont plus faibles et les taxes chinoises sont aussi moins élevées), les effets sur le PIB demeurent identiques : les autres partenaires commerciaux des États-Unis, moins affectés par la hausse des droits de douane dans S3 sont plus susceptibles de se substituer à la Chine dans les importations états-unies.

8. Ces chiffres sont pour 2021 et proviennent de la base CHELEM du CEPPII.

Graphique 3. Impact sur le PIB en 2040



Source : MIRAGE et calcul des auteurs.

Le Mexique et le Canada suivent deux trajectoires de dégradation à mesure de la progression des scénarios : le Canada passe ainsi d'un gain de 0,3 % (S1) à une perte de -0,4 % (S2) puis -0,6 % (S3), tandis que le Mexique subit une diminution de -1,6 % (S1) à -4,2 % (S3). Cette dégradation est le miroir de l'amélioration vécue par les autres pays dans le monde. Avant même Liberation Day, le Canada et le Mexique se trouvent impactés par de nouvelles barrières tarifaires qui les visent spécifiquement⁹. Ainsi, les droits de douane mis en place à l'égard du reste du monde restaurent en partie les exportations de ces deux pays vers les États-Unis. À mesure que la protection vis-à-vis du reste du monde décroît – et donc que progressent les scénarios – le Canada et le Mexique sont de plus en plus concurrencés sur la destination principale de leurs exportations. Le Mexique est le pays le plus affecté par ces barrières, compte tenu notamment du poids plus important de l'exportation de biens industriels dans son PIB, mais aussi de préférences ACEUM moins utilisées que le Canada sur des biens à haute valeur ajoutée (les véhicules par exemple). À l'inverse, le Canada observe même une augmentation de son PIB dans le premier scénario, due à son rôle de substitution dans les importations américaines provenant d'Europe, en particulier dans le secteur des véhicules (voir section 2.4).

9. Ce scénario a été estimé mais cet article ne rend pas compte des résultats.

L'Union européenne, enfin, est plus épargnée dans son ensemble, bien que ce résultat cache de fortes disparités entre les pays. Pour la France, par exemple, le choc macroéconomique reste limité (-0,3 % dans S1, -0,1 % dans S2 et S3). De fait, moins de 8 % de ses exportations de biens sont à destination des États-Unis, et les activités de service sont prédominantes dans la valeur du PIB français. Cependant, des variations d'activité dans certains secteurs de marchandises peuvent être significatives (section 2.4). Parmi les pays européens, l'Allemagne est plus affectée (-0,9 % dans S1, -0,4 % dans S3), notamment du fait de l'importance de ses exportations de véhicules et de pièces automobiles vers les États-Unis.

Impact sur le commerce total et bilatéral

Du point de vue de l'impact négatif sur le volume d'exportations de biens, les États-Unis, suivis par le Mexique et dans une moindre mesure la Chine, sont de loin les plus affectés par cette baisse de commerce. Les États-Unis subissent en effet une diminution conséquente de -21,0 % de leurs exportations (S1) à -22,4 % (S2) (-18,1 % pour S3). Cela fait suite tant à une perte de compétitivité de leurs exportations, puisque le coût de leurs intrants augmente, qu'aux mesures de rétorsion mises en place par le Canada et la Chine. En outre, les tarifs mis en place diminuent les importations, ce qui contribue à une appréciation du taux de change réel de ce pays, affectant leur compétitivité et réduisant leurs exportations. À ce titre, l'impact sur les exportations de marchandises états-uniennes dans le troisième scénario par rapport au premier est encore élevé, alors que la protection américaine diminue : la hausse des droits de douane chinois à l'égard des États-Unis pénalise bien leurs exportations.

La Chine suit une trajectoire similaire aux États-Unis, mais avec une ampleur moins importante : ses exportations de biens diminuent de -5,1 % (S1) à -7,3 % (S2), -4,4 % (S3). L'impact sur le commerce bilatéral de marchandises avec les États-Unis est en revanche beaucoup plus impressionnant, compris entre une fourchette de -42,9 % (S3) à -71,3 % (S2). Cela traduit non seulement le découplage massif à l'œuvre entre États-Unis et Chine, y compris après la fin de l'escalade, mais aussi la réallocation des flux commerciaux chinois, étant donné l'impact bien plus modéré sur ses exportations totales de biens.

Le Mexique est le pays le plus impacté après les États-Unis : ses exportations de biens subissent une perte en volume de -8,0 % (S1),

-12,3 % (S2), -14,3 % (S3). Le commerce bilatéral avec les États-Unis est le principal responsable de cette chute, puisque les exportations de biens mexicains vers les États-Unis baissent de -6,3 % (S1) à -17,0 % (S3). Comme pour le PIB, cette dégradation des exportations mexicaines s'explique par les règles mises en place avant Liberation Day, dont l'impact se trouve atténué dès lors que les États-Unis mettent des taxes supplémentaires sur les importations en provenance de leurs autres partenaires commerciaux. À l'inverse du Mexique, les exportations canadiennes de biens bénéficient de la situation, leur volume augmentant de 9,3 % (S1) à 3,2 % (S2), puis 2,4 % (S3). Cette augmentation est principalement tirée par le commerce bilatéral avec les États-Unis, puisque le flux d'exportation canadienne de marchandises vers ce pays gagne entre 18,5 % (S1) et 4,6 % (S3). Le Canada tire ainsi partie de sa plus grande utilisation de préférences ACEUM dans certains secteurs clés, notamment sur les véhicules (tableau A4 dans l'annexe III), ce qui lui permet de se substituer aux exportateurs européens, mais aussi des représailles imposées aux États-Unis. Toutefois, cette augmentation du volume des exportations ne suffit pas à enrayer la perte de PIB observée. Outre l'effet dépressif des représailles, une analyse plus fine des secteurs impactés peut expliquer ce résultat (voir section 2.4).

Tableau 1. Impact sur les volumes d'échanges bilatéraux de biens avec les États-Unis (en %)

Pays exportateur	Scénario 1	Scénario 2	Scénario 3
Canada	18,5	5,7	4,6
Chine	-58,0	-71,3	-42,9
Mexique	-6,3	-13,4	-17,0
Allemagne	-33,4	-20,6	-22,9
France	-20,2	-4,4	-6,4
Union européenne	-26,7	-13,0	-15,3

Source : MIRAGE et calcul des auteurs.

Comme pour le PIB, les exportations de biens de l'Union européenne sont relativement épargnées par la hausse des barrières tarifaires, puisque les pertes s'étalent entre -2,2 % (S1) et -0,6 % (S2). Le commerce bilatéral de marchandises avec les États-Unis est nettement plus impacté, entre -26,7 % (S1) et -13,0 % (S2). Bien entendu, comme pour le PIB, cette analyse cache des disparités entre les pays. Le

commerce bilatéral de biens français évolue ainsi de -20,2 % (S1) à -4,4 % (S2) puis -6,4 % (S3), tandis que pour l'Allemagne, l'impact est de -33,4 % (S1), puis -20,6 % (S2) et -22,9 % (S3). Les différences, déjà importantes pour le premier scénario, deviennent massives par la suite. Cela s'explique autant par la composition du PIB allemand, davantage tourné vers l'exportation de biens, que par les secteurs concernés : puisque l'importation de véhicules reste taxée à 25 % par les États-Unis, l'Allemagne ne gagne que peu de marge de manœuvre pendant la pause, au contraire de la France, qui exporte davantage d'équipements automobiles ou d'aviation.

2.3. Impact sur la géographie des flux de commerce

Si le commerce bilatéral entre les États-Unis et ses partenaires commerciaux diminue significativement en raison des barrières tarifaires, la diminution plus modérée du commerce mondial signifie qu'une réallocation des flux est à l'œuvre. Cette question est particulièrement pertinente pour la Chine, qui représente le pays le plus impacté dans ses exportations de biens vers les États-Unis. De vives inquiétudes sont apparues dans de nombreux pays au sujet d'une réallocation potentielle importante des exportations chinoises, du fait de moindres débouchés aux États-Unis. À moyen terme, selon les simulations opérées avec MIRAGE, cette réallocation se produit mais selon une ampleur modérée. En effet, les exportations de biens chinois en direction de l'Union européenne ne varient que de quelques points de pourcentage, devenant même négatives pour S2 et S3. Ce faible impact se vérifie aussi pour le cas particulier de la France, avec un gain d'exportation compris entre 0,4 % (S2) et 1,2 % (S1). Deux raisons peuvent expliquer cette faible réallocation. D'une part, l'activité économique diminue dans la plupart des pays dans les trois scénarios, ce qui implique, toutes choses égales par ailleurs, moins de demande d'importations en provenance de tous les pays, et notamment de la Chine. D'autre part, la structure sectorielle de la demande d'importations des pays européens à la Chine peut différer significativement de celle des États-Unis.

Pour le reste du monde, les résultats demeurent assez similaires, hormis pour une poignée de pays. Ainsi, les exportations de biens chinois vers le Mexique diminuent substantiellement, entre -4,1 % (S1) et -14,0 % (S3), ce qui s'explique par le ralentissement économique significatif de ce pays. À l'inverse, les exportations de biens vers le

Canada bondissent entre +21,4 % (S2) et +33,0 % (S1). Enfin, notons qu'une partie non négligeable du commerce chinois se réoriente vers l'Amérique latine, avec un gain compris entre 3,6 % (S3) et 6,9 % (S1).

2.4. Impact sectoriel

Dans cette section, nous nous intéressons aux variations de la valeur ajoutée, par secteur et pour un sous-ensemble de pays (voir tableau 2). Ces variations en elles-mêmes n'indiquent pas la taille du secteur dans l'économie, leur contribution à la variation de valeur ajoutée totale peut donc fortement différer ; autrement dit, une variation de 1 % de la valeur ajoutée de l'agriculture aura peu d'impact pour les États-Unis, car c'est une économie fortement tertiarisée. Nous joignons donc en annexe le tableau A5, qui normalise la variation de valeur ajoutée sectorielle par la valeur ajoutée totale, de sorte que le chiffre indiqué exprime également le poids du secteur dans l'économie.

Concernant les États-Unis, les trois scénarios indiquent une réindustrialisation partielle : la valeur ajoutée de l'industrie augmente au détriment de l'agriculture et des services. Les gains de l'industrie s'échelonnent entre 1,8 % (S3) et 3,6 % (S1), tandis que les pertes dans l'agriculture sont de -2,7 % (S1) à -5,9 % (S2), et celles dans les services de -0,7 % (S3) à -1,1 % (S1). Une analyse sectorielle plus fine montre que les secteurs industriels qui tirent le plus de bénéfices des barrières tarifaires sont le textile (jusqu'à 40,2 % d'augmentation dans le premier scénario), la métallurgie, les produits électroniques, les équipements électriques et les machines. À l'inverse, la chimie, les véhicules, et surtout la pharmacie, des secteurs souvent considérés aux États-Unis comme étant de pointe, sont impactés négativement par les droits de douane. La forte perte de la pharmacie peut sans doute s'expliquer en raison de l'absence de hausse de tarifs sur ce secteur : des ressources productives sont extraites de ce secteur pour les allouer vers les secteurs en expansion. L'augmentation du prix des intrants joue aussi un rôle certain dans la perte d'activité de ces secteurs complexes, aux chaînes de valeur longues et réparties à l'international.

En Chine, les pertes sont élevées dans le secteur des produits électroniques, y compris après la fin de l'escalade et les exemptions sur les smartphones (de l'ordre de -9 % dans les deux premiers scénarios, et -6,6 % pour le troisième). C'est cependant au Canada que les variations sont les plus spectaculaires. Quelques secteurs spécifiques bénéficient de gains très importants, à l'instar des véhicules, dont la

hausse de valeur ajoutée est comprise entre 77,1 % (S3) et 102,5 % (S1). De fait, les exportations de véhicules en direction des États-Unis respectent les préférences ACEUM, et sont donc exemptées des 25 % de droits de douane qui s'appliquent au reste du monde. Le textile, le caoutchouc et les plastiques sont aussi impactés positivement. En revanche, beaucoup d'autres secteurs industriels subissent des pertes très importantes, comprises entre -25 % et -30 % si l'on regarde grossièrement au travers des scénarios et des secteurs. Parmi ceux-là, notons les équipements de transport, la pharmacie, les machines et les produits électroniques. Au total, la somme de ces effets positifs et négatifs se traduit par un gain pour le secteur industriel, variant de 12,2 % (S1) à 5,5 % (S2), et à 4,6 % (S3). Cette différence entre le premier scénario et les deux autres explique la perte de PIB du Canada, puisque les gains dans le secteur industriel ne sont plus suffisants pour compenser les pertes dans les services, et surtout dans le secteur de l'énergie et de l'extraction de ressources (de l'ordre de -5 % à -6 %). Ainsi, les exportations de biens canadiens vers les États-Unis augmentent, mais ne suffisent pas à enrayer la perte de PIB. De plus, cette analyse sectorielle illustre les changements drastiques qui s'opéreront entre les différents secteurs de l'économie canadienne ; MIRAGE ne permet pas de prendre en compte les coûts d'ajustement à court terme, mais ceux-ci pourraient être substantiels.

En France, bien que les impacts globaux soient faibles, le secteur de l'équipement des transports souffre significativement de cette hausse des droits de douane, en particulier pour le premier scénario, avec des pertes variant entre -14,1 % (S1), -4,5 % (S2) et -4,4 % (S3). La fin de la guerre tarifaire entre les États-Unis et la Chine ne produisant que peu d'effet, la majeure partie de la différence d'impact provient de la pause à 10 % plutôt que 20 % ; au cas où cette pause prendrait fin sans accord entre États-Unis et Union européenne, ce secteur serait donc vulnérable. Du côté de l'Allemagne, le secteur des véhicules représente l'essentiel des pertes, de l'ordre de -8,5 % pour chacun des trois scénarios. La pharmacie et les produits électroniques progressent en revanche entre 4 % et 6 % environ. Malgré cela, compte tenu du poids des véhicules dans l'industrie allemande, l'industrie dans son ensemble perd entre -0,5 % (S2) et -1,4 % (S1) de valeur ajoutée, contribuant ainsi à l'impact négatif sur son PIB.

Tableau 2. Impact sur la valeur ajoutée sectorielle par pays (en %)

	Variation en 2040 par rapport au scénario de référence																	
	Scénario 1			Scénario 2			Scénario 3											
	CAN	CHN	MEX	DEU	FRA	USA	CAN	CHN	MEX	DEU	FRA	USA	CAN	CHN	MEX	DEU	FRA	USA
Minéraux	-6,0	0,4	-6,4	-0,2	-0,4	1,0	-4,4	0,5	-3,9	-0,2	-0,4	0,7	-4,0	0,2	-2,7	-0,1	-0,4	0,7
Boissons et tabac	1,5	-0,4	-7,0	0,1	-1,8	-0,1	1,8	-1,0	-7,5	0,1	-0,9	-0,6	1,9	-0,4	-7,5	0,1	-0,9	-0,1
Textile	56,5	-1,1	106,5	3,4	2,5	40,2	25,4	-4,7	65,3	2,3	2,2	23,9	12,6	-1,7	51,4	2,1	0,8	14,1
Bois et papier	-11,9	0,0	-10,3	1,2	-0,2	0,6	-10,0	0,0	-11,5	1,2	-0,1	-0,2	-9,5	0,1	-10,9	1,2	-0,2	0,0
Chimie	-4,7	1,6	1,5	1,1	-1,2	-0,7	-6,9	1,7	3,8	1,4	-0,9	-2,2	-7,2	1,1	6,2	1,6	-0,8	-2,4
Pharmacie	-28,4	0,6	-24,1	6,4	2,2	-19,3	-24,5	1,2	-18,9	4,2	1,3	-12,9	-24,2	0,7	-18,9	4,3	1,3	-11,9
Plastique et caoutchouc	38,8	-0,2	20,0	-1,6	-1,2	2,7	26,8	-0,5	18,8	-0,9	-0,7	1,8	25,1	-0,3	21,4	-0,9	-0,8	0,4
Métaux ferreux	3,0	0,1	-4,1	-2,2	-0,5	9,6	-1,1	0,1	-2,4	-1,9	-0,1	11,1	-1,3	0,0	-2,4	-1,9	-0,2	9,8
Métaux non ferreux	-25,7	0,5	-18,0	-1,3	-1,0	6,9	-23,5	0,5	-13,2	-1,7	-0,8	9,0	-23,2	0,2	-11,2	-1,5	-0,7	7,2
Électronique et optique	-25,5	-9,0	-57,5	2,4	3,0	7,9	-25,8	-9,0	-62,1	6,3	4,8	2,9	-27,3	-6,6	-64,6	5,0	3,7	2,3
Machinerie	-25,0	-0,4	-34,0	-1,8	-2,1	8,8	-28,0	-0,8	-38,4	0,5	-0,5	5,6	-29,1	-0,4	-39,9	0,0	-0,7	4,4
Véhicules et pièces	102,5	1,8	28,8	-8,5	3,2	-8,1	78,4	2,0	30,0	-8,3	2,9	-5,0	77,1	1,6	33,5	-8,3	2,8	-4,4
Équip. de transports	-33,4	1,6	-49,6	-2,2	-14,1	4,7	-31,6	1,0	-50,2	1,2	-4,5	5,1	-31,1	0,8	-49,7	1,6	-4,4	4,2
Autres manufactures	-11,1	-4,3	-36,0	-0,4	-0,5	10,3	-12,9	-6,6	-38,4	0,9	0,5	8,1	-13,7	-3,5	-39,4	0,5	0,2	5,9
Agriculture	-3,4	0,4	-1,1	0,5	-0,1	-2,7	0,1	1,0	-1,1	0,5	0,0	-5,9	-0,7	0,5	-0,6	0,4	-0,1	-2,9
Énergie et extraction	-6,2	0,2	-3,9	-0,4	0,2	-0,6	-5,3	0,3	-2,5	-0,1	0,1	-0,3	-5,1	0,1	-2,0	-0,1	0,1	-0,2
Industrie	12,2	-0,8	1,9	-1,4	-1,1	3,6	5,5	-1,3	-1,9	-0,5	0,1	2,9	4,6	-0,7	-4,5	-0,7	-0,2	1,8
Services	-0,5	-0,2	-0,7	-0,2	0,0	-1,1	-0,3	-0,3	-1,1	0,0	0,0	-1,0	-0,3	-0,1	-1,3	-0,1	0,0	-0,7

Source : MIRAGE et calcul des auteurs.

2.5. Impact sur l'inflation et les revenus

MIRAGE-Power est un modèle réel, qui n'appréhende donc pas les phénomènes monétaires, mais peut fournir une indication quant à la variation des prix à la consommation impliquée par les différentes variations de droits de douane. Le modèle MIRAGE décrit de manière imparfaite les boucles prix-salaires et le « pass-through » des tarifs vers les prix. Pour toutes ces raisons, « l'inflation » estimée par ces simulations doit être considérée avec circonspection.

Pour les États-Unis, les trois scénarios produisent une hausse de l'indice des prix à la consommation, comprise entre 1,4 % (S2) et 3,3 % (S1). Pour le reste du monde hormis le Canada, la tendance est déflationniste : la baisse des exportations mondiales implique une réorientation des productions vers les marchés nationaux, donc une tendance à la baisse des prix.

Il n'y a pas de variation du niveau de l'emploi dans MIRAGE-Power. Néanmoins, l'impact d'une politique économique sur le marché du travail peut être appréhendé par la variation des salaires réels. Les trois scénarios ont un impact négatif sur les salaires réels, aux États-Unis et dans le reste du monde. Aux États-Unis, les salaires réels des travailleurs qualifiés sont encore plus impactés, avec des pertes comprises entre -1,6 % (S3) et -2 % (S1 et S2). Ce résultat est lié à l'augmentation d'activité aux États-Unis dans des secteurs comme le textile et les équipements électriques, et la baisse d'activité dans la pharmacie, le secteur automobiles et pièces détachées.

Le modèle capture l'augmentation du coût des biens de capital importés résultant de la hausse des droits de douane, entraînant une hausse de leurs prix dans les différents secteurs de l'économie américaine dans nos trois scénarios. Par conséquent, l'investissement total aux États-Unis se contracte. À long terme, cette baisse de l'investissement conduit à une diminution du stock de capital, ce qui tend à amplifier l'impact négatif des droits de douane sur les salaires réels et la consommation, un effet décrit par Baqae et Malmberg (2025a, 2025b). Dans MIRAGE, toutefois, l'investissement total est contraint par le compte courant exogène, ce qui limite la mesure dans laquelle l'ajustement du capital peut amplifier ces effets.

Les revenus des recettes tarifaires progressent aux États-Unis et au Canada dans chacun des trois scénarios. Les recettes états-uniennes gagnent ainsi entre 168,3 (S2) et 285,4 (S1) milliards de dollars, ce qui reste faible en comparaison avec les recettes de l'impôt fédéral sur les

revenus (2 632 milliards de dollars en 2022) ou les taxes sur les salaires (1 483 milliards de dollars en 2022). Pour le Canada, les gains de recettes tarifaires sont du même ordre : elles augmentent d'environ 135 % pour les trois scénarios. L'économie du Canada est d'une taille relativement petite et est très ouverte à l'économie américaine.

3. Conclusion

Cet article fournit une estimation des variations des niveaux de droits de douane dues aux décisions tarifaires récentes des États-Unis et aux représailles qu'elles ont impliquées, ainsi que de leurs conséquences économiques et commerciales sur l'économie mondiale. L'estimation est basée sur une base de données détaillée des droits de douane dans le monde et un modèle d'équilibre général calculable dynamique multisectoriel et multinational.

Les droits de douane appliqués par Donald Trump depuis son investiture ont augmenté significativement la protection moyenne des États-Unis vis-à-vis du reste du monde : de 5 % avant le 20 janvier 2025 à 23,7 % le 2 avril 2025. Il y a eu effectivement une « pause » dans le protectionnisme américain, expression utilisée par cette administration. Mais cette « pause » est relative puisque le droit de douane moyen des États-Unis a diminué à 16,1 %, soit un niveau bien plus élevé qu'en début d'année. Les dommages que cette politique protectionniste américaine inflige à l'économie mondiale sont significatifs. Ce sont les États-Unis, la Chine et le Mexique qui en paient le prix le plus élevé en termes de PIB. Le coût pour l'Union européenne est modéré, faible pour la France, significatif pour l'Allemagne dans le cas de l'application des tarifs réciproques. Les États-Unis et la Chine se déspecialisent de secteurs où ils avaient des avantages comparatifs et se spécialisent là où ils ont naturellement moins de compétitivité. Certains secteurs dans l'Union européenne sont significativement affectés comme le secteur de l'automobile et des pièces détachées en Allemagne ou le secteur de l'équipement de transport en France.

Cette estimation, pour des raisons de disponibilité des données ou de faisabilité technique, ne prend pas en compte d'autres politiques protectionnistes mises en place par l'administration américaine depuis le 20 janvier : les tarifs américains sur les produits venant de pays achetant du pétrole au Venezuela ; les exclusions tarifaires chinoises de la liste faisant l'objet de représailles ; les restrictions sur les exportations

chinoises de minerais stratégiques ; la décision chinoise de ne plus acheter d'avions américains. Au niveau de la modélisation, les résultats obtenus dessinent des pistes d'amélioration pour notre modèle : la stabilité du compte courant (hypothèse de constance, par rapport au scénario de référence, du ratio du solde courant sur le PIB) reste une contrainte importante en termes d'ajustement pour les économies. Dans le même registre, dans chaque pays, le modèle devrait distinguer la demande des ménages et des entreprises de celles de l'État et modéliser explicitement l'évolution des recettes publiques autres que les recettes tarifaires. Enfin l'utilisation des préférences pourrait être internalisée, notamment pour améliorer la représentation des flux de commerce en Amérique du Nord.

Le protectionnisme de la nouvelle administration américaine est à même de créer un choc négatif sur l'économie mondiale et de bouleverser la géographie des flux commerciaux. Se posent alors plusieurs questions qui dessinent autant de pistes de recherche ou de réflexion. Tout d'abord, la baisse de l'activité économique des principaux pays responsables des émissions de GES au niveau mondial, ainsi que la baisse du transport de marchandises, pourraient laisser penser que cela se traduise par une diminution importante des émissions de GES. La réponse est essentiellement empirique et dépend des substitutions entre des productions importées, initialement plus propres, par des procédés locaux plus dommageables pour l'environnement (ou inversement). Il convient néanmoins de souligner que cette baisse résulte d'un ralentissement conjoncturel plutôt que d'une transition structurelle vers une économie bas carbone. Le retrait des États-Unis de l'Accord de Paris sous l'administration Trump a marqué un recul dans les efforts de décarbonation, rendant l'évolution des émissions américaines incertaine, voire orientée à la hausse. Ensuite, la réallocation mondiale du capital pourrait redéfinir les avantages comparatifs (sous contraintes des surtaxes mises en place, si elles sont amenées à durer dans le temps) et amplifier les impacts économiques des nouveaux niveaux de protection tarifaire américaine. Notre modélisation capture en partie ces effets, mais elle reste contrainte par notre bouclage macroéconomique. Enfin, la question de la réponse européenne : à court terme, quelle peut être une juste stratégie de représailles ? À plus long terme, comment compenser les baisses d'exportations vers le marché américain et définir une nouvelle politique commerciale qui exposerait moins les économies européennes à des chocs venant du changement de stratégie d'un partenaire important ? Il faudrait

peut-être explorer les voies d'une intégration commerciale européenne renforcée et s'assurer, via des accords commerciaux spécifiques, des approvisionnements pérennes en biens stratégiques ou des débouchés stables pour les exportations.

Références

- Antimiani A., V. Costantini, C. Martini, A. Palma et M. C. Tommasino, 2013, « The GTAP-E: Model description and improvements », in : V. Costantini et M. Mazzanti (eds), *The Dynamics of Environmental and Economic Systems: Innovation, Environmental Policy and Competitiveness*, Berlin, Springer Nature, pp. 3-24.
- Baqae D. et H. Malmberg, 2025a, « Long-run comparative statics », *NBER Working Paper*, n° 33504.
- Baqae D. et H. Malmberg, 2025b, « Long-run effects of trade wars », *NBER Working Paper*, n° 33702.
- Bouët A., L. M. Sall et Y. Zheng, 2025, « Towards a trade war in 2025: Real threats for the world economy, false promises for the US », *CEPII Working Paper*, 2025-03.
- Cardani R., M. Kühl, J. Peppel-Srebrny et R. Strauch, 2025, « Exchange rate uncertainty, tariff hikes, and adjustment costs », *CEPR VoxEU Columns*, 12 mai.
- Cerdeiro D. A., R. Mano, D. Muir, R. Portillo, D. Rodriguez-Guzman, L. Rotunno, M. Ruta, E. Van Heuvelen et P. Wingender, 2025, « Recent trade policy actions: Insights from multiple models », *CEPR VoxEU Columns*, 12 mai.
- Felbermayr G., J. Hinz et R. J. Langhammer, 2024, « US trade policy after 2024: What is at stake for Europe? », *Kiel Policy Brief*, n° 178.
- Fontagné L., J. Fouré et M. P. Ramos, 2013, « MIRAGE-e: A general equilibrium long-term path of the world economy », *CEPII Working Paper*, n° 2013-39.
- Fontagné L., H. Guimbard et G. Orefice, 2022, « Tariff-based product-level trade elasticities », *Journal of International Economics*, vol. 137, art. 103593, <https://doi.org/10.1016/j.inteco.2022.103593>
- Fontagné L., C. E. Mitaritonna et J. E. Signoret, 2016, « Estimated tariff equivalents of services NTMs », *CEPII Working Paper*, n° 2016-20.
- Fontagné L., E. Perego et G. Santoni, 2022, « MaGE 3.1: Long-term macroeconomic projections of the world economy », *International Economics*, vol. 172, pp. 168-189.

- Guimbard H., S. Jean, M. Mimouni et X. Pichot, 2012, « MACMap-HS6 2007, an exhaustive and consistent measure of applied protection in 2007 », *International Economics*, vol. 130, pp. 99-121.
- Handley K., F. Kamal et R. Monarch, 2025, « Rising import tariffs, falling exports: When modern supply chains meet old-style protectionism », *American Economic Journal: Applied Economics*, vol. 17, pp. 208-238.
- Hyman R. C., J. M. Reilly, M. H. Babiker, A. De Masin et H. D. Jacoby, 2003, « Modeling non-CO₂ greenhouse gas abatement », *Environmental Modeling & Assessment*, vol. 8, pp. 175-186.
- Kee H. L., A. Nicita et M. Olarreaga, 2009, « Estimating trade restrictiveness indices », *The Economic Journal*, vol. 119, pp. 172-199.
- Paltsev S., J. M. Reilly, H. D. Jacoby, R. S. Eckaus, J. R. McFarland, M. C. Sarofim, M. O. Asadourian et M. H. Babiker, 2005, *The MIT Emissions Prediction and Policy Analysis (EPPA) Model: Version 4*, Cambridge (Mass.), MIT Joint Program on the Science and Policy of Global Change, rapport n° 125.
- York E. et H. Li, 2025, « Five things to know about Trump's income tax and tariff idea », Tax Foundation, 28 avril, <https://taxfoundation.org/blog/trump-income-tax-tariff-proposals/>

ANNEXES

I. Agrégation géographique et sectorielle

Tableau A1. Agrégation régionale

Région MIRAGE	Grande région MIRAGE	Code pays GTAP
Australie et Nouvelle-Zélande	Asie Océanie	AUS, NZL
Bangladesh	Asie Océanie	BGD
Brésil	Amériques	BRA
Canada	Amériques	CAN
Chine	Asie Océanie	CHN
Communauté des États indépendants (CEI)	Reste de l'Europe	ARM, AZE, BLR, KAZ, KGZ,
Association européenne de libre-échange (AEE)	Reste de l'Europe	RUS, TJK, UKR, UZB, XSU, CHE, NOR, XEF
France	UE27	FRA
Allemagne	UE27	DEU
Inde	Asie Océanie	IND
Italie	UE27	ITA
Japon	Asie Océanie	JPN
Corée du Sud	Asie Océanie	KOR
Mexique	Amériques	MEX
Moyen-Orient	Moyen-Orient	ARE, BHR, IRQ, JOR
Afrique du Nord	Afrique	KWT, LBN, OMN, PSE, QAT, SAU, SYR, TUR, XWS, EGY, DZA, TUN, MAR, XNF
Reste de l'Union européenne 27	UE27	AUT, BEL, BGR, CYP, CZE, DNK, EST, FIN, GRC, HRV, HUN, IRL, LTU, LUX, LVA, MLT, NLD, POL, PRT, ROU, SVK, SVN, SWE
Reste de l'Amérique latine	Amériques	AGR, BOL, CHL, COL, CRI, DOM, ECU, GTM, HND, JAM, NIC, PAN, PER, PRI, PRY, SLV, TTO, URY, VEN
Reste du monde	Reste du monde	AFG, ALB, GEO, HTI, ISR, IRN, JOR, LKA, MNG, NPL, PAK, SRB, XCA, XCB, XEA, XEE, XER, XNA, XOC, XSA, XSE, XSM, XTW
Asie du Sud-Est et Hongkong Taïwan	Asie Océanie	BRN, IDN, KHM, LAO, MYS, PHL, SGP, THA, VNM, HKG, TWN
Espagne	UE27	ESP
Afrique subsaharienne	Afrique	BEN, BFA, BWA, CAF, CIV, CMR, COD, COG, COM, ETH, GAB, GHA, GIN, GNQ, KEN, MDG, MLI, MOZ, MUS, MWI, NAM, NER, NGA, RWA, SDN, SEN, SWZ, TCD, TGO, TZA
Royaume-Uni	Reste de l'Europe	UGA, XAC, XEC, XSC, XWF, ZAF, ZMB, ZWE, GBR
États-Unis	Amériques	USA

Source : Auteurs.

Tableau A2. Agrégation sectorielle

Secteur MIRAGE	Grand secteur MIRAGE	Secteur GTAP
Produits animaux	Agroalimentaire	ctl, oap, rmk, wol
Boissons et tabac	Agroalimentaire	b_t
Céréales	Agroalimentaire	pdr, wht, gro
Cultures agricoles	Agroalimentaire	v_f, c_b, pfb, ocr
Produits laitiers	Agroalimentaire	mil
Sylviculture et pêche	Agroalimentaire	frs, fsh
Viande	Agroalimentaire	cmt, omt
Graines oléagineuses	Agroalimentaire	osd
Autres aliments transformés	Agroalimentaire	vol, pcr, sgr, ofd
Charbon	Énergie	coa
Électricité	Énergie	ely
Électricité à base de charbon	Énergie	CoalBL
Électricité à base de gaz	Énergie	GasBL, GasP
Électricité nucléaire	Énergie	NuclearBL
Électricité à base de pétrole	Énergie	OilBL, OilP
Électricité renouvelable	Énergie	WindBL, HydroBL, OtherBL, HydroP, SolarP
Transport et distribution d'électricité	Énergie	TND
Gaz	Énergie	gas, gdt
Minéraux et mines	Énergie	oxt, nmm
Pétrole	Énergie	oil
Pétrole raffiné	Énergie	p_c
Chimie	Industrie	chm
Équipements électriques	Industrie	eeq
Produits électroniques et optiques	Industrie	ele
Machines	Industrie	ome
Métaux ferreux	Industrie	i_s
Métaux non ferreux	Industrie	nfm, fmp
Autres produits manufacturés	Industrie	omf
Pharmacie	Industrie	bph
Caoutchouc et plastique	Industrie	rpp
Textile	Industrie	tex, wap, lea
Équipements de transport	Industrie	otn
Véhicules et pièces	Industrie	mvh
Bois et papier	Industrie	lum, ppp
Services aux entreprises	Services	trd, cmn, ofi, ins, rsa, obs
Transport domestique	Services	otp, whs
Transport international	Services	wtp, atp
Autres services	Services	wtr, cns, afs, ros, osg, edu, hht, dwe

Source : Auteurs.

II. Les « droits de douane réciproques »

Tableau A3. Les « droits de douane réciproques » (en %)

Pays	Tarif	Pays	Tarif
Algérie	30	Malawi	17
Angola	32	Malaisie	24
Bangladesh	37	Maurice	40
Bosnie-Herzégovine	35	Moldavie	31
Botswana	37	Mozambique	16
Brunei	24	Myanmar	44
Cambodge	49	Namibie	21
Cameroun	11	Nauru	30
Tchad	13	Nicaragua	18
Chine	34	Nigéria	14
Côte d'Ivoire	21	Macédoine du Nord	33
RDC (République dém. du Congo)	11	Norvège	15
Guinée équatoriale	13	Pakistan	29
Union européenne	20	Philippines	17
Îles Malouines	41	Serbie	37
Fidji	32	Afrique du Sud	30
Guyana	38	Corée du Sud	25
Inde	26	Sri Lanka	44
Indonésie	32	Suisse	31
Irak	39	Syrie	41
Israël	17	Taïwan	32
Japon	24	Thaïlande	36
Jordanie	20	Tunisie	28
Kazakhstan	27	Vanuatu	22
Laos	48	Venezuela	15
Lesotho	50	Viêt Nam	46
Libye	31	Zambie	17
Liechtenstein	37	Zimbabwe	18
Madagascar	47		

Source : <https://www.whitehouse.gov/wp-content/uploads/2025/04/Annex-I.pdf>

III. Utilisation des préférences ACEUM des États-Unis

Tableau A4. Utilisation des préférences ACEUM des États-Unis (en %)

Secteur MIRAGE	Taux de préférence ACEUM Origine Canada	Taux de préférence ACEUM Origine Mexique
Produits animaux	68,1	94,7
Boissons et tabac	56,3	9,7
Céréales	60,3	95,1
Cultures agricoles	87,4	88,3
Produits laitiers	97,6	100,0
Sylviculture et pêche	0,1	1,0
Viande	77,4	86,4
Graines oléagineuses	43,6	3,4
Autres aliments transformés	59,8	73,7
Chimie	45,0	56,0
Équipements électriques	56,3	43,2
Produits électroniques et optiques	9,9	8,6
Machines	23,2	12,9
Métaux ferreux	3,1	3,4
Métaux non ferreux	38,0	33,0
Autres produits manufacturés	4,7	2,8
Pharmacie	2,2	2,2
Caoutchouc et plastique	90,4	87,2
Textile	67,6	79,7
Équipement de transport	4,2	8,5
Véhicules et pièces	89,9	78,8
Bois et papier	10,7	17,4
Minéraux et mines	19,0	41,4
Pétrole raffiné	66,6	36,2
Moyenne totale	38,0	49,0

Note : Les taux d'utilisation des préférences ont été obtenus en combinant deux bases de données, pour l'année 2024, disponibles en ligne sur le site <https://dataweb.usitc.gov/>. La première base de données, appelée « General Imports », fournit le détail des importations totales des États-Unis, par produit au niveau SH6 et par partenaire commercial ; la deuxième base de données, appelée « Imports for Consumption », fournit, au même niveau de détail que la première, uniquement la valeur des échanges des États-Unis relevant du régime ACEUM.

Source : MIRAGE et calcul des auteurs.

Tableau A5. Contribution des variations de la valeur ajoutée sectorielle à la variation totale de la valeur ajoutée (en %)

	Variation en 2040 par rapport au scénario de référence																	
	Scénario 1			Scénario 2			Scénario 3											
	CAN	CHN	MEX	DEU	FRA	USA	CAN	CHN	MEX	DEU	FRA	USA	CAN	CHN	MEX	DEU	FRA	USA
Minéraux	-23,8	5,9	-11,1	-0,5	-3,6	1,0	-16,3	4,4	-3,3	-2,7	-10,8	0,8	-14,1	4,2	-1,8	-0,8	-8,4	1,1
Boissons et tabac	1,3	-1,2	-8,8	0,0	-16,2	0,0	1,5	-1,7	-4,6	0,4	-26,6	-0,2	1,5	-1,5	-3,7	0,1	-22,7	-0,1
Textile	18,0	-6,7	147,4	2,8	15,0	5,6	7,6	-17,3	44,1	11,5	44,7	3,5	3,6	-12,8	27,5	4,2	12,8	2,8
Bois et papier	-19,3	0,1	-8,2	3,7	-3,1	0,5	-15,3	0,0	-4,5	23,4	-6,8	-0,1	-13,7	0,5	-3,3	9,0	-6,9	0,0
Chimie	-7,1	10,4	2,7	3,7	-9,9	-0,7	-9,7	6,6	3,3	28,9	-25,8	-2,4	-9,6	8,7	4,2	12,5	-17,8	-3,5
Pharmacie	-12,3	3,7	-2,4	9,8	7,9	-15,5	-10,0	4,4	-0,9	39,9	16,8	-10,9	-9,3	4,9	-0,7	15,8	13,1	-13,4
Plastique et caoutchouc	54,3	-0,5	13,1	-5,8	-14,9	1,1	35,3	-1,0	6,0	-19,6	-30,2	0,8	31,1	-1,1	5,4	-7,8	-26,1	0,3
Métaux ferreux	2,1	0,6	-3,4	-3,4	-1,5	1,7	-0,7	0,3	-1,0	-17,3	-1,3	2,1	-0,8	0,3	-0,8	-7,1	-1,4	2,5
Métaux non ferreux	-59,3	4,6	-16,4	-7,3	-15,8	6,6	-51,0	2,9	-5,9	-56,4	-42,5	9,0	-47,4	2,1	-3,9	-19,4	-31,8	9,6
Électronique et optique	-14,4	-36,6	-97,0	6,1	20,0	7,0	-13,6	-22,0	-51,1	95,7	113,4	2,7	-13,6	-33,3	-42,1	29,8	68,6	2,8
Machinerie	-55,8	-3,9	-62,8	-12,3	-39,3	5,7	-58,7	-4,4	-34,7	20,8	-33,9	3,8	-57,5	-4,9	-28,5	-0,6	-34,0	4,0
Véhicules et pièces	366,8	13,6	74,5	-50,9	15,3	-5,7	263,9	9,2	37,9	-303,4	47,4	-3,7	244,4	15,7	33,5	-120,4	36,2	-4,3
Équipement de transport	-46,7	2,6	-1,0	-3,3	-96,3	2,3	-41,7	1,0	-0,5	11,0	-105,6	2,6	-38,6	1,8	-0,4	5,6	-82,7	2,9
Autre manufacture	-10,6	-18,2	-42,2	-0,9	-6,9	22,8	-11,6	-16,9	-22,0	12,5	23,7	18,9	-11,6	-18,7	-17,8	2,7	7,2	18,5
Agriculture	-40,3	23,7	-11,3	4,1	-13,3	-8,5	1,6	32,8	-5,7	25,1	-13,9	-19,9	-7,1	34,4	-2,4	7,7	-30,9	-13,1
Énergie et extraction	-129,2	7,6	-27,8	-1,9	7,1	-1,9	-104,6	4,8	-8,6	-2,8	14,1	-0,9	-95,2	5,4	-5,4	-1,6	11,7	-0,8
Industrie	212,8	-68,9	30,2	-56,1	-131,0	33,7	90,8	-64,4	-14,6	-124,5	27,5	29,3	71,0	-73,3	-27,4	-68,9	-51,0	23,8
Services	-143,2	-62,4	-91,1	-46,1	37,2	-123,3	-87,8	-73,2	-71,1	2,1	-127,7	-108,4	-68,7	-66,5	-64,7	-37,2	-29,8	-109,8

Note : Ces chiffres sont obtenus en normalisant la variation de valeur ajoutée sectorielle par la valeur absolue de la variation de valeur ajoutée totale. Un chiffre positif indique donc que ce secteur contribue positivement à l'impact sur le PIB – et l'inverse pour un chiffre négatif. Ainsi, la somme sur les quatre grands agrégats sectoriels (agriculture, etc.) représente 100 % de la variation de valeur ajoutée totale ; cette dernière étant positive ou négative suivant les régions et les scénarios, la somme peut elle aussi être positive ou négative. L'interprétation est la suivante : en 2040 et pour le premier scénario, l'impact négatif sur le secteur des équipements de transport en France représente 96,3 % de l'impact total sur la valeur ajoutée.

Source : MIRAGE et calcul des auteurs.

Graphiques

Contribution des composantes du PIB à la croissance	7
PIB en écart à fin 2019	8
Situation des secteurs institutionnels en 2019 et 2024	10
Indicateurs d'incertitude pour la France	12
Trajectoire des dépenses militaires pour atteindre 100 milliards d'euros en 2030	13
Taux directeurs (dépôts) de la BCE et taux des OAT à 10 ans	16
Évolution et contribution des composantes de l'IPC	29
Taux d'épargne prévu et taux d'épargne issu de l'équation	32
Éléments conjoncturels du secteur du logement résidentiel	33
Éléments conjoncturels du secteur du logement résidentiel	34
Éléments conjoncturels du secteur du logement résidentiel	35
Taux d'investissement et taux de marge des SNF	38
Contribution à la variation du taux de marge depuis le T4 2019	39
Taux d'intérêt et taux de croissance des nouveaux crédits	40
Commerce extérieur français : les principales statistiques	49
Niveaux de PIB au quatrième trimestre 2024	54
Taux d'emploi	55
Part des exportations vers les États-Unis	57
Indice boursier aux États-Unis (SP500) et en Europe (Eurostoxx50)	59
Créations d'emplois depuis 2022	63
Prévisions OFCE des taux de chômage	66
Évolution de l'IPCH et ses composantes	68
Salaires réels par rapport au début de la crise inflationniste	69
La convergence des indices de prix pendant 3 décennies	71
Prévisions d'inflation	72
Bilan des banques centrales	76
Évolution des déficits publics en zone euro et aux États-Unis depuis 2019 ..	78
Impulsion budgétaire décomposée	79
Hausse supposée des dépenses militaires dans l'UE depuis l'annonce du plan ReArm Europe/Préparation à l'horizon 2030	81
Dépenses publiques de défense des pays UE-OTAN (+ Royaume-Uni)	82
Importations d'armes des pays européens sur la période 2020-2024	83
Solde bilatéral Allemagne-Chine	94
Taux d'épargne des ménages	99
Formation Brute de Capital Fixe (FBCF), par type d'actif	100
Trajectoires de dépenses du fonds de relance européen	102

Indicateurs d'incertitude de politique économique	121
Contribution des composantes alimentaire et énergétique à l'inflation	128
Principaux déficits bilatéraux de marchandises des États-Unis	133

ÉTUDES SPÉCIALES

Corrélation entre les variables du modèle <i>Euz-proxy2</i> et les facteurs	159
Facteurs du modèle <i>Euz-proxy2</i>	159
Taux synthétiques	160
Taux synthétiques	161
Principaux éléments à l'actif du bilan de l'Eurosystème	165
Taux synthétique hebdomadaire	165
Réponse du taux synthétique à un choc sur...	167
Réponse du taux de chômage à un choc de politique monétaire mesuré par.....	168
Réponse du taux d'inflation à un choc de politique monétaire mesuré par...	169
Évolution du droit de douane moyen américain appliqué au reste du monde	186
Impact sur les exportations et le PIB mondial en 2040	187
Impact sur le PIB en 2040	189

Tableaux

Variation du PIB et du pouvoir d'achat entre 2019 et 2024	9
Variation des grandes variables macroéconomiques entre 2019 et 2024 ..	9
Cadrage macroéconomique pour l'économie française	11
Déterminants de l'effet multiplicateur d'une hausse du budget de la défense	14
Nowcast du PIB au premier trimestre 2025	18
Compte Emploi-Ressources pour l'économie française	19
Évolution du marché du travail	23
Évolution de l'emploi, du chômage et de la population active	24
Emplois aidés 2024-2026 : bénéficiaires, variations des bénéficiaires, effets emploi au T4	26
Compte des ménages	30
Mesures budgétaires prévues pour 2025	43
Évolution des finances publiques.	45

Croissance du PIB mondial	60
Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et prix des matières premières	61
Évolutions du PIB, de la productivité, et de la population active	64
Impact d'une hausse uniforme de 10 pt de pourcentage des tarifs douaniers sur les produits entrants aux États-Unis selon le modèle G-cubed	89
Impact d'une hausse de 60 pt des tarifs douaniers sur les produits chinois entrants aux États-Unis	90
Impact d'une hausse de 25 pt des tarifs douaniers sur les produits de l'UE entrants aux États-Unis	90
Impulsion budgétaire et effet économique	96

Tableaux de prévision par pays

Allemagne : résumé des prévisions	97
Italie : résumé des prévisions	103
Espagne : résumé des prévisions	110
Royaume-Uni : résumé des prévisions	117
États-Unis : résumé des prévisions	123
Japon : résumé des prévisions	129
Chine : résumé des prévisions	135
Amérique latine : résumé des prévisions de croissance	139
Asie : résumé des prévisions de croissance	141

ÉTUDES SPÉCIALES

Variables utilisées pour le calcul du taux synthétique	157
Part de la variance expliquée par les facteurs	158
Impact sur les volumes d'échanges bilatéraux de biens avec les États-Unis ..	191
Impact sur la valeur ajoutée sectorielle par pays (en %)	195
Agrégation régionale	201
Agrégation sectorielle	202
Les « droits de douane réciproques » (en %)	203
Utilisation des préférences ACEUM des États-Unis (en %)	204
Contribution des variations de la valeur ajoutée sectorielle à la variation totale de la valeur ajoutée (en %)	205

Encadrés

Quel bilan pour l'économie française cinq ans après le Covid ?	8
Quel impact économique d'une relance par les dépenses de défense ?	12
Nowcast du PIB morose au T1 2025	17
La crise inflationniste a-t-elle durablement entraîné une divergence du niveau des prix ?	70
Le tournant budgétaire historique de l'Allemagne	80
Plan ReArm Europe/Préparation à l'horizon 2030	80
L'investissement public, clé de la reprise allemande	95
Vers une baisse du temps de travail pour 2026 ?	108
Quelle orientation pour la politique budgétaire pour le Royaume-Uni ?	115
Quelle orientation pour la politique budgétaire pour les États-Unis ?	122
Une inflation alimentaire problématique	127
L'impact de la hausse des droits de douane sur l'économie chinoise	132

Liste des abréviations de pays

AFG	Afghanistan	COL	Colombie
AGO	Angola	COM	Comores
ALB	Albanie	CPV	Cap-Vert
AND	Andorre	CRI	Costa Rica
ARE	Émirats arabes unis	CUB	Cuba
ARG	Argentine	CYP	Chypre
ARM	Arménie	CZE	République tchèque
ATG	Antigua-et-Barbuda	DEU	Allemagne
AUS	Australie	DJI	Djibouti
AUT	Autriche	DNK	Danemark
AZE	Azerbaïdjan	DO	DMA Dominique
BDI	Burundi	DOM	République dominicaine
BEL	Belgique	DZA	Algérie
BEN	Bénin	ECU	Équateur
BFA	Burkina Faso	EGY	Égypte
BGD	Bangladesh	ERI	Érythrée
BGR	Bulgarie	ESP	Espagne
BHR	Bahreïn	EST	Estonie
BHS	Bahamas	ETH	Éthiopie
BIH	Bosnie-Herzégovine	EUZ	Zone euro
BLR	Biélorussie	FIN	Finlande
BLZ	Belize	FJI	Fidji
BOL	Bolivie	FRA	France
BRA	Brésil	FSM	Micronésie
BRB	Barbade	FYR	Macédoine
BRN	Brunei	GAB	Gabon
BTN	Bhoutan	GBR	Royaume-Uni (Grande-Bretagne)
BWA	Botswana	GEO	Géorgie
CAF	République centrafricaine	GHA	Ghana
CAN	Canada	GIN	Guinée
CHE	Suisse	GMB	Gambie
CHL	Chili	GNB	Guinée-Bissau
CHN	Chine	GNQ	Guinée équatoriale
CIV	Côte d'Ivoire	GRC	Grèce
CMR	Cameroun	GRD	Grenade
COD	République démocratique du Congo	GTM	Guatemala
COG	République du Congo	GUY	Guyana

HKG	Hong Kong	MEX	Mexique
HND	Honduras	MHL	Marshall
HRV	Croatie	MLI	Mali
HTI	Haïti	MLT	Malte
HUN	Hongrie	MMR	Birmanie
IDN	Indonésie	MNG	Mongolie
IND	Inde	MNP	Îles Mariannes du Nord
IRL	Irlande	MOZ	Mozambique
IRN	Iran	MRT	Mauritanie
IRQ	Irak	MUS	Maurice
ISL	Islande	MWI	Malawi
ISR	Israël	MYS	Malaisie
ITA	Italie	NAM	Namibie
JAM	Jamaïque	NER	Niger
JOR	Jordanie	NGA	Nigeria
JPN	Japon	NIC	Nicaragua
KAZ	Kazakhstan	NLD	Pays-Bas
KEN	Kenya	NOR	Norvège
KGZ	Kirghizistan	NPL	Népal
KHM	Cambodge	NRU	Nauru
KIR	Kiribati	NZL	Nouvelle-Zélande
KNA	Saint-Christophe-et-Niévès	OMN	Oman
KOR	Corée du Sud	PAK	Pakistan
KWT	Koweït	PAN	Panama
LAO	Laos	PER	Pérou
LBN	Liban	PHL	Philippines
LBR	Liberia	PLW	Palaos
LBY	Libye	PNG	Papouasie-Nouvelle-Guinée
LCA	Sainte-Lucie	POL	Pologne
LIE	Liechtenstein	PRI	Porto Rico
LKA	Sri Lanka	PRK	Corée du Nord
LSO	Lesotho	PRT	Portugal
LTU	Lituanie	PRY	Paraguay
LUX	Luxembourg	QAT	Qatar
LVA	Lettonie	ROU	Roumanie
MAR	Maroc	RUS	Russie
MCO	Monaco	RWA	Rwanda
MDA	Moldavie	SAU	Arabie saoudite
MDG	Madagascar	SCG	Serbie-et-Monténégro
MDV	Maldives	SDN	Soudan

SEN	Sénégal	VCT	Saint-Vincent-et-les-Grenadines
SGP	Singapour	VEN	Venezuela
SLB	Salomon	VNM	Viêt Nam
SLE	Sierra Leone	VUT	Vanuatu
SLV	Salvador	WSM	Samoa
SMR	Saint-Marin	YEM	Yémen
SOM	Somalie	ZAF	Afrique du Sud
STP	Sao Tomé-et-Principe	ZMB	Zambie
SUR	Suriname	ZWE	Zimbabwe
SVK	Slovaquie		
SVN	Slovénie		
SWE	Suède		
SWZ	Swaziland		
SYC	Seychelles		
SYR	Syrie		
TCD	Tchad		
TGO	Togo		
THA	Thaïlande		
TJK	Tadjikistan		
TKM	Turkménistan		
TLS	Timor oriental		
TON	Tonga		
TTO	Trinité-et-Tobago		
TUN	Tunisie		
TUR	Turquie		
TUV	Tuvalu		
TWN	Taïwan		
TZN	Tanzanie		
UGA	Ouganda		
UKR	Ukraine		
URY	Uruguay		
USA	États-Unis		
UZB	Ouzbékistan		
VAT	Vatican		

Achevé de rédiger en France
Dépôt légal : juillet 2025
Directeur de la Publication : Xavier Ragot
Publié par les Éditions du Net SAS 93400 Saint-Ouen