

ANALYSES PAYS

Perspectives 2025-2026

14. Allemagne : une lueur au bout du tunnel	103
15. Espagne : en pleine accélération... mais sans pilote ?	111
16. Italie : l'investissement amortit le choc douanier	119
17. Royaume-Uni : garder le cap malgré les turbulences	127
18. États-Unis : Nouveau régime ?	135
19. Japon : la croissance résiste malgré l'inflation	141
20. Chine : l'ombre de la guerre commerciale plane sur la croissance.	149
21. Émergents : la croissance résiste malgré l'incertitude commerciale	155

Allemagne : une lueur au bout du tunnel¹

Un début d'année 2025 poussif

Depuis le quatrième trimestre 2019, l'économie allemande a connu une longue période de stagnation. Ainsi, au cours du premier semestre 2025, elle a fait du surplace. Après une croissance au premier trimestre (+0,3 %) portée par la consommation des ménages et les exportations – en anticipation de l'introduction de droits de douane américains –, le PIB a reculé de 0,3 % au deuxième trimestre, sous l'effet de la baisse des exportations et de l'investissement, et d'une stagnation de la consommation des ménages. Seules les variations de stock ont permis de modérer le recul du PIB. Depuis la crise de la Covid-19, l'économie allemande stagne : au deuxième trimestre 2025, le PIB dépassait à peine le niveau du quatrième trimestre 2019. Ce marasme s'explique essentiellement par les difficultés de l'industrie et une érosion de la compétitivité, visible par la perte des parts de marché à l'international – en particulier dans l'industrie automobile, la construction mécanique ou les industries à forte intensité énergétique.

Ainsi, l'évolution de l'industrie reste problématique. On note une forte divergence entre l'évolution de la valeur ajoutée brute en volume dans l'industrie manufacturière et dans le secteur des services marchands : entre le quatrième trimestre 2019 et le deuxième trimestre 2025, la valeur ajoutée dans l'industrie manufacturière a baissé de 3,2 %, alors qu'elle a progressé de 4,1 % dans les services marchands. Cette évolution de l'industrie est corrélée au recul des parts de marché à l'exportation de l'Allemagne depuis 2017, et surtout 2021. D'après une étude de la Bundesbank², les trois quarts de ces pertes s'expliquent par des facteurs d'offre, autrement dit par la détérioration de la compétitivité dans de nombreux secteurs (construction mécanique, industrie électrique, secteurs à forte intensité énergétique comme la chimie). Les causes de cette détérioration depuis 2019 sont notamment la désorganisation durable des chaînes d'approvisionnement en 2021-2022, le renchérissement des prix de l'énergie plus

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

2. Deutsche Bundesbank, 2025, « [What's behind the sustained decline in German export market shares?](#) », *Monthly Report*, vol. 77, n° 7, pp. 20-55.

marqué en Allemagne que chez ses concurrents depuis 2022, la concurrence directe de la Chine sur les marchés d'export, ou encore la pénurie de main-d'œuvre et de personnel qualifié ayant entraîné une augmentation des coûts salariaux unitaires (CSU) nominaux plus forte que dans d'autres pays européens (encadré 14.1). Ainsi, les CSU nominaux ont augmenté de 23,7 % entre 2019 et le 1^{er} semestre de 2025 en Allemagne, contre une moyenne de 22,2 % en zone euro, 19,1 % pour la France, 13,5 % pour l'Italie. Parmi les grands pays de la zone euro, seule l'Espagne a connu une hausse plus marquée (+27,7 %). Cette hausse des CSU nominaux (graphique 14.1), qui a nui à la compétitivité, ne s'est pas pour autant traduite par une hausse du pouvoir d'achat des salariés car l'inflation – notamment énergétique – a été plus forte que dans les autres pays, ce qui a limité l'augmentation des CSU réels. Au total, la part des coûts salariaux dans la valeur ajoutée a suivi une courbe en U : après avoir touché un point bas fin 2022, elle a retrouvé son niveau pré-Covid début 2025 (graphique 14.2).

La contribution du commerce extérieur à la croissance allemande est globalement négative, et cette évolution s'accompagne d'un léger recul du solde courant. Au premier trimestre 2025, les exportations ont été dopées, mais uniquement par un effet d'anticipation lié aux menaces de sanctions douanières américaines (+2,1 %). Cet effet s'est estompé au deuxième trimestre, avec un recul des exportations vers les États-Unis (-11,3 %), notamment les exportations de produits chimiques et de machines. Par ailleurs, les exportations vers la Chine restent inférieures de 13 % à leur niveau de 2019. Au total, l'excédent de la balance commerciale continue de se réduire ; il représente 4,4 % du PIB au deuxième trimestre 2025.

Encadré 14.1. Comprendre le recul des parts de marché à l'exportation

Le rapport mensuel de juillet 2025 de la Bundesbank s'interroge sur le recul prolongé des parts de marché mondiales allemandes à l'exportation. À partir d'un modèle macroéconomique semi-structurel et sur la base des données BACI de commerce international couvrant la période 2000-2023, les auteurs concluent que les pertes de PIB liées au recul des parts de marché atteignent 2,4 points sur la période 2021-2024, dont 1,3 point pour l'année 2022.

L'intérêt de cette étude est de distinguer les effets de demande, qui influencent surtout le volume total des exportations, et les effets d'offre, qui

expliquent principalement l'évolution des parts de marché, c'est-à-dire la compétitivité relative de l'Allemagne face à ses concurrents. Les effets de demande sont décomposés en effet produits (la demande pour les produits dans lesquels l'Allemagne est spécialisée est-elle plus faible que pour les produits concurrents ?) et effet géographique (les marchés ciblés par l'Allemagne croissent-ils moins vite que d'autres marchés ?). Les effets d'offre sont décomposés en effet produits (la compétitivité allemande par rapport aux concurrents pour un produit donné a-t-elle diminué ?) et effet géographique (la compétitivité allemande par rapport aux concurrents dans un pays donné a-t-elle reculé ?).

La conclusion est qu'entre 2021 et 2023, plus des trois quarts des pertes de parts de marché mondiales de l'Allemagne proviennent d'effets d'offre, c'est-à-dire d'une détérioration de la compétitivité dans plusieurs secteurs (machines, électronique, secteurs à forte intensité énergétique). Les effets de demande sont moindres et se manifestent uniquement par l'effet produit, avec une demande mondiale relativement faible pour les véhicules automobiles et pièces détachées, ainsi que pour l'aéronautique. Aucun effet géographique de la demande n'est observé, ce qui signifie que la baisse des exportations n'a pas été concentrée sur des marchés particuliers.

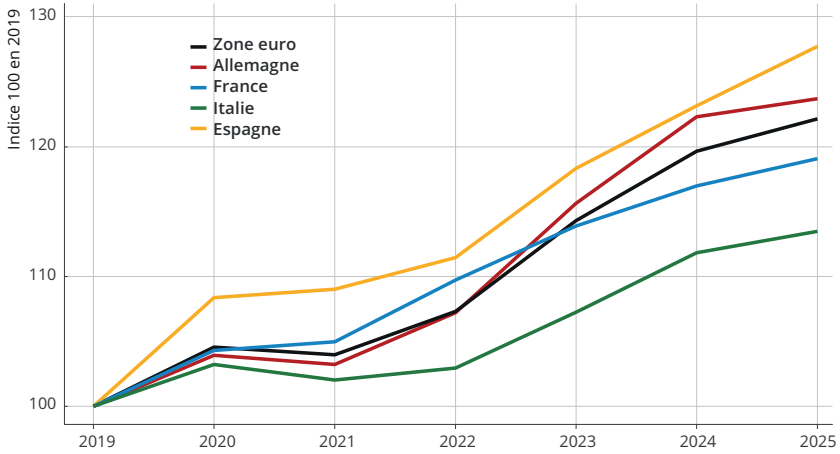
La consommation privée reste le principal pilier de l'économie allemande. Au deuxième trimestre 2025, elle a progressé de 1,3 % en glissement annuel, malgré la faible progression du revenu disponible réel (+0,3 %) : les salaires réels – nets de cotisations sociales et d'impôt sur le revenu – sont restés dynamiques (+1,6 %), de même que les transferts nets (2,2 %), mais les revenus des entreprises individuelles et du patrimoine ont fléchi (-2,2 %). Ainsi, c'est essentiellement le recul du taux d'épargne, passé de 11,3 % à 10,2 % en l'espace d'un an, qui a permis de soutenir la consommation.

Quant à la consommation publique, elle continue de croître à un rythme soutenu (2,1 % au deuxième trimestre 2025 en glissement annuel), portée par l'augmentation des dépenses de défense et de santé.

Sur le front de l'investissement privé, la FBCF a connu une évolution contrastée : après une hausse temporaire au premier trimestre 2025 (+0,3 %), portée par des achats anticipés d'équipements et par des conditions météorologiques favorables dans la construction, elle s'est contractée au deuxième trimestre (-1,4 %), avec une chute marquée dans les biens d'équipement (-1,9 %) et surtout dans la construction (-2,1 %). Ainsi, la faible utilisation globale des capacités et l'incertitude économique élevée ont dissuadé les entreprises d'augmenter leurs

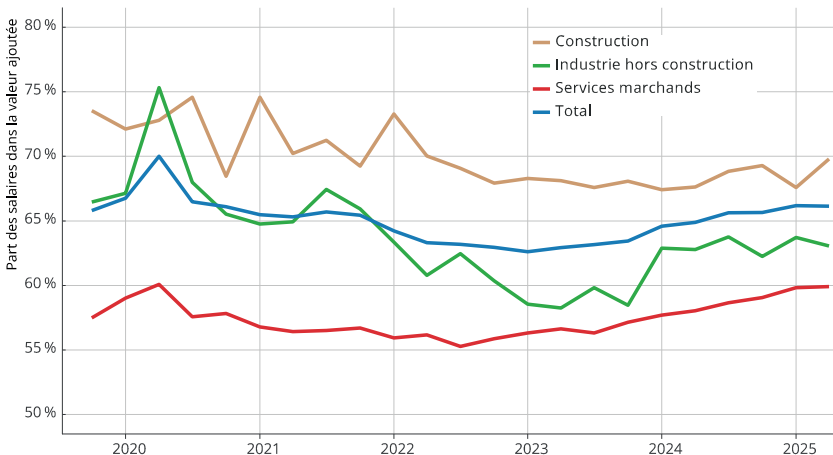
capacités. Seuls les autres investissements, qui comprennent notamment les dépenses de recherche et développement, ont augmenté, en particulier dans le secteur public.

Graphique 14.1. Évolution des coûts salariaux unitaires nominaux



Sources : Eurostat, prévision OFCE octobre 2025.

Graphique 14.2. Part des salaires dans la valeur ajoutée (corrigée du taux de salarisation)



Sources : Destatis, calculs de l'auteur.

Retour d'une croissance soutenue en 2026

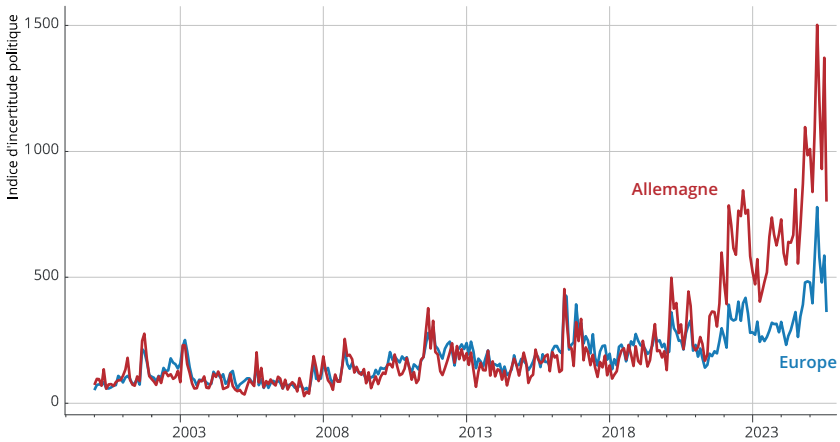
Au cours du second semestre de 2025, l'économie allemande devrait connaître une légère reprise, essentiellement portée par la consommation publique et un début de reprise de l'investissement : nous anticipons une progression modérée de l'activité économique au cours du second semestre 2025 (+0,1 % puis +0,3 % de croissance du PIB aux troisième et quatrième trimestres 2025). La consommation des ménages devrait stagner ; les indicateurs du climat de consommation indiquent en effet une propension accrue à l'épargne dans un contexte de faible création d'emplois. En matière d'investissement, la construction de logements semble avoir atteint son niveau le plus bas, mais elle devrait également stagner compte tenu du nombre toujours faible de permis de construire et de commandes, avant une reprise au dernier trimestre 2025. Du côté des entreprises, les incitations à l'investissement – via le programme d'accélération de la croissance (« *Wachstumsbooster* »)³ – devraient produire leurs effets dès le troisième trimestre, et la FBCF retrouverait des couleurs. En matière de commerce extérieur, si l'accord provisoire entre l'UE et les États-Unis stabilise quelque peu la situation et réduit l'incertitude, les barrières commerciales et la relative appréciation de l'euro continueront néanmoins à peser sur les exportations allemandes.

En 2026, l'Allemagne connaîtrait un alignement des planètes avec plusieurs chocs positifs, qui porteraient sa croissance à 1,7 % du PIB. Le principal moteur est le vaste plan budgétaire consacré aux infrastructures et à la défense, ainsi que les incitations fiscales en faveur des investissements des entreprises, qui entraîneraient un surcroît de croissance de 0,7 point via la stimulation de la consommation publique et des investissements (publics et privés) – en supposant un multiplicateur budgétaire égal à l'unité. Par ailleurs, la politique monétaire, marquée par la baisse des taux, devrait également entraîner un surcroît de croissance de 0,7 point. La baisse modérée des prix de l'énergie devrait aussi soutenir la croissance. Enfin, l'Allemagne est toujours en situation de rattrapage : l'écart de production (*output gap*), négatif en 2025, commencerait à se refermer en 2026. Seuls bémols, une compétitivité toujours en berne et l'incertitude de politique économique notamment liée à la politique commerciale américaine⁴ pèseraient négativement

3. Ce programme prévoit notamment de permettre aux entreprises un amortissement dégressif dans les investissements en biens mobiliers (machinerie, équipements, mobilier, etc.) et dans les véhicules électriques d'entreprise, à compter du 30 juin 2025.

sur la croissance allemande via la faiblesse des exportations. Notons que dans le cas de l'Allemagne, l'indice d'incertitude est bien au-dessus de la moyenne européenne depuis fin 2021 (graphique 14.3).

Graphique 14.3. Indice d'incertitude politique : Allemagne versus Europe



Source : Baker, Bloom et Davis, 2016 (voir note 4).

Dans l'ensemble, c'est la demande interne qui demeurera le principal soutien de l'économie allemande. La consommation privée sera notamment portée par une évolution positive du revenu disponible réel (+0,7 % en 2026), liée à la progression des salaires. Par ailleurs, la baisse de l'inflation et le (léger) recul du chômage entraîneraient une baisse marquée du taux d'épargne.

Étant donné la forte dégradation du cycle de productivité depuis 2019, l'essentiel de la croissance de 2026 se traduirait par des gains de productivité par tête, et l'emploi stagnerait, avec pour corollaire une baisse peu marquée du taux de chômage (de 3,6 % à 3,4 % entre le début 2025 et la fin 2026). Sous l'effet de la relance budgétaire, le déficit public devrait se creuser, passant de 2,8 % en 2024 à 3,4 % du PIB en 2026. Quant à la dette publique, elle augmenterait de deux points entre 2024 et 2026, pour atteindre 64,5 % fin 2026.

4. Une mesure de l'incertitude de politique économique est fournie par l'« *Economic Policy Uncertainty Index* », un indicateur d'incertitude développé par Scott R. Baker, Nick Bloom et Steven J. Davis (Baker S. R., N. Bloom et S. J. Davis, 2016, « [Measuring economic policy uncertainty](#) », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n° 4, pp. 1593-1636). Cet indice s'appuie sur la fréquence, dans la presse, d'articles contenant simultanément des termes liés à l'économie, à l'incertitude et à la politique.

Nous anticipons des dépenses publiques supplémentaires de 30 et 36 milliards pour 2025 et 2026. En 2025, elles seraient presque entièrement compensées par la hausse des impôts, avec l'augmentation du taux de cotisation à l'assurance maladie obligatoire (13 milliards d'euros) et la fin de l'exonération des primes de compensation de l'inflation (14 milliards d'euros). Au total, l'impulsion budgétaire représenterait 0,1 % du PIB en 2025 et 0,7 % du PIB en 2026 (tableau 14.1).

Tableau 14.1. Impulsion budgétaire et effet économique

Mesures en % du PIB	2025	2026
Mesures énergie	0,16	0,50
Fonds infrastructures	0,24	0,41
Fonds défense	-0,14	-0,13
Plans énergie	-0,12	-0,03
TOTAL	0,14	0,74

Allemagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2025				2026		2024	2025	2026
	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
PIB^a	0,3	-0,3	0,1	0,3	0,5	0,6	-0,5	0,3	1,7
PIB par habitant ^a	0,3	-0,2	0,1	0,3	0,5	0,6	-0,7	0,3	1,6
Consommation des ménages ^a	0,6	0,1	0,0	0,1	0,5	0,5	0,5	1,1	1,2
Consommation publique ^a	-0,3	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	2,6	2,2	2,9
FBCF totale^{a,b} dont :	0,3	-1,4	0,5	1,0	1,2	1,4	-3,2	-0,5	4,3
productive privée ^a	0,4	-0,4	0,8	1,3	1,5	1,6	-4,0	0,4	5,5
logement ^a	-0,0	-2,8	0,0	0,7	0,8	1,0	-5,5	-3,0	2,3
APU ^a	0,4	-2,3	0,0	0,4	1,0	1,5	5,3	1,0	3,0
Exportations de biens et services ^a	2,5	-0,1	-0,1	0,1	0,3	0,5	-1,9	0,0	1,0
Importations de biens et services ^a	1,6	1,6	0,2	0,4	0,7	0,7	-0,4	3,7	2,5
<i>Contribution à la croissance de PIB</i>									
Demande intérieure hors stocks ^a	0,3	•0,1	0,3	0,4	0,6	0,7	0,2	1,0	2,1
Variations de stocks ^a	-0,4	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,0	0,7	0,1
Commerce extérieur ^a	0,4	-0,7	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,6	-1,4	-0,6
Prix à la consommation (IPCH), t/t-4 ^c	2,6	2,1	2,1	2,7	2,6	2,1	2,5	2,4	2,1
Taux de chômage ^d	3,6	3,7	3,6	3,7	3,7	3,6	3,4	3,6	3,5
Solde courant, en % du PIB ^e	—	—	—	—	—	—	5,8	4,9	4,4
Solde public, en % du PIB ^e	—	—	—	—	—	—	2,8	3,1	3,4
Dette publique, en % du PIB ^e	—	—	—	—	—	—	62	64	65
Impulsion budgétaire, en point de PIB ^f	—	—	—	—	—	—	-0,5	0,1	0,7

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

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

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

Sources : Destatis, prévision OFCE octobre 2025.

Espagne : en pleine accélération... mais sans pilote¹

Une croissance record en Europe

L'Espagne, qui avait déjà surpris en 2024 avec une croissance trois fois supérieure à celle du reste de l'Europe (3,2 %), a finalement vu son PIB révisé à la hausse, atteignant 3,5 %. La dynamique s'est poursuivie en 2025 avec un rythme soutenu de 0,7 % par trimestre. Au deuxième trimestre, la croissance ressort ainsi à 2,8 %, dépassant largement notre prévision d'avril, qui tablait sur 2 % pour l'ensemble de l'année.

Les moteurs de cette performance exceptionnelle restent inchangés : c'est avant tout la demande intérieure qui soutient l'activité. Les ménages en sont le principal levier, leur consommation ayant progressé de 0,8 % au deuxième trimestre et de 3,5 % sur un an. Leur pouvoir d'achat a été préservé malgré le retour de l'inflation, grâce à une hausse des salaires nominaux de 4,3 %.

Cette progression a été amplifiée par la nouvelle revalorisation du salaire minimum interprofessionnel (SMI), porté à 1 184 euros bruts par mois sur 14 mois à compter de janvier 2025, soit une hausse de 4,4 % par rapport à 2024. Cette mesure, adoptée par le gouvernement en accord avec les syndicats mais sans le patronat, bénéficie à plus de 2,5 millions de travailleurs². Elle vise à soutenir le pouvoir d'achat face à l'inflation et à réduire les inégalités salariales, entraînant une accélération des coûts salariaux unitaires (+5,1 %) dans le secteur marchand, dans un contexte de hausse des rémunérations (4,3 % en moyenne sur les nouveaux accords salariaux pour 2025). L'emploi salarié continue de croître (+0,9 % sur le trimestre, +3,2 % sur un an) et le taux de chômage recule à 10,3 %, son plus bas niveau depuis le début des années 2000. Le taux d'activité reste stable à 59 %. Cette augmentation de la population active s'explique à la fois par la croissance naturelle de la population en âge de travailler et par l'arrivée de migrants qui se sont intégrés au marché du travail. Depuis fin 2022, le nombre de résidents non nationaux a augmenté en moyenne de 7 %

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

2. Pour plus de détail, voir : « El Gobierno aprueba la subida del Salario Mínimo a 1 184 euros en 2025 ».

par an, portant leur part dans la population totale de 11,6 % à 14,3 % fin 2025. Ces migrants sont devenus de nouveaux actifs, contribuant directement à la création d'emplois : environ 40 % des emplois créés entre 2021 et 2024 ont été occupés par des migrants³.

En effet, même si les comptes trimestriels non financiers des sociétés non financières montrent qu'au deuxième trimestre 2025, la valeur ajoutée brute a progressé de 6,3 % en glissement annuel, l'excédent brut d'exploitation ne croît plus autant qu'avant. L'EBE n'a augmenté que de 2,7 % sur un an, à 83,5 milliards d'euros, après une hausse de 5,4 % en moyenne sur l'année 2024 et de 6,1 % en 2023. Le ratio de marge (EBE/VA) s'établit à 37,8 %, contre 39 % un an plus tôt et 39,5 % en 2023, traduisant un léger recul de la rentabilité des entreprises malgré le dynamisme de l'activité.

Les consommateurs étrangers ont également contribué à soutenir la croissance espagnole, puisque le pays enchaîne des saisons touristiques particulièrement prolifiques. Le nombre de touristes qui se sont rendus dans le pays de janvier à juillet en 2025 dépasse celui de 2024 de 2 millions de personnes, sur un total de 55,5, et apparaît déjà comme un maximum depuis 2015.

L'investissement a continué de bien se porter et de soutenir la croissance, alimenté notamment par les fonds européens. Entre le dernier trimestre 2024 et le deuxième trimestre 2025, il a progressé de 3,6 %, contribuant à hauteur des trois quarts de la croissance du PIB. Cette dynamique est surtout tirée par l'investissement en biens d'équipement, tandis que celui en matériel de transport reste en retrait. L'investissement résidentiel a apporté un soutien positif au premier semestre, mais montre déjà des signes de ralentissement au troisième trimestre, dans un contexte de crise du logement encore marqué.

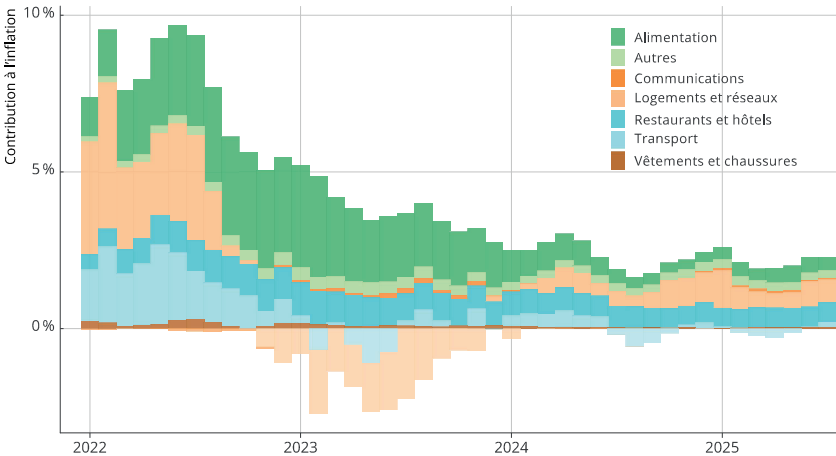
Ce rebond de l'investissement a été soutenu par des fonds européens dans le cadre du programme *NextGenerationEU*, mis en place à la suite de la Covid-19. Depuis 2021, l'Espagne a déjà reçu près de 48 milliards d'euros (Md€) de subventions (soit 3,5 % du PIB de 2024), soit 60 % de l'enveloppe totale prévue. En 2024, la dépense publique liée au plan a porté l'investissement public à 2,8 % du PIB (contre 2,2 % en 2019). Pour 2025, un cinquième décaissement record de 22,1 Md€ est attendu : pour la première fois, la part des prêts (15,4 Md€) dépassera celle des subventions (6,7 Md€). Selon la Banque d'Espagne, les

3. Pour plus de détails, voir Racho T. et A. de Clerck, 2025, « [Politique migratoire : l'exception espagnole](#) », *Note de Terra Nova*, 26 août.

fonds européens ont joué pleinement leur rôle de levier : 45 % des entreprises bénéficiaires n'auraient pas investi sans ce soutien.

Un marché de l'emploi prolifique et des salaires dynamiques n'ont sans surprise pas contribué à ralentir l'inflation. Elle a continué à progresser sur la fin de l'année 2024, atteignant même 3 % au début de l'année 2025. Elle était redescendue à 2 % en mai mais stagne désormais à 2,7 % en août. C'est l'augmentation des prix dans les services qui a soutenu l'inflation, alors que les variations des prix de l'énergie se sont normalisées. Depuis le début de 2025, ce sont surtout les aliments et boissons non alcoolisées qui contribuent le plus fortement à l'inflation, rejoints par les restaurants et hôtels, en lien avec la vigueur du tourisme. Enfin les transports et les communications jouent un rôle plus limité.

Graphique 15.1. Contribution à l'inflation espagnole



Sources : INE (Instituto Nacional de Estadística), prévision OFCE octobre 2025.

L'Espagne, comme l'ensemble des pays européens, s'est vu appliquer des droits de douane de 15 % sur tous ses biens exportés vers les États-Unis, dans le cadre de la guerre commerciale lancée par Donald Trump. À court terme, ces mesures n'ont pas freiné les exportations, qui ont même continué de progresser de 1,7 % au premier trimestre et de 1,1 % au deuxième trimestre de l'année. Parallèlement, la forte demande intérieure a entraîné une hausse des importations, ce qui a conduit à une contribution négative du commerce extérieur au début de l'année.

Du côté des finances publiques, la situation est restée globalement stable. Le ratio dette/PIB s'est maintenu à 103,4 % au deuxième trimestre, en légère hausse par rapport au point bas de 101,6 % enregistré à la fin de 2024, mais toujours inférieur de près de deux points au niveau de l'année précédente. La consommation des administrations publiques a été négative sur la période, et le déficit public devrait atteindre 2,5 % du PIB d'ici la fin de l'année 2025.

Les recettes publiques, évaluées par la Banque d'Espagne, avaient déjà augmenté de 6,6 % en mai par rapport à l'année précédente. Cette progression s'explique non seulement par la croissance économique et la hausse de l'emploi, mais aussi par plusieurs mesures fiscales mises en place par le gouvernement : rétablissement des taux standards de TVA sur l'alimentation et l'énergie, limitation des reports déficitaires en impôt sur les sociétés, ainsi qu'augmentation des cotisations sociales accompagnée de nouvelles mesures de solidarité et d'équité intergénérationnelle.

En définitive, la capacité de financement de l'économie espagnole jusqu'en juillet 2025 s'est établie à 4,1 % du PIB, en baisse par rapport à un an plus tôt (4,4 %) (bien qu'elle ait augmenté en termes nominaux), mais reste un point de pourcentage au-dessus de la moyenne de la période pré-Covid 2014-2019.

La croissance restera soutenue en 2026

L'économie espagnole devrait connaître un atterrissage progressif en 2025 après plusieurs années de forte croissance post-Covid. Si l'activité ralentirait légèrement, elle demeurerait supérieure à la moyenne de la zone euro, confirmant la résilience de l'économie espagnole. Le PIB progresserait de 3 % en 2025, surtout grâce à un effet d'acquis favorable et soutenu principalement par la demande intérieure, et notamment par la consommation des ménages et la poursuite des investissements liés au plan européen *NextGenerationEU*. La consommation publique, en léger recul, pèserait marginalement sur la croissance, tandis que le commerce extérieur contribuerait faiblement, la dynamique des exportations restant contrainte par le ralentissement de la demande européenne.

L'inflation poursuivrait sa décélération modérée, pour atteindre environ 2,7 % en moyenne en 2025, principalement grâce à la normalisation progressive des denrées alimentaires et des services. Le taux de chômage poursuivrait sa baisse graduelle pour atteindre environ

10,3 % fin 2025, confirmant une amélioration continue du marché du travail. Le déficit public se réduirait à -2,6 % du PIB, tandis que la dette publique resterait stable autour de 101 % du PIB, malgré une impulsion budgétaire légèrement positive.

En 2026, la croissance du PIB ralentirait alors à 2,1 %, reflétant une normalisation progressive du cycle économique après plusieurs années d'expansion soutenue. La politique monétaire resterait favorable, avec une transmission continue de la baisse des taux d'intérêt stimulant l'investissement privé et la consommation des ménages. La politique budgétaire serait globalement neutre, les marges de manœuvre étant limitées par les règles européennes de discipline budgétaire, mais l'utilisation des fonds européens continuerait à soutenir la FBCF, même si le programme prendrait fin en 2026.

L'inflation se stabiliserait autour de 2 % en 2026, proche de la cible de la BCE, tandis que le chômage reculerait légèrement sous la barre des 10 %. Le solde courant resterait excédentaire (2,7 % du PIB), reflétant la bonne compétitivité du pays et la vigueur du tourisme (graphique 15.2). L'Espagne confirmerait ainsi en 2026 son statut d'économie la plus dynamique parmi les grands pays de la zone euro, portée par la solidité de la demande interne.

Sur le plan extérieur, les tensions commerciales mondiales et l'incertitude entourant les politiques économiques demeurent une source majeure de vulnérabilité. Si un apaisement des discussions commerciales entre les États-Unis et leurs partenaires, notamment le Royaume-Uni et l'Union européenne, pourrait limiter les effets des hausses tarifaires annoncées, un scénario inverse – marqué par un durcissement des barrières commerciales ou un échec des négociations – ne peut être exclu. Une telle situation pèserait sur la croissance espagnole via le commerce extérieur et pourrait provoquer des corrections temporaires sur les marchés financiers, qui restent sensibles à tout choc négatif.

Sur le plan interne, deux incertitudes principales subsistent. D'abord, la détérioration des indicateurs de confiance des entreprises et des ménages, dans un contexte international instable, pourrait affecter davantage la consommation et l'investissement qu'anticipé. Ensuite, des doutes persistent sur le rythme d'absorption des fonds européens (RRF) et sur leur composition, notamment après des retards enregistrés en 2023 et 2024. Le scénario central suppose l'utilisation complète des subventions allouées, mais un déploiement plus lent que prévu limiterait leur effet macroéconomique.

Enfin, le Plan industriel et technologique pour la sécurité et la défense, approuvé en avril 2025, devrait apporter un léger soutien budgétaire. L'impact de ce plan dépendra de la nature exacte des dépenses engagées : selon les estimations de la Banque d'Espagne, le multiplicateur budgétaire associé se situerait entre 0,5 et 0,6, voire jusqu'à 1 si les dépenses se concentraient davantage sur des investissements de production nationale.

Encadré 15.1. L'incertitude politique et l'absence de budget pourraient peser sur la croissance de long terme

Le climat politique en Espagne continue de se détériorer. En juillet, le président Pedro Sánchez a de nouveau été fragilisé par un scandale de corruption. Déjà affaibli, il n'a pas réussi à réunir une majorité suffisante pour faire adopter un budget, conduisant le pays à entamer une deuxième année consécutive sans loi de finances.

Comme en 2025, l'Espagne fonctionnera très probablement en 2026 avec une prolongation automatique du budget de 2023. Ce mécanisme, prévu par la législation espagnole, ne limite pas le nombre d'années de reconduction. Dans les faits, l'essentiel des dépenses publiques est prédéterminé (retraites, salaires des fonctionnaires, allocations chômage), et environ 8 à 10 % des crédits peuvent être réaffectés par le gouvernement. Cette flexibilité, combinée à la croissance soutenue, à des recettes fiscales en hausse et à l'afflux de fonds européens post-Covid, permet d'éviter une crise budgétaire immédiate.

Cette incertitude politique pèse néanmoins sur les chefs d'entreprises nationaux. Beaucoup redoutent une perte de confiance et un ralentissement des investissements, freinant certaines décisions stratégiques et projets de développement.

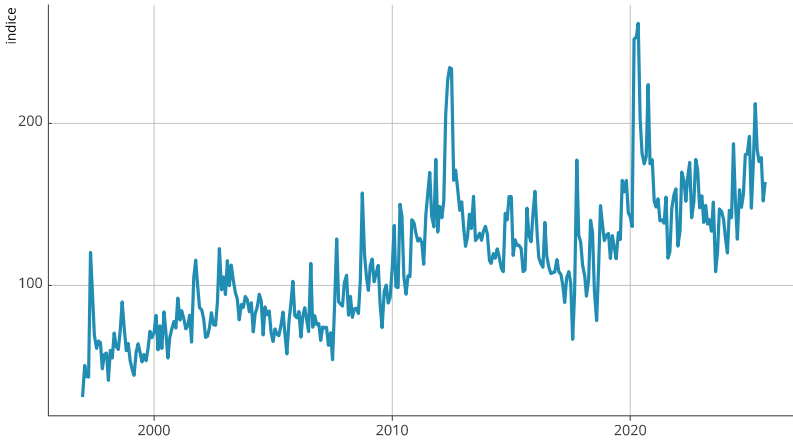
Pour les investisseurs étrangers, la situation reste toutefois moins préoccupante. La solidité économique de l'Espagne est confirmée par les marchés : en septembre 2025, les agences de notation Fitch et Moody's ont relevé la note souveraine du pays, suivant S&P quelques jours plus tôt. Avec ces relèvements, l'Espagne retrouve la catégorie la plus haute des « A », ce qui lui permet de financer sa dette publique à de meilleures conditions.

Cette reconnaissance traduit la confiance dans le dynamisme de court terme de l'économie, soutenu par la consommation, le tourisme et l'afflux de capitaux européens. Mais elle masque en partie la fragilité sous-jacente du modèle de croissance. L'absence de majorité parlementaire solide rend difficile l'adoption de réformes structurelles de long terme, pourtant indispensables pour diversifier l'économie et réduire ses vulnérabilités. Qu'il s'agisse de la réforme du marché du travail pour réduire durablement le chômage, de la modernisation du système des retraites, du renforcement

des infrastructures énergétiques ou de mesures pour stimuler la productivité et contenir la flambée des prix du logement, de nombreux dossiers restent bloqués.

Sans ces réformes, l'Espagne risque de voir sa croissance de long terme limitée, malgré la stabilité apparente à court terme.

Graphique 15.2. Incertitude politique en Espagne



Sources : Baker-Bloom-Davis, prévision OFCE octobre 2025.

Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

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.

Sources : Eurostat, prévision OFCE octobre 2025.

Italie : l'investissement amortit le choc douanier¹

Les tensions commerciales pèsent sur l'activité...

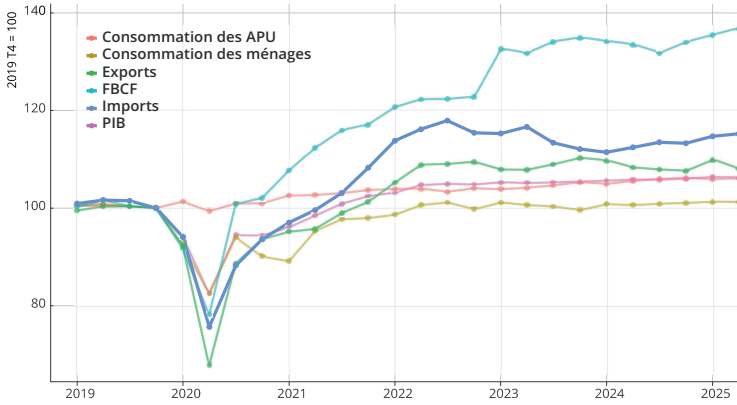
L'économie italienne a poursuivi sa faible croissance au premier semestre 2025 (+0,3 %, -0,1 %), malgré les effets négatifs de la guerre commerciale. Au premier trimestre, la progression du PIB avait été soutenue par quasiment toutes ses composantes, hormis les variations de stocks (graphique 16.1). Le coup d'arrêt observé au deuxième trimestre (-0,1 %) est lié à une contribution fortement négative du commerce extérieure (-0,7 %), reflétant la fin du surcroît d'activité commerciale qu'avait impulsé l'anticipation par les entreprises des mesures douanières de l'administration Trump, mais également des pertes importantes de parts de marché. Sur cette première moitié de l'année 2025, les ménages ont connu des gains de pouvoir d'achat : le salaire réel par tête a crû de 1,2 % tandis que l'emploi progressait de 0,5 % sur le premier semestre, tiré par les non-salariés du secteur marchand. Une hausse du taux d'épargne (+0,6 point de pourcentage au premier trimestre) a toutefois limité l'impact de ces gains sur la consommation des ménages (+0,2 %, 0 %).

Alors que l'investissement s'était replié en 2024, les hausses de taux d'intérêt passées et le retrait du soutien à la rénovation des bâtiments (« Superbonus ») ayant pesé sur l'investissement des ménages (de 10,7 % du revenu disponible brut, au quatrième trimestre 2023, à 8,6 % un an plus tard), la FBCF est revenue à une dynamique positive, bénéficiant des baisses de taux d'intérêt et des dépenses issues du volet italien du plan de relance européen. L'effet de ce dernier est en effet visible dans la progression soutenue de l'investissement en bâtiments non résidentiels (+1,8 % et +0,7 %), tandis que l'accumulation de machines et équipements productifs (-0,2 %, +2,1 %) était principalement soutenue par des conditions de financement plus favorables.

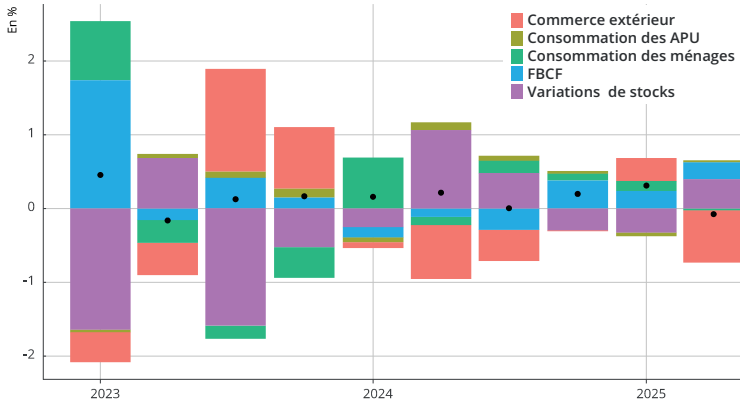
1. Ce texte est rédigé par Benoit Williatte, *Département analyse et prévision*.

Graphique 16.1. Niveaux et contributions des composantes du PIB

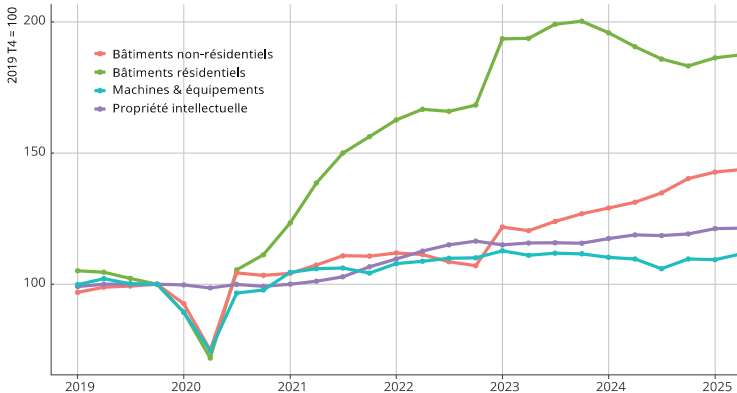
a) Composantes du PIB (Niveaux)



b) Contributions à la croissance du PIB



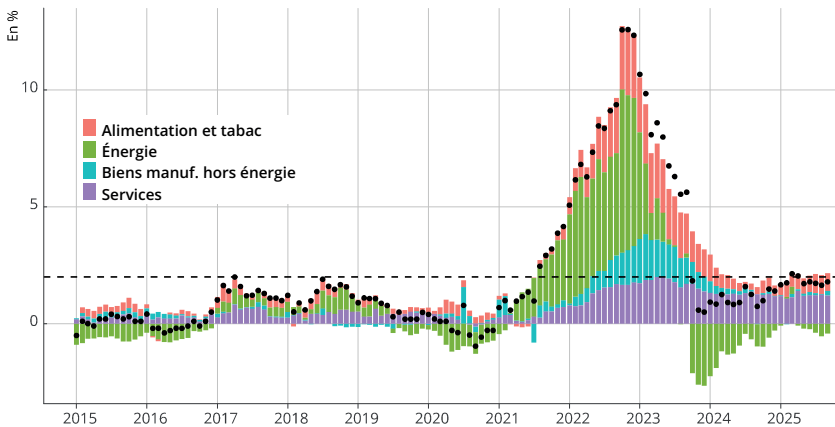
c) Investissement par type d'actif



Sources : ISTAT, prévision OFCE octobre 2025.

L'inflation au sens du glissement annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) était de 1,9 % au deuxième trimestre (graphique 16.2). La composante énergétique a exercé une pression à la baisse, reflétant l'évolution des cours du pétrole et du gaz, tandis que la contribution de la composante alimentaire a augmenté le long de l'année 2025. L'effet des services sur l'inflation globale semble s'être stabilisé autour de 1,2 %, soit une contribution largement supérieure à celle observée sur les années 2014-2019 : bien que les augmentations récentes de salaires réels aient été en partie compensées par une baisse du taux de marge des sociétés non financières. En revanche, la contribution des biens manufacturés est revenue à des niveaux quasi nuls, correspondant à ceux des années pré-Covid.

Graphique 16.2. Inflation (IPCH) et contributions des principales composantes



Note : La ligne noire représente le glissement annuel de l'IPCH (toutes composantes). L'IPCH étant un indice de prix chaîné, la somme des contributions peut être différente de l'inflation globale.

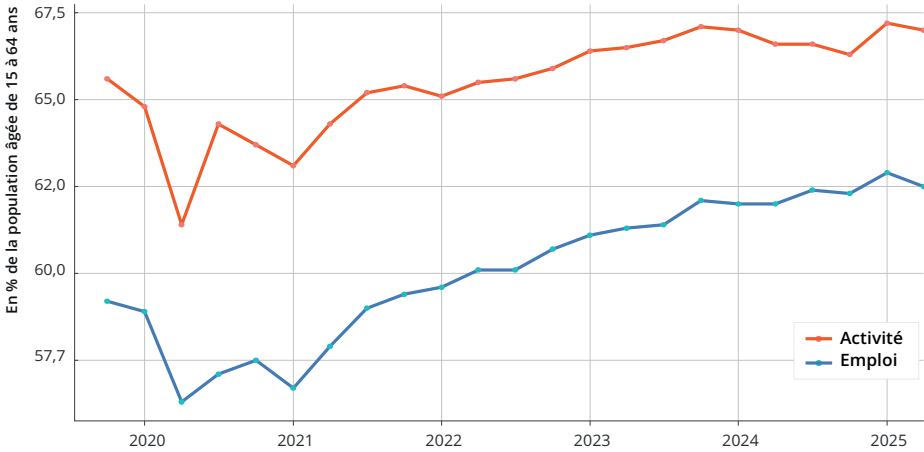
Sources : ISTAT, prévision OFCE octobre 2025.

Marché du travail : l'emploi résiste

Le taux d'emploi a légèrement augmenté au premier semestre, tandis que le taux d'activité retrouvait le pic atteint au début de 2024 (67 %, contre 66,3 % au dernier trimestre 2024 ; voir graphique 16.3). Les créations d'emploi se sont poursuivies à un rythme soutenu au premier semestre 2025, bien que reposant sur les non-salariés (+0,5 % pour l'ensemble de l'économie, dont 2 % pour les non-salariés).

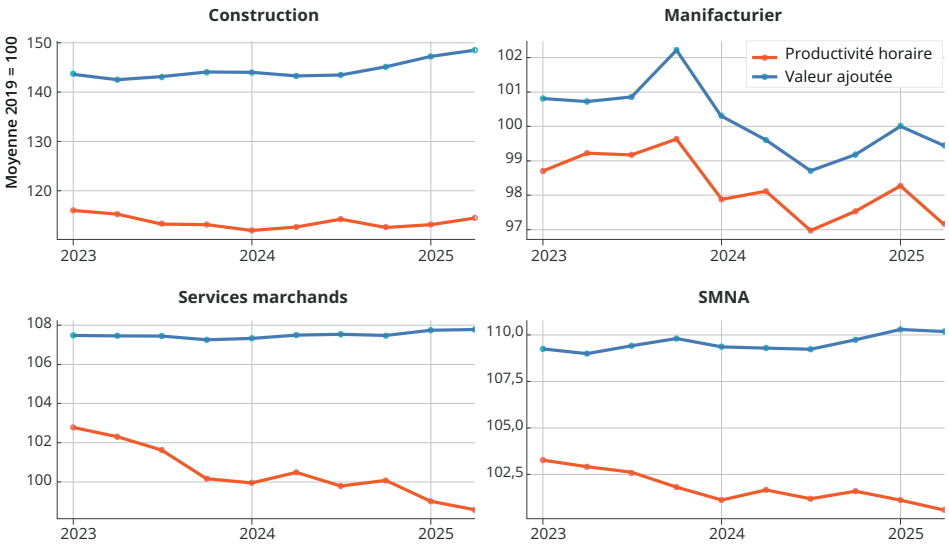
Graphique 16.3. Marché du travail italien

a) Taux d'emploi et d'activité



Sources : Eurostat, prévision OFCE octobre 2025.

b) VA & productivité par branche



Sources : ISTAT, prévision OFCE octobre 2025.

Au sein du secteur marchand non agricole, cette résilience de l'emploi, alors que la valeur ajoutée stagnait, s'est donc traduite par des pertes de productivité importantes, visibles dans le secteur manufacturier ainsi que les services marchands. Dans l'industrie, les pertes de productivité ont accompagné une baisse de la valeur ajoutée liée au contexte commercial défavorable ; le recours accru au dispositif d'activité partielle témoigne également d'un comportement de rétention de main-d'œuvre². Au sein des branches de services marchands, la demande de travail a été encore plus forte, tandis que la valeur ajoutée stagnait. En contraste, au sein du bâtiment l'évolution favorable de la production et de la productivité moyenne reflète le dynamisme d'un secteur porté par l'investissement public.

La croissance résiste grâce à un *policy mix* favorable

L'Italie devrait connaître une croissance inférieure à son potentiel en 2025, principalement sous l'effet du choc récessif de demande adressée et d'incertitude que représentent les annonces de tarifs douaniers de l'administration Trump. La demande intérieure serait le moteur d'une croissance faible en rythme trimestriel, tirée notamment par l'investissement des ménages. L'inflation diminuerait sous l'effet de l'appréciation de l'euro et des baisses de prix des matières premières énergétiques.

En 2026, le *policy mix* serait globalement favorable. D'une part, la transmission de la baisse des taux d'intérêt à l'ensemble de l'économie devrait se poursuivre, stimulant l'investissement privé et la consommation. D'autre part, la politique budgétaire serait neutre dans l'ensemble, malgré les contraintes qui pèsent sur les finances publiques italiennes. Nous anticipons que l'Italie sortira de la procédure pour déficit excessif en 2026, le déficit s'établissant à 2,9 %, en dessous donc du seuil de 3 %. Malgré la fin de cette procédure, le gouvernement demeure contraint par le plan structurel de moyen-terme (soumis en 2024), qui prévoit un effort structurel moyen de 0,6 % du PIB par an jusqu'en 2031. À court terme, toutefois, nous anticipons pour 2026 un effort moindre (0,4 %) ; de plus, la montée en charge des dépenses d'investissements financées par les subventions du plan

2. La *Cassa Integrazione Guadagni* est le dispositif d'activité partielle permettant aux entreprises italiennes, notamment dans l'industrie, de payer des heures non travaillées. Au premier semestre 2025, le nombre d'heures couvertes par le dispositif était en hausse de 26,9 % par rapport à l'année précédente pour les salariés du secteur manufacturier.

NGEU (neutres, donc, du point de vue du solde public) devrait compenser en partie les efforts structurels attendus.

Nous prévoyons donc que la croissance italienne en 2026 reviendrait à un niveau proche de son potentiel. L'effet négatif de l'environnement commercial devrait s'atténuer, permettant des contributions légèrement positives du commerce extérieur à la croissance trimestrielle. Du point de vue de la demande intérieure, l'investissement, tiré en particulier par les administrations publiques et les entreprises, constituerait toujours le principal moteur de la croissance. La consommation des ménages progresserait aussi, soutenue par une légère baisse du taux d'épargne. L'inflation retrouverait en fin d'année un niveau légèrement inférieur (1,7 %) à la cible de la BCE, tirée par les services et la composante alimentaire.

Italie : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

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.

Sources : ISTAT, prévision OFCE octobre 2025.

Royaume-Uni : garder le cap malgré les turbulences¹

Limiter l'impact des tensions commerciales

Le PIB britannique a augmenté de 0,3 % au deuxième trimestre 2025, après une hausse de 0,7 % au premier trimestre et 0,2 % aux troisième et quatrième trimestres 2024, soit une croissance de 1,4 % sur un an, selon les comptes nationaux publiés le 30 septembre. Au deuxième trimestre 2025, le PIB britannique était supérieur de 5,5 % à son niveau d'avant-crise Covid (en 2019), soit une hausse un peu supérieure à celle du PIB français (4,9 %), loin devant l'Allemagne (0 %), mais derrière la moyenne de la zone euro (6,1 %), et plus encore des États-Unis (14,7 %).

L'augmentation de la croissance au premier trimestre 2025 résulte en grande partie d'effets temporaires, en particulier de la hausse de la production de biens et services sensibles aux droits de douane américains (biens industriels) et des exportations. Par ailleurs, la production et les ventes d'automobiles ont augmenté avant la hausse de la fiscalité sur l'achat de véhicules au 1^{er} avril 2025. Les exportations de marchandises ont fortement augmenté, du fait de la hausse des exportations vers les États-Unis, par anticipation des droits de douane annoncés par Donald Trump : 25 % sur l'acier à partir de mars, 25 % sur l'automobile à partir d'avril, l'incertitude étant totale quant aux droits de douane susceptibles de frapper les autres marchandises lors du « jour de la libération », le 2 avril. Les exportations britanniques de marchandises vers les États-Unis (16 % du total des exportations en 2024) ont augmenté de 23 % en valeur au premier trimestre 2025, contribuant pour moitié à la hausse de 7 % des exportations totales. Au deuxième trimestre, les exportations de marchandises vers les États-Unis ont reculé de 25 %, tandis que le total des exportations baissait de 3,7 %.

Le 2 avril, Donald Trump annonçait des droits de douane de 10 % sur la plupart des marchandises britanniques, mais cela ne concernait ni l'acier ni l'automobile. L'accord négocié par Keir Starmer avec Donald Trump le 8 mai a permis de réduire la hausse des droits de

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

douane à 10 % sur les biens automobiles (dans la limite d'un quota de 100 000 véhicules, correspondant aux ventes effectives) et à 0 % sur les biens aéronautiques. Le gouvernement de Keir Starmer est ainsi parvenu à limiter la hausse des droits de douane pour des fleurons historiques de l'industrie britannique, dont certains sont en difficulté, en particulier dans l'automobile. Précisons que les exportations de marchandises britanniques vers les États-Unis étaient de 59 milliards de livres en 2024, mais que le Royaume-Uni ne dégagait qu'un faible excédent bilatéral sur ces échanges, de 2 milliards de livres, dont près de 10 milliards pour les machines et équipements de transport. Le Royaume-Uni était par contre largement excédentaire vis-à-vis des États-Unis sur les échanges de services : 76 milliards de livres, pour 132 milliards d'exportations en 2024. À l'automne 2025, les incertitudes demeurent élevées quant à des hausses des droits de douane sur de nouveaux produits (dont les produits pharmaceutiques), ce qui contribue à freiner la croissance du commerce mondial. De plus, les exportations britanniques restent pénalisées par une compétitivité-prix dégradée, et devraient continuer à perdre des parts de marché, particulièrement pour les produits industriels.

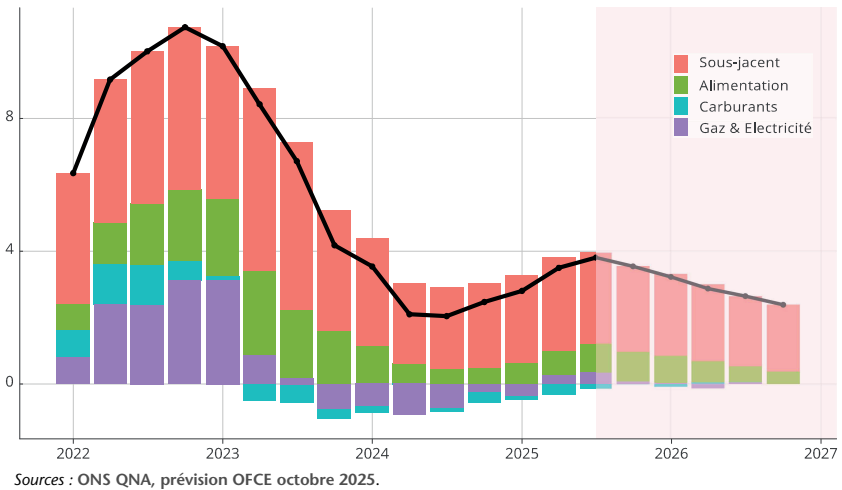
L'inflation connaît un rebond

L'inflation (mesurée selon l'indice des prix à la consommation harmonisé, IPCH), qui n'était plus que de 1,7 % sur un an en septembre 2024, après avoir atteint un pic à 11 % sur un an en octobre 2022, a de nouveau augmenté pour atteindre 3,8 % sur un an en août 2025. Entre septembre 2024 et août 2025, la hausse des prix alimentaires est passée de 2,7 % sur un an à 5,3 %, contribuant pour 0,4 point à l'augmentation de l'IPCH. Dans le même temps, le glissement des prix de l'énergie passait de -16 % sur un an à +2,5 %, contribuant à hauteur de 1,4 point à la hausse de l'IPCH. Enfin, l'inflation sous-jacente passait de +3,2 % à +3,6 %, contribuant à hauteur de 0,3 point à la hausse de l'IPCH (graphique 17.1). Au cours des derniers mois, ce sont surtout les prix des services administrés qui ont augmenté (eau, éducation, loyers).

Cette accélération des prix est scrutée par le Comité de politique monétaire (CPM) de la Banque d'Angleterre. Pour certains de ses membres, le risque d'un ralentissement de l'activité, déjà visible sur le marché du travail, et le maintien d'un taux d'épargne des ménages élevé, doivent inciter à baisser dès à présent le taux directeur. Pour d'autres membres, il faut maintenir les taux d'intérêt inchangés tant

que l'inflation ne revient pas près de la cible de 2 %. Lors de la réunion d'août dernier, 5 membres ont voté en faveur d'une baisse des taux (4 pour une baisse de 0,25 point, 1 pour une baisse de 0,5 point), 4 membres ont voté en faveur d'un statu quo. Le taux directeur a donc été abaissé de 0,25 point en août, à 4 %. Le CPM annonce qu'il gardera une approche prudente dans ses prochaines décisions de baisses de taux.

Graphique 17.1. IPCH et contribution des principales composantes



Le CPM scrute également l'évolution des tensions sur le marché du travail. Pendant l'été, ces tensions ont continué de s'alléger : le taux de chômage a atteint 4,7 %, soit une hausse de 0,3 point sur un an ; les offres d'emplois non satisfaites, qui avaient atteint un pic à la sortie de la crise Covid, sont redevenues inférieures à leur niveau de 2019. L'analyse du marché du travail britannique continue de reposer sur des données fragiles, avant tout en ce qui concerne l'emploi, du fait des difficultés rencontrées par l'Office of National Statistics (ONS) dans la collecte de l'enquête sur les forces de travail, depuis la sortie de la crise Covid. L'ONS a engagé un long processus de refonte de cette enquête qui, de la mi-2024 à la mi-2025, a indiqué une hausse de l'emploi, contrairement aux sources administratives et aux enquêtes auprès des entreprises, ce qui fragilise le diagnostic sur la productivité du travail. Cependant, sur la base de l'enquête sur les forces de travail, la productivité horaire avait une tendance de long terme de 0,89 % par an avant

la crise Covid, et le cycle de productivité horaire était au deuxième trimestre 2025 de -1,4 %. Il serait refermé à l'horizon de la fin 2026, sous notre hypothèse d'accélération de la productivité horaire à 1 % en rythme annualisé à l'horizon de la fin 2026. Le taux de chômage approcherait 5,8 % à la fin 2026.

Les salaires nominaux avaient augmenté au second semestre 2024 sous l'effet des revalorisations des rémunérations dans le secteur public (en particulier dans le secteur de la santé) et atteint une hausse de 6,1 % sur un an au quatrième trimestre. Ils n'affichaient plus qu'une hausse de 4,7 % sur un an au début de l'été. Le salaire minimum a été revalorisé de +6,7 % pour le taux horaire adulte (soit 12,21 livres) en avril. Le salaire minimum, qui a désormais atteint l'objectif fixé par le gouvernement de 66 % du salaire médian, ne progresserait l'an prochain qu'au même rythme que ce dernier. Les entreprises interrogées dans les enquêtes réalisées par la Banque d'Angleterre prévoient en septembre une hausse des salaires de 3,7 % sur un an, à l'horizon des 12 prochains mois.

Dans notre scénario, l'évolution des salaires contribuera à ramener l'inflation vers 2,4 % à la fin 2026, ce qui, avec une croissance du PIB de 1,1 %, conduirait à deux baisses de taux de 0,25 point en 2026, ramenant le taux directeur à 3,5 %. La baisse des taux d'intérêt allégerait le coût des emprunts et faciliterait une hausse de l'investissement en logement des ménages, ainsi que l'investissement des entreprises à l'horizon de la fin 2026.

La politique budgétaire freine la croissance

La politique budgétaire sera restrictive à l'horizon de la fin 2026, sur la base des éléments budgétaires présentés par le gouvernement dans le *Spring Statement*, en mars dernier. Le gouvernement avait acté des revalorisations des salaires publics à son arrivée à l'été 2024 et décidé d'augmenter l'investissement public à très court terme (principalement dans les secteurs de la santé et de l'éducation). Il avait d'autre part limité les dépenses de prestations sociales (restriction de l'allocation chauffage pour les retraités aux retraités les plus pauvres, soit une économie de 1,5 milliard de livres par an, 0,05 point de PIB). Au total, les dépenses publiques passeraient de 44,4 % du PIB en 2024-2025 à 45 % en 2025-2026 avant de baisser à 44,8 % en 2026-2027. Mais les recettes passeraient de 39,7 % du PIB en 2024-2025 à 41,1 % en 2025-2026 et 41,7 % en 2026-2027. À partir d'avril 2025, le taux de

cotisations sociales employeurs a en effet été augmenté de 1,2 point, 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 augmenteraient aussi d'environ 0,3 point de PIB par an (notamment du fait de la non-indexation des tranches du barème de l'impôt sur le revenu). L'impulsion budgétaire serait négative d'environ 0,6 point cette année et de 0,5 point l'an prochain. Sous nos hypothèses de croissance, le déficit public serait ramené de 5,9 % du PIB en 2024 à 5,1 % du PIB en 2026. Le ratio de dette publique augmenterait de 100 % du PIB à la fin 2024 à 103 % du PIB fin 2026.

En 2024, le revenu disponible des ménages a augmenté de 3,9 % en termes réels, grâce à la hausse des rémunérations. Mais les ménages ont augmenté dans le même temps leur taux d'épargne de 3,5 points. Au premier semestre 2025, le taux d'épargne était de 10,6 %, 2,4 points au-dessus de sa moyenne des dix années précédant le début de la crise Covid. Les ménages sont restés particulièrement prudents, restreignant leur consommation sans doute compte tenu des multiples incertitudes géopolitiques, de l'accélération de l'inflation et de la remontée du taux de chômage. En ce début d'automne, une incertitude supplémentaire contribue probablement aussi à freiner la consommation des ménages et l'investissement : celle du prochain budget, qui sera présenté au Parlement le 26 novembre et pourrait mettre davantage les ménages à contribution pour réduire le déficit public. Cette incertitude sera rapidement levée. Dans notre scénario, où nous retenons les mesures budgétaires connues, les ménages n'abaisseraient que légèrement leur taux d'épargne à l'horizon de la fin 2026 (où il serait de 10,1 %). La consommation des ménages augmenterait de 0,9 % cette année et de 1,1 % l'an prochain.

La croissance du PIB britannique serait de 1,5 % cette année et de 1,1 % l'an prochain. Elle resterait freinée par une contribution négative du commerce extérieur. Les tensions commerciales et les incertitudes géopolitiques sont, comme lors de notre précédente prévision, 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. Le prochain budget pourrait s'avérer plus restrictif que prévu si, comme cela est probable, l'Office for Budget Responsibility (OBR) révisé à la baisse ses perspectives de croissance pour l'économie britannique. Cela réduirait les marges de manœuvre que s'est fixées Rachel Reeves, la chancelière de l'Échiquier, pour

respecter ses règles budgétaires, et la conduirait à chercher des recettes supplémentaires. Rachel Reeves évitera sans doute d'alourdir la fiscalité des entreprises, déjà mises à contribution avec la hausse du taux de cotisations sociales d'avril dernier, et devrait alors se tourner vers les ménages. Mais, sauf à remettre en cause le programme des travaillistes de 2024, ce qui pourrait finalement se révéler inévitable, elle ne pourra pas augmenter la fiscalité sur les personnes qui travaillent, et devrait faire porter l'effort sur les retraités, ce qui serait très impopulaire. Le budget 2026 s'annonce comme un exercice particulièrement périlleux.

Royaume-Uni : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

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

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

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

Sources : ONS QNA, prévision OFCE octobre 2025.

États-Unis : nouveau régime ?¹

Dès les premières semaines de son deuxième mandat, Donald Trump a relancé la guerre commerciale, annonçant plusieurs hausses des droits de douane et multipliant les menaces à l'encontre des partenaires commerciaux des États-Unis. Les tensions furent ensuite accentuées avec les annonces de droits réciproques le 2 avril, suspendus une semaine plus tard. Il en a résulté une forte incertitude sur la politique économique américaine mais aussi sur celle de ses partenaires commerciaux. Cette situation s'est rapidement reflétée dans la conjoncture du premier semestre. Après une contraction du PIB au premier trimestre 2025 (-0,2 %), en lien avec une forte hausse des importations, la croissance a rebondi le trimestre suivant (0,9 %). Au-delà des fluctuations liées au commerce extérieur, la demande intérieure montre quelques signes d'essoufflement qui pourraient bien anticiper un ralentissement plus durable de l'activité. En outre, après avoir baissé en début d'année, l'inflation repart à la hausse. Dans ces conditions, la Réserve fédérale poursuivra-t-elle la baisse des taux réenclenchée en septembre, ou restera-t-elle prudente tant que l'inflation ne converge pas vers sa cible ? Quant à la politique budgétaire, les mesures de baisses d'impôt soutiendront-elles l'activité ou seront-elles contrecarrées par les baisses de dépenses ?

Les prémisses d'un ralentissement

Plus encore que lors de son premier mandat, Donald Trump fait de la politique tarifaire une pierre angulaire de son programme économique. Les premières hausses ne furent effectives qu'au mois de mars 2025 mais ont influencé le commerce extérieur dès le mois de janvier. Les importations ont fortement augmenté au cours du premier trimestre, reflétant une anticipation des achats pour échapper à une taxation future plus élevée. En volume, la hausse des importations de biens s'est élevée à 12,9 % sur le seul mois de janvier. Sur l'ensemble du premier trimestre il y avait 18,9 % d'importations supplémentaires de biens par rapport au quatrième trimestre 2024. Le mouvement s'est

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

ensuite brutalement renversé si bien qu'en avril, le volume total d'importations de biens était repassé 5 % sous le niveau de décembre 2024². Même si la dynamique fut moins marquée pour l'ensemble des importations de biens et services, il en a résulté une contribution négative du commerce extérieur à la croissance au premier trimestre (-1,3 point) suivie d'une contribution positive (+1,4 point)³. Les fluctuations des importations ont eu pour corollaire un stockage important au premier trimestre, contribuant pour 0,7 point à la croissance, suivi par un déstockage de même ampleur. Cette dynamique conjointe du commerce extérieur et des stocks explique ainsi largement la contraction du PIB de -0,2 % au premier trimestre puis la hausse de 0,9 % au trimestre suivant.

Néanmoins, la demande intérieure a donné quelques signes de fléchissement. La consommation des ménages n'a augmenté que de 0,4 % en moyenne sur les deux premiers trimestres alors qu'elle progressait de 0,8 % en moyenne trimestrielle en 2023 et 2024. Ce fléchissement s'explique surtout par une hausse du taux d'épargne de 0,6 point en l'espace de deux trimestres, qui pourrait être liée à l'incertitude entourant la politique économique. Le pouvoir d'achat du revenu disponible a continué de progresser à un rythme proche de celui observé en 2023 et 2024. Par ailleurs, avant même l'adoption du budget 2026, la consommation publique a reculé au cours du semestre, reflétant sans doute les réductions de dépenses mises en œuvre dans le cadre de la mission sur l'efficacité de la dépense gouvernementale confiée à Elon Musk en début d'année⁴. Finalement, la demande intérieure fut plutôt tirée par l'investissement privé non résidentiel⁵. Sur le marché du travail, le taux de chômage a légèrement augmenté, passant de 4 % en janvier à 4,3 % en août. Surtout, les créations d'emploi ont été nettement moins dynamiques, notamment en août (encadré 18.1), ce qui pourrait être annonciateur de perspectives de croissance dégradées d'ici la fin de l'année.

2. En juillet, les importations de biens étaient légèrement remontées, affichant une baisse de près de 3 % par rapport au niveau de décembre 2024.

3. La croissance des exportations fut moins volatile puisqu'elle a augmenté de 0,1 % au premier trimestre puis reculé de 0,3 % le trimestre suivant.

4. Voir Blot C., 2025, « Faut-il couper dans les dépenses fédérales ? », *Le Blog de l'OFCE*, 19 mars, pour plus de détails.

5. Les dépenses d'investissement résidentiel ont baissé au cours des deux premiers trimestres 2025 dans un contexte de taux d'intérêt hypothécaires qui se sont stabilisés à un niveau élevé.

Après avoir baissé sur les premiers mois de l'année, l'inflation – mesurée par l'indice des prix à la consommation – est repartie à la hausse, passant de 2,3 % en avril à 2,9 % en août. Alors que l'inflation dans les services – hors énergie – a continué de baisser, les prix des biens ont augmenté de 1,5 % en glissement annuel en août 2025 alors qu'ils étaient stables en mars. La hausse du prix des biens pourrait donc intégrer les effets des premières décisions sur les droits de douane, même si elle est antérieure à la prise de fonction de Donald Trump. On observe également une accélération des prix de production de biens depuis avril. En août, ils progressaient de 2,7 % en glissement annuel. Paradoxalement, les prix des importations de biens ont baissé dans leur ensemble depuis janvier⁶. Cette baisse est cependant de moindre ampleur que les hausses de droits de douane, suggérant que les exportateurs ont peu rogné sur leurs marges. L'effet sur l'indice des prix à la consommation pourrait toutefois avoir été amorti par une baisse des marges des distributeurs.

Encadré 18.1. Le marché du travail fléchit

Le marché du travail américain est au cœur de toutes les attentions à la fois parce que ses évolutions pourraient renseigner de la situation conjoncturelle mais aussi parce qu'il jouera un rôle important pour l'orientation de la politique monétaire dans les prochains mois. À cet égard, la dynamique récente témoigne d'une légère dégradation de la situation. La hausse du taux de chômage est certes modérée mais les créations d'emploi au deuxième trimestre 2025 ont atteint leur plus bas niveau depuis 2020. Alors que l'économie américaine a créé en moyenne un peu plus de 500 000 emplois par trimestre depuis mi-2023, ce chiffre est retombé à 280 000 au deuxième trimestre 2025 et pourrait être encore plus bas au troisième trimestre d'après les premières données sur l'emploi de juillet et d'août. Dans l'ensemble des secteurs industriels privés, il y a même des pertes d'emplois et les créations semblent surtout concentrées dans le secteur de l'éducation et la santé selon les chiffres de l'*Establishment survey* publiés par le Bureau of Labor Statistics (BLS).

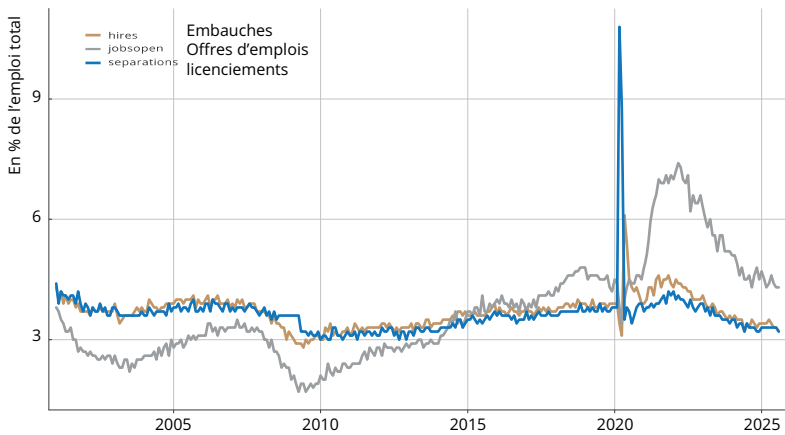
Ce ralentissement ne semble pas s'expliquer par des licenciements plus importants puisqu'en pourcentage de l'emploi total, le taux de licenciement est stable depuis le début de l'année 2021 et oscille entre 0,9 et 1,2 % (graphique 18.1). C'est donc surtout le nombre d'offres d'emplois qui est en repli depuis mars 2022 où ce nombre avait atteint un pic historique à

6. Les indices de prix des importations publiés par le Bureau of Labor Statistics n'intègrent pas les droits de douane.

7,4 % de l'emploi total. Il en avait résulté des tensions importantes sur le marché du travail^(a). Ainsi, l'augmentation du taux de chômage de près de 1 point observée depuis un point bas à 3,4 % en avril 2023 résulte en grande partie de cette baisse des offres d'emploi, même si elle a sans doute été contenue par la baisse du taux de démission et du taux d'activité^{(b)(c)}.

Nous anticipons cependant la poursuite de la dégradation de la situation sur le marché du travail avec une stabilité de l'emploi total sur les trois prochains trimestres. La croissance de l'emploi salarié poursuivrait la baisse observée depuis 2022. En moyenne annuelle, elle passerait alors de 1,3 % à 0,9 % en 2025 puis 0,4 % en 2026.

Graphique 18.1. Entrées et sorties sur le marché du travail



Source : BLS (JOLT).

- (a) Le ratio d'offres d'emplois sur le nombre de chômeurs avait alors atteint un pic à 2. Il se situe désormais autour de l'unité.
- (b) Entre mars 2022 et août 2025, le taux de démission est passé de 3 % à 1,9 %.
- (c) Le taux d'activité, qui mesure la part de la population active dans la population en âge de travailler a baissé de 0,5 point depuis novembre 2023.

Stagflation ?

La situation économique américaine pour la fin de l'année 2025 et pour 2026 sera encore marquée par les effets de la politique commerciale. Les décisions de hausses des tarifs vont continuer à se diffuser progressivement sur les prix, ce qui devrait impacter le commerce extérieur et la consommation des ménages. Selon le *Trade War tracker*⁷, le

7. <https://www.tradewartracker.com/>

tarif moyen pondéré s'élevait à près de 18 % fin septembre, soit une hausse de près de 16 points⁸. L'inflation – mesurée par le déflateur de la consommation – augmenterait pour atteindre un pic à 3,2 % au premier trimestre 2026. La baisse se ferait ensuite progressivement si bien qu'en moyenne sur 2026, elle s'élèverait à 3 %, soit 0,3 point de plus qu'en 2025. Cette hausse rognera le pouvoir d'achat des ménages, malgré les baisses d'impôts prévues pour 2026 (*One Big Beautiful Bill Act*). La consommation des ménages ralentirait, passant de 2,8 % en 2024 à 2 % en 2025 puis 1,2 % en 2026. De fait, ces mesures fiscales bénéficieraient relativement plus aux ménages les plus aisés tandis que les classes moyennes et moins favorisées seraient relativement plus touchées par l'augmentation des droits de douane et par la réduction des programmes de dépenses sociales.

La situation des finances publiques s'améliorerait temporairement en 2025 du fait de la baisse des dépenses, estimée à près de 0,7 point de PIB, mais aussi par la hausse des recettes liées à l'augmentation des droits de douane. Pour 2026, l'impulsion budgétaire serait positive du fait des mesures de baisse d'impôts et notamment la prolongation du TCJA (*Tax Cuts and Jobs Act*), voté en 2018. Côté dépenses, les baisses supplémentaires prévues dans le projet de budget 2026 seraient limitées⁹. Le déficit budgétaire passerait de 7 % du PIB en 2024 à 6,3 % en 2025, puis remonterait à 6,5 % en 2026. Le soutien principal à la croissance pourrait venir de la politique monétaire. La baisse des taux amorcée en septembre se poursuivrait mais à un rythme modéré – quatre baisses supplémentaires d'ici la fin de l'année 2026 – en raison des tensions inflationnistes qui s'accroîtraient en 2026. Pour autant, le ralentissement de l'économie américaine serait significatif, avec une croissance annuelle de 1,6 % en 2025 puis de 1,7 % en 2026. Ce ralentissement se répercuterait sur le marché du travail qui resterait atone jusqu'en début d'année 2026. Dans ces conditions, le taux de chômage atteindrait 4,6 % en début d'année 2026 et se stabiliserait à ce niveau ensuite.

8. Selon l'OMC, le tarif moyen pondéré appliqué par les États-Unis s'élevait à 2,2 % en 2024.

9. Selon l'analyse du [Congressional Budget Office](#), les baisses prévues des dépenses d'éducation, de santé ou sur les programmes d'aide alimentaire seront en effet compensées par une augmentation des dépenses militaires ou de sécurité intérieure. Ces prévisions pourraient cependant être remises en cause par le blocage des administrations publiques (*shutdown*) qui a débuté le 1^{er} octobre.

États-Unis : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

En %	2025				2026		2024	2025	2026
	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
PIB^a	-0,2	0,9	0,1	0,1	0,4	0,6	2,8	1,6	1,7
PIB par habitant^a	-0,3	0,8	-0,1	-0,0	0,3	0,4	1,9	1,0	1,1
Consommation des ménages^a	0,2	0,6	0,3	0,1	0,2	0,4	2,9	2,2	1,2
Consommation publique^a	-0,4	-0,3	-0,1	0,0	0,2	0,2	3,3	0,7	0,5
FBCF totale^{a,b} dont :	1,5	1,0	0,1	0,3	0,7	1,1	3,5	2,7	3,0
<i>productive privée^a</i>	2,3	1,8	0,2	0,4	0,8	1,2	2,9	3,7	3,6
<i>logement^a</i>	-0,2	-1,3	-0,4	0,1	1,0	1,4	3,2	-1,3	2,7
<i>APU^{a,b}</i>	0,4	0,8	0,1	0,1	0,1	0,1	5,9	3,2	0,7
Exportations de biens et services^a	0,0	-0,5	0,1	0,3	0,7	0,7	3,6	0,8	1,9
Importations de biens et services^a	8,4	-8,3	0,3	0,2	0,2	0,2	5,8	3,6	-1,3
<i>Contribution à la croissance de PIB</i>									
Demande intérieure hors stocks^a	0,4	0,6	0,2	0,1	0,4	0,5	3,2	2,2	1,6
Variations de stocks^a	0,7	-0,8	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,3
Commerce extérieur^a	-1,3	1,4	-0,0	-0,0	0,0	0,0	-0,5	-0,5	0,4
Prix à la consommation (IPCH), t/t-4^c	2,7	2,5	2,9	3,0	3,1	3,1	3,0	2,8	3,0
Taux de chômage^d	4,1	4,2	4,3	4,5	4,6	4,6	4,0	4,3	4,6
Solde courant, en % de PIB^e	—	—	—	—	—	—	-4,0	-4,0	-3,0
Solde public, en % de PIB^e	—	—	—	—	—	—	7,0	6,1	6,3
Dettes publiques, en % du PIB^e	—	—	—	—	—	—	121	122	124
Impulsion budgétaire, en points de PIB^f	—	—	—	—	—	—	-1,2	-0,4	1,0

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

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

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

Sources : BLS, BEA-NIPA, prévision OFCE octobre 2025.

Japon : la croissance résiste malgré l'inflation¹

L'économie a résisté au premier semestre 2025

Après une baisse du PIB entre le troisième trimestre 2023 et le premier trimestre 2024, le Japon a renoué avec la croissance depuis lors, même si elle s'est un peu tassée au premier trimestre 2025. Depuis fin 2024, le rythme de croissance de la consommation privée a été faible, pâtissant de l'augmentation de l'inflation. La progression du revenu des ménages a été moins dynamique début 2025 qu'en 2024 (5,8 % en moyenne en termes nominaux). Le revenu a certes été soutenu par les revenus de la propriété et une légère accélération de l'emploi (+0,8 % sur un an au deuxième trimestre 2025). Mais les salaires nominaux par tête n'ont pas progressé aussi vite qu'en 2024 (2,6 % sur un an au deuxième trimestre 2025) et ils ont crû moins vite que les prix. Le taux d'épargne est resté quasiment stable, à 3,5 % du revenu disponible, soit toujours au-dessus du niveau moyen pré-Covid (2,8 % en moyenne en 2019). L'investissement productif a quant à lui bien résisté malgré l'incertitude commerciale, avec une croissance de 0,6 % en moyenne par trimestre début 2025, porté par l'augmentation des profits et le maintien de conditions de financement accommodantes.

Le profil du commerce extérieur a été chahuté, principalement du côté des services. Les exportations de biens ont en revanche bien résisté durant le premier semestre 2025. Selon le Cabinet Office (agence dépendant du Premier ministre), les constructeurs automobiles ont dans un premier temps compensé la hausse des tarifs douaniers en baissant leurs prix à l'exportation vers les États-Unis, ce qui a permis de limiter la baisse des volumes d'exportation et de la production². Par ailleurs, les exportations liées aux nouvelles technologies ont poursuivi leur croissance, tout comme celles vers les autres pays asiatiques (hors Chine). Finalement, les exportations de biens ont progressé de 1,9 % en volume au deuxième trimestre 2025 et le déflateur des exportations de biens a reculé de 5 % sur un trimestre, pour la première fois depuis 2020.

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

2. Cabinet Office, 2025, « [Recent economic developments](#) », Monthly Economic Report, 6 août.

L'inflation japonaise reste élevée

Après être revenue entre 2 % et 3 % en 2024, l'inflation a de nouveau fortement progressé fin 2024 et début 2025, pour atteindre un pic à 4 % en janvier 2025 (graphique 19.1). Elle a ensuite baissé, mais sur les six premiers mois de l'année 2025 elle a été de 3,6 % en moyenne. La contribution des produits hors alimentation et énergie à l'évolution de l'indice des prix à la consommation (IPC) ayant été de « seulement » 1,2 point de pourcentage sur cette période, ce sont l'alimentaire et l'énergie qui ont fortement joué sur la dynamique de l'IPC. L'électricité a de nouveau contribué autour de 0,5 point à l'inflation, avant que l'impact de la baisse du prix du pétrole et surtout les subventions du gouvernement de juillet à septembre 2025 sur le prix de l'électricité et du gaz³ conduisent à une contribution légèrement négative de cette composante à l'IPC.

Surtout, l'alimentation totale contribue pour près de 2 points à l'inflation : depuis le début de l'année 2025, la progression des prix des denrées alimentaires a été comprise entre 6,5 et 8 % sur un an. Malgré le faible poids du riz dans l'IPC (0,6 %), sa hausse est telle (entre 70 et 100 % sur un an) que sa contribution à l'inflation est de l'ordre de 0,5 point depuis octobre 2024⁴. Les autres prix alimentaires contribuent donc pour 1,5 point à l'inflation (encadré 19.1).

Encadré 19.1. Comment expliquer la hausse des prix alimentaires ?

Si l'on considère les produits alimentaires autres que le riz, comment expliquer l'augmentation de leurs prix ? Dans une récente étude^(a), la banque centrale du Japon (Bank of Japan, BoJ) a estimé un VAR avec cinq variables : l'IPC (hors produits frais et riz), la composante riz de l'IPC, les prix à l'importation en yens des aliments et boissons, l'écart entre le taux de chômage effectif et le taux de chômage structurel, des anticipations d'inflation de moyen-long terme. Elle en conclut que la hausse de l'IPC alimentaire s'explique dorénavant principalement par la transmission du prix du riz aux

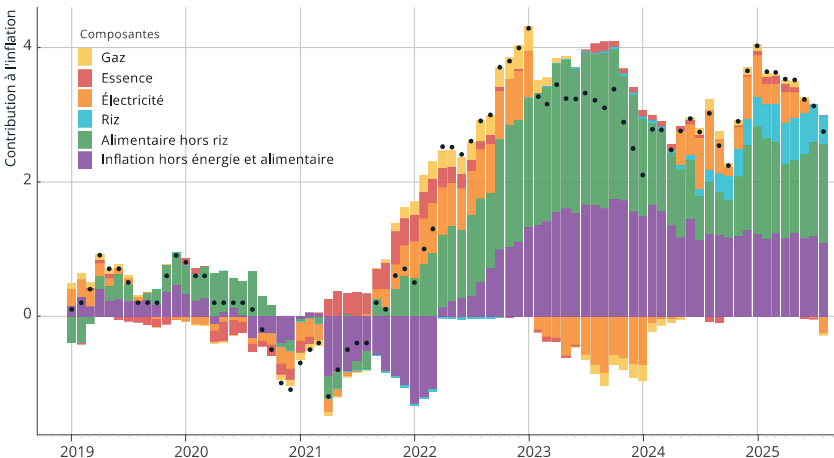
3. Le gouvernement a de nouveau subventionné le gaz et l'électricité pour diminuer la facture énergétique de juillet à septembre 2025. Il y aurait donc un rebond de cette composante dans l'inflation en octobre. Cette mesure mise en place en janvier 2023 de façon temporaire est régulièrement utilisée pour réduire l'inflation énergétique.

4. Les conditions météorologiques défavorables ont entraîné une baisse de la production en 2023. La vente par le gouvernement d'une partie de ses réserves de riz à partir de mars 2025 et la récolte de 2025 n'ont pour l'instant pas permis d'inverser fondamentalement la tendance. Le plan du gouvernement annoncé début août pour augmenter la production de riz prendra du temps et les effets ne seront visibles que dans quelques années.

autres prix alimentaires, après avoir été tirée par la hausse des prix des denrées alimentaires importées (jusqu'à la récente appréciation du yen et la stabilisation du cours d'un certain nombre de céréales). Une de ses explications est que les entreprises commercialisant des produits alimentaires ont davantage répercuté les hausses passées des prix des céréales et plus récente du riz sur leurs prix de vente, dans un contexte où l'inflation augmentait, après des années de faible progression des prix. Comme les prix des denrées alimentaires font l'objet d'une forte attention des agents, leur hausse contribue à accroître les anticipations d'inflation à court terme, ce qui a un impact également sur la formation des prix dans le commerce de détail. Selon une enquête citée par Tamura Naoki^(b), un des membres du conseil de la BoJ, la hausse des prix alimentaires est de plus en plus expliquée par les entreprises par l'augmentation des coûts de distribution. L'énergie et le taux de change jouent en revanche un moindre rôle que précédemment. Quant au coût du travail, il est également de plus en plus cité par les entreprises alimentaires comme un des facteurs de la hausse des prix.

- (a) Bank of Japan, 2025, « Box 3: Background and Impact of the Recent Rise in food Prices », in *Outlook for Economic Activity and Prices*, juillet, pp. 53-57.
- (b) Pour plus de détails, voir Naoki T., 2025, « Economic activity, prices, and monetary policy in Japan. Speech at a meeting with loyal leaders in Okinawa », 16 octobre, Bank of Japan.

Graphique 19.1. Contributions à la croissance de l'indice des prix à la consommation



Sources : Official Statistics of Japan, prévision OFCE octobre 2025.

Un ralentissement sensible à partir du second semestre 2025

Au troisième trimestre 2025, le PIB resterait stable. La contribution du commerce extérieur serait négative et les exportations reculeraient. Nous faisons l'hypothèse que les efforts sur les prix à l'exportation d'un certain nombre d'entreprises japonaises observés début 2025 en attendant la mise en place définitive des droits de douane par l'administration américaine, ne se poursuivraient pas, ce comportement ne pouvant pas être pérenne pour la situation financière des entreprises concernées. L'accord intervenu le 22 juillet 2025 entre le Japon et les États-Unis a fixé le taux de droits de douane⁵, y compris pour les automobiles, à 15 %, hors les produits spécifiques tels que l'acier (50 % depuis le 4 juin 2025). Cet accord diminue l'incertitude des derniers mois et entérine un taux moins élevé que celui dont le Japon était menacé (25 % initialement prévu et 27,5 % appliqués sur les automobiles et les pièces détachées depuis respectivement le 3 avril et le 3 mai)⁶. Néanmoins, ce taux demeure élevé et va peser sur les exportations et sur les profits des entreprises exportatrices, conduisant à un moindre dynamisme de l'investissement productif. Ce dernier progresserait à des rythmes de 0,2 %-0,3 % en moyenne, contre 0,6 % durant les derniers trimestres. Nous anticipons que la politique commerciale américaine réduirait la croissance du Japon de 0,2 point en 2026, sur la base des estimations de McKibbin *et al.* (2024)⁷.

En revanche, les consommateurs pourraient adopter un comportement un peu moins prudent qu'en début d'année, dans un contexte où les salaires seraient plus dynamiques et où l'inflation ralentirait légèrement. D'une part, selon nos hypothèses, la stabilisation du prix du pétrole à 65 dollars en 2026 et la légère appréciation du yen face au dollar, entraîneraient un recul de l'inflation énergétique au premier semestre 2026, comme cela a déjà été le cas au troisième trimestre 2025. D'autre part, le prix du riz devrait baisser légèrement dans les prochains mois avec l'arrivée de la récolte de 2025. L'inflation serait légèrement inférieure à 3 % jusqu'au premier trimestre 2026,

5. Il a été entériné via un décret signé le 4 septembre par le président américain : « [Implementing the United States-Japan agreement](#) ».

6. Les automobiles et pièces détachées représentent 38 % des exportations japonaises vers les États-Unis et le Japon est le troisième plus gros importateur de voitures aux États-Unis, derrière le Mexique et le Canada (en sachant qu'un certain nombre d'entreprises japonaises produisent des véhicules directement dans ces deux pays pour être ensuite exportés vers les États-Unis, ce qui rend aussi sensibles ces entreprises aux accords entre ces trois pays).

7. McKibbin W. J., M. Hogan et M. Noland, 2024, « [The international economic implications of a second Trump presidency](#) », *PIIE Working Paper*, n° 24-20.

puis autour de 2,6 % sur le reste de l'année 2026. Du côté des salaires, les négociations du printemps 2025 rendues publiques en juillet 2025 par Rengo, la plus importante confédération de syndicats, font état d'augmentations de 5,25 %, dont 3,7 % 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 négociées sont donc légèrement supérieures à celles de 2024 (5,1 %) et devraient conduire à des salaires effectifs plus dynamiques, même si une partie seulement des salariés sont concernés. De plus, le salaire minimum va augmenter de 6 % en moyenne en octobre 2025 dans les différentes préfectures japonaises, ce qui soutiendra le revenu des ménages. Les salaires réels par tête pourraient évoluer en territoire positif à partir de fin 2025. L'emploi progresserait de 0,5 % en moyenne chaque trimestre sur un an et cela conduirait à une légère baisse du taux de chômage (2,4 % fin 2026). Dans ce contexte, le taux d'épargne diminuerait à 2 % en moyenne en 2026.

Après avoir laissé les taux directeurs inchangés à 0,5 % depuis janvier 2025, la BoJ poursuivrait sa stratégie de normalisation progressive de sa politique monétaire. Elle remonterait ses taux deux fois à l'horizon de notre prévision : de 0,25 point en décembre 2025, puis à nouveau de 0,25 point de pourcentage mi-2026, pour atteindre 1 %, avec un impact limité sur la croissance. À la suite de la dernière réunion de la BoJ le 19 septembre, lors de laquelle elle a laissé ses taux inchangés, elle a souligné qu'elle aurait envisagé plus sérieusement une hausse du taux directeur, si elle n'avait pris en compte que la situation économique japonaise. C'est l'incertitude concernant le ralentissement de l'économie américaine qui l'a conduite à maintenir un statu quo sur les taux, l'économie japonaise étant particulièrement vulnérable aux chocs externes. La BoJ voulait se laisser un peu de temps pour juger des premiers impacts des tarifs douaniers américains sur les résultats des entreprises japonaises et sur leurs anticipations. Néanmoins, lors de cette réunion, deux des neuf membres du conseil avaient voté pour une hausse à 0,75 %, souhaitant une normalisation plus rapide de la politique monétaire. Elle a également annoncé que si l'activité économique et les prix restaient conformes à ses perspectives⁸, elle relèverait son taux directeur à intervalles réguliers.

8. Selon ses prévisions de fin juillet 2025, l'inflation (hors produits frais) serait de 2,7 % sur l'année fiscale 2025-2026, puis de 1,8 % sur l'année fiscale 2026-2027, conforme à son objectif. Lors de sa prochaine réunion qui aura lieu le 30 octobre, la BoJ s'appuiera sur les nouvelles prévisions de croissance du PIB et des prix qui seront rendues publiques en même temps que sa décision.

Nous faisons l'hypothèse que le changement de gouvernement du 21 octobre 2025 ne remettrait pas en cause notre scénario de politique monétaire (encadré 19.2). Concernant la politique budgétaire, en prenant notamment en compte la hausse des dépenses de défense et les mesures de soutien au pouvoir d'achat des ménages détaillées dans l'encadré ci-dessous, le déficit public se dégraderait de 2,5 % du PIB en 2024 à 3 % du PIB en 2026. La dette publique baisserait de 237 % du PIB en 2024 à 224 % en 2026, en raison principalement d'un déflateur du PIB toujours dynamique. Avec le nouveau gouvernement, la politique budgétaire pourrait être un peu plus expansionniste que dans notre scénario. Étant donné l'acquis de croissance du PIB de 1,1 % mi-2025, la croissance atteindrait 1,3 % sur l'ensemble de l'année, malgré une quasi-stagnation du PIB au deuxième semestre. Elle serait de seulement 0,7 % en 2026 en moyenne, soit légèrement supérieure à la croissance potentielle (estimée à 0,5 %).

Encadré 19.2. Le retour des Abenomics ?

La démission le 7 septembre 2025 de Shigeru Ishiba, Premier ministre depuis octobre 2024, a ouvert une nouvelle période d'incertitude politique au Japon. Après avoir perdu la majorité à la chambre des représentants dès fin octobre 2024, dans un contexte de mécontentement lié notamment aux fortes pressions sur les prix alimentaires, puis au Sénat le 20 juillet dernier, son maintien au poste de Premier ministre devenait délicat. À la suite de son élection à la tête du Parti libéral démocrate (PLD) le 4 octobre 2025, Sanae Takaichi est devenue Première ministre du Japon après un vote du Parlement le 21 octobre (la coalition du PLD avec le parti centriste Komeito n'ayant pas été reconduite, le PLD s'est allié avec le parti JIP-Ishin de centre droit).

Juste après l'élection de Sanae Takaichi à la présidence du PLD, le taux de change s'est déprécié face au dollar, passant de 148 yens à 152 yens, niveau où il est globalement resté depuis lors. Sa volonté d'un rôle plus affirmé du gouvernement dans l'orientation de la politique monétaire et son discours offensif sur la nécessité d'une politique monétaire accommodante ont en effet conduit les marchés à anticiper un maintien des taux directeurs à leur niveau actuel plus longtemps qu'attendu. Sanae Takachi a également mis l'accent sur sa volonté de mener une politique budgétaire expansionniste, autant d'éléments qui rappellent le discours de Shinzo Abe, le Premier ministre dont Sanae Takaichi était proche et qui a mis en place en 2013 les « Abenomics ». Pour mémoire, ces derniers sont le nom donné à la politique à l'œuvre pour relancer l'économie, sortir de la déflation et créer les conditions d'une croissance soutenue, via des réformes structurelles (notamment pour augmenter le taux d'activité)^(a).

Alors que la Boj avait commencé à préparer les marchés à de futures hausses de taux d'intérêt directs, le changement de Premier ministre ne devrait pas changer fondamentalement la donne. Tout d'abord, il faut rappeler que le contexte économique n'est plus du tout le même que celui de 2013 lors de la mise en place des Abenomics : le Japon est sorti de la déflation et le pouvoir d'achat des ménages pâtit d'une inflation proche de 3 %, le yen s'est largement déprécié et l'objectif de la Boj est depuis plusieurs années de limiter ce mouvement. Ensuite, le contexte politique est peu favorable au parti de Sanae Takachi, qui ne bénéficie pas avec ses alliés de la majorité au Parlement et n'a pas les coudées franches pour mener une politique budgétaire largement expansionniste. De plus, les compromis pour former une coalition devraient limiter le plan de relance initialement voulu par Takaichi. Enfin, Shinzo Abe avait nommé spécifiquement un gouverneur de la Boj pour mener cette politique non conventionnelle^(b). Or, le gouverneur actuel, Kazuo Ueda, a pris ses fonctions en avril 2023 dans un contexte de forte hausse de l'inflation et de potentielle sortie de la politique très expansionniste menée depuis 2013, et son mandat prendra fin en 2028.

La Première ministre ne semble donc pas en mesure d'infléchir réellement l'orientation de la politique monétaire. D'ailleurs, un de ses conseillers a certes appelé à un maintien des taux à leur niveau actuel lors de la réunion du 30 octobre 2025, mais en évoquant une augmentation en décembre. De plus, le gouverneur de la Banque du Japon, Kazuo Ueda, a rappelé le 17 octobre après une réunion du G20 que sa position restait inchangée et que la banque centrale continuerait de normaliser sa politique si la confiance dans la réalisation des prévisions s'améliore. Il a indiqué vouloir attendre la dernière minute avant de prendre une décision, en recueillant un maximum d'informations et d'analyses pour la réunion des 29 et 30 octobre.

Du point de vue budgétaire, la Première ministre a annoncé un programme économique pour lutter en priorité contre la hausse des prix. Pour cela, plusieurs mesures ont été évoquées : la suppression d'une taxe sur l'essence, des subventions pour limiter à nouveau les prix de l'électricité et du gaz et la suppression de la taxe sur la consommation pour les denrées alimentaires pendant deux ans. Sanae Takaichi a également insisté sur la nécessité d'investissements publics dans le domaine de la prévention des catastrophes, de la sécurité alimentaire et énergétique, et sur des réductions d'impôts.

(a) Les trois flèches de cette politique étaient ainsi la politique monétaire, la politique budgétaire et les réformes structurelles. La faiblesse du taux d'intérêt s'avérant insuffisante pour mettre fin à la déflation, la Boj avait eu recours à des politiques monétaires non conventionnelles (Quantitative and Qualitative Easing, taux d'intérêt négatifs, contrôle de la courbe des taux), mises en œuvre par Haruhiko Kuroda, fervent partisan d'un assouplissement et nommé par le gouvernement de Shinzo Abe en février 2013. Pour plus d'informations, voir Ciornohuz V., 2016, « Le Japon face à la déflation : quel bilan des Abenomics ? », *Trésor-éco*, n° 184, novembre.

(b) La Boj est officiellement indépendante du gouvernement depuis 1998, mais un contact régulier est considéré comme nécessaire pour assurer que la politique monétaire et la politique économique du gouvernement sont compatibles. De plus, le gouverneur de la Boj, tout comme les autres membres du conseil, est choisi par le gouvernement et sa candidature est ensuite validée par le Parlement.

Japon : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

En %	2025				2026		2024	2025	2026
	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
PIB ^a	0,1	0,5	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1	1,3	0,7
PIB par habitant ^a	0,2	0,7	0,2	0,3	0,3	0,3	0,6	1,8	1,3
Consommation des ménages ^a	0,0	0,4	0,2	0,3	0,3	0,3	-0,1	1,1	1,2
Consommation publique ^a	-0,5	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,9	-0,0	0,2
FBCF totale ^{a,b} dont :	0,7	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	0,1	1,8	1,0
<i>productive privée ^a</i>	0,7	0,6	0,2	0,2	0,3	0,3	1,0	2,2	1,2
<i>logement ^a</i>	1,3	0,5	0,1	0,1	0,1	0,1	-2,1	2,4	0,5
<i>APU ^{a,b}</i>	0,2	-0,6	0,2	0,2	0,2	0,2	-1,3	0,0	0,6
Exportations de biens et services ^a	-0,3	2,0	-0,2	-0,1	0,2	0,2	1,1	3,4	0,8
Importations de biens et services ^a	2,9	0,6	0,3	0,4	0,4	0,4	1,0	4,2	1,6
<i>Contribution à la croissance de PIB</i>									
Demande intérieure hors stocks ^a	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	1,0	0,9
Variations de stocks ^a	0,6	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,4	-0,0
Commerce extérieur ^a	-0,6	0,3	-0,1	-0,1	-0,0	-0,0	0,0	-0,1	-0,2
Prix à la consommation (IPCH), t/t-4 ^c	3,8	3,4	3,0	3,0	2,9	2,7	2,7	3,3	2,7
Taux de chômage ^d	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,4	2,5	2,5	2,4
Dettes publiques, en % du PIB ^e	—	—	—	—	—	—	2,5	2,5	3,0
Impulsion budgétaire, en points de PIB ^f	—	—	—	—	—	—	237	229	224

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

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

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

Sources : Official Statistics of Japan, Cabinet Office, FMI, prévision OFCE octobre 2025.



Chine : l'ombre de la guerre commerciale plane sur la croissance¹

Une conjoncture mouvementée depuis 2022

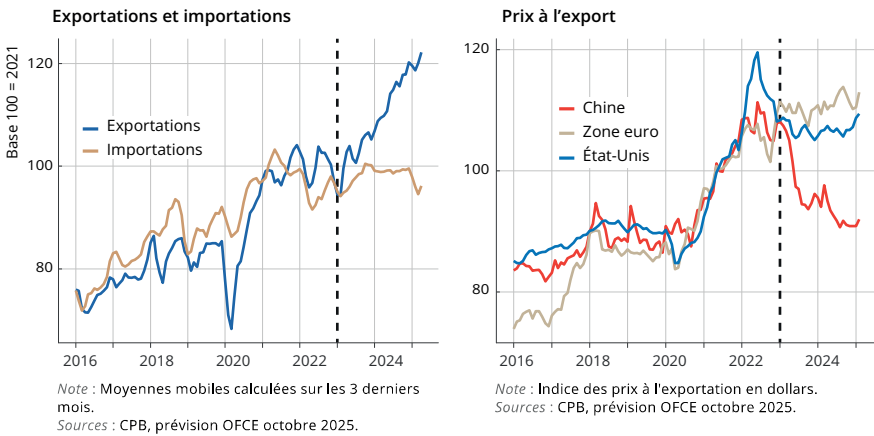
Depuis la politique de libéralisation mise en place par Deng Xiaoping au début des années 1980, la Chine a connu une croissance exceptionnelle. Elle est en 2025 la deuxième économie mondiale par le PIB nominal, la première pour le PIB en parité de pouvoir d'achat ou les exportations. La croissance économique, combinée à la géographie chinoise, a conduit à la formation d'une bulle immobilière dans les années 2010 et au début des années 2020. Inquiètes de ses conséquences pour la stabilité sociale et économique, les autorités ont préféré la faire éclater en 2022 en mettant en place des restrictions sur l'accès au crédit des promoteurs immobiliers. L'activité de la construction a été fortement affectée. Combiné aux confinements liés à l'épidémie de Covid-19, cela a provoqué un fort ralentissement de la croissance économique en 2022. Les statistiques du PIB du National Bureau of Statistics (NBS) chinois affiche un taux de croissance de 3 % pour 2022. Mais les indicateurs à plus haute fréquence suggèrent un effet beaucoup plus marqué (voir tableaux 20.1 et 20.2) et une ouverture probablement assez importante de l'*output gap* chinois. Si la consommation chinoise a récupéré après la levée des confinements, le secteur de la construction résidentiel a lui été impacté plus durablement, créant un écart entre production potentielle et demande domestique². Le réajustement de l'économie chinoise s'est fait par une dévaluation réelle de 15 à 20 % par rapport aux États-Unis et à la zone euro à partir de la mi-2023. Cette dévaluation a rapidement produit ses effets avec une hausse des exportations de biens de presque 20 % depuis alors que les importations stagnaient (voir graphique 20.1). La contribution positive du commerce extérieur de biens sur le PIB chinois

1. Ce texte est rédigé par Elliot Aurissergues, *Département analyse et prévision*.

2. D'autres facteurs ont pu contribuer à la création d'un *output gap* en Chine. Cependant, l'éclatement de la bulle immobilière et les corrections du secteur de la construction nous semblent représenter la principale « histoire » de ces dernières années. Si en termes de valeur ajoutée, le secteur de la construction ne représente que 6 à 7 % du PIB chinois, son impact sur l'économie chinoise va bien au-delà car le secteur utilise énormément d'intrants des autres secteurs. La production de la construction représentait ainsi 25 % du PIB chinois en 2024.

en 2024 est de l'ordre de 2 points de PIB et devrait encore être de 1,5 point de PIB en 2025 même avec un dernier trimestre très dégradé en raison de la guerre commerciale. Fait original, cette dévaluation réelle est passée par la baisse des prix à l'exportation en yuan plutôt que par l'ajustement du taux de change. Ainsi, en 2024, les données de commerce mondial du CPB montrent une baisse du prix des exportations chinoises de 7 % malgré un taux de change stable par rapport à 2023³. Cette baisse des prix de production industrielle concerne également le marché domestique et pousse la Chine dans la déflation. Le déflateur du PIB recule d'environ 1 % par an tandis que les prix à la consommation stagnent depuis 2022.

Graphique 20.1. Commerce extérieur chinois



La contribution positive du commerce extérieur a permis de maintenir une croissance économique de 5 % en 2024 malgré un dynamisme limité de la demande domestique. Plusieurs indicateurs montrent une accélération dans la première partie de l'année 2025. Sur la période janvier-août 2025, la production industrielle croît de 6,2 % contre 5,8 % en 2024. L'indice de production des services progresse également de 5,9 % contre 5,2 % en 2024. Dans l'approche demande, on observe une accélération des ventes au détail (4,6 % contre 3,5 %) même si les mois de juillet et août ont été assez médiocres. La dynamique des variables financières est également positive. Les indices boursiers de Shanghai et Shenzhen sont à leur plus haut depuis 2021.

3. <https://www.cpb.nl/en/wtm/cpb-world-trade-monitor-july-2025>

L'offre de monnaie et quasi-monnaie s'est accrue de 8,8 % entre août 2025 et août 2024 alors que la croissance n'avait été que de 7 % à la fin 2024. Le volume de crédit a augmenté de 20 % sur la période janvier-août par rapport à la même période en 2024. En 2024, la progression par rapport à 2023 avait été de seulement 8 %. Ces différents éléments expliquent une croissance plus soutenue du PIB au premier semestre 2025. Elle a dépassé l'objectif des autorités au T1 (5,4 % par rapport au T1 2024) et au T2 (5,2 % par rapport au T2 2024).

Le secteur de la construction semble en revanche à la peine. La production en valeur a diminué au premier semestre 2025 en comparaison avec le premier semestre 2024. La valeur ajoutée en volume n'a progressé que de 0,7 % sur la même période alors que son taux de croissance était de l'ordre de 3 % depuis 2022. Cela coïncide avec la faible progression de l'investissement en actifs fixes, un indicateur mensuel en valeur dont la construction représente une part importante. Son taux de croissance « accumulé » n'était que de 2,8 % en juin. Les statistiques aux mois de juillet et août ont été encore plus mauvaises, suggérant des difficultés persistantes dans la construction. Plusieurs éléments peuvent expliquer celles-ci. Tout d'abord, il convient de tenir compte de la forte baisse des prix des biens d'investissement. Les prix de production industrielle pour les moyens de production ont diminué de 3,4 % entre août 2024 et août 2025, ce qui peut expliquer les baisses des indicateurs en valeur nominale. Ensuite, le premier semestre 2025 s'est caractérisé par trois jours ouvrables en moins par rapport au premier semestre 2024, ce qui peut avoir

Tableau 20.1. Indicateurs d'activité

	Poids dans le PIB 2022 (en %)	2022	2023	2024	2025
Industrie	32,8	3,6	4,6	5,8	6,2
Services marchands	30,5	-0,1	8,1	5,2	5,9
Construction	6,7	2,9	7,1	3,8	0,7
Services immobiliers	6,1	-3,0	-0,7	-1,8	1,0
Agriculture	7,7	4,4	4,2	3,7	3,9
Services non marchands	16,2	5,4	5,0	3,4	4,2

Note : Les indicateurs retenus sont les indices mensuels de production industrielle pour l'industrie, l'indice mensuel de production des services pour les services marchands, et les valeurs ajoutées trimestrielles pour les autres secteurs. Pour 2025, les données sont exprimées en taux de croissance entre la période janvier-août 2024 et la période janvier-août 2025 pour les indicateurs mensuels. Pour les indicateurs trimestriels, les données se réfèrent au taux de croissance entre janvier-juin 2024 et janvier-juin 2025. Les données pour les valeurs ajoutées trimestrielles ne sont pas corrigées des jours ouvrés.

Source : Préviation OFCE octobre 2025.

impacté fortement l'activité de la construction. Enfin, l'été caniculaire a pu conduire les entreprises du secteur à travailler sur des horaires réduits. Ces deux derniers effets peuvent laisser présager un fort rebond « technique » de l'investissement et de la construction au quatrième trimestre.

Menaces externes et domestiques sur la croissance

Si les perspectives semblent relativement positives par rapport au niveau de croissance « normale » de l'économie chinoise, celle-ci doit affronter des défis significatifs. À long terme, la déflation est une menace importante pour l'économie chinoise. Si les ménages chinois dans leur ensemble sont créanciers nets, une partie importante s'est lourdement endettée pour pouvoir acquérir des biens immobiliers. La déflation accroît la valeur réelle de ces dettes et entraîne un transfert de pouvoir d'achat de ménages dont la propension à dépenser est forte vers des ménages dont la propension à dépenser est faible, ce qui pourrait entretenir la très relative atonie de la consommation des ménages.

À plus court terme, la Chine doit faire face à la guerre commerciale lancée par le président Trump. La Chine, qui subissait déjà des droits de douane relativement élevés (environ 10 %) depuis la première guerre commerciale, a rapidement été la cible de l'administration américaine. Elle a fait l'objet d'un tarif douanier supplémentaire de 10 % dès le mois de mars puis de 34 % lors du jour de la libération. Elle a opté pour la confrontation avec la mise en place d'un tarif similaire sur les importations américaines en Chine. Le jeu des représailles réciproques a rapidement conduit à des droits de douane annoncés supérieurs à 100 %, ce qui impliquerait un arrêt complet du commerce direct entre les deux premières économies mondiales. Malgré l'escalade rhétorique, des négociations ont lieu entre les deux pays. Si un accord global n'a pas encore été conclu à l'heure où nous écrivons ces lignes, les États-Unis ont suspendu leur tarif réciproque pour trois mois une première fois en mai, puis une deuxième fois en août, la Chine suspendant également ses tarifs de représailles. Les droits de douane américains sur les importations chinoises sont aujourd'hui de 40 %. Chine et États-Unis ont également levé certaines restrictions sur les exportations de semi-conducteurs pour les États-Unis, et de métaux rares pour la Chine. Un regain de tension significatif a eu lieu début octobre, marqué notamment par de nouvelles restrictions des exportations de terres rares par la Chine et le retour de tarifs douaniers massifs en représailles de la part des États-Unis.

Les exportations de biens vers les États-Unis représentaient en 2024 environ 14 % des exportations chinoises, soit 2,5 % du PIB chinois. Elles se sont déjà contractées significativement en 2025. Elles ne représentaient plus que 11 % des exportations totales au mois d'août. Ce déclin n'a cependant pas semblé entraver la dynamique générale des exportations jusqu'ici. Une partie du commerce entre les États-Unis et la Chine peut transiter par un pays intermédiaire. Cela serait cohérent avec la montée de la part des exportations vers le Viêt Nam ou la Thaïlande en 2025, deux pays qui jouent déjà ce rôle d'intermédiaire. Vingt à trente pour cent des pertes d'exportation vers les États-Unis seraient ainsi concernées par ce phénomène de « reroutage ». Pour d'autres produits, on a pu assister à un simple jeu de chaises musicales. Les importateurs américains ont fait appel à d'autres fournisseurs mais les clients de ceux-ci se sont tournés vers les producteurs chinois. Enfin, les exportateurs peuvent continuer à prendre des parts de marché aux autres acteurs, notamment par des politiques de prix encore plus agressives, un phénomène de « déversement » craint par les pays européens. Les données douanières chinoises du mois d'août suggèrent effectivement une croissance plus forte des importations européennes en provenance de Chine en 2025 par rapport à 2024. Dix à vingt pour cent des pertes vers les États-Unis pourraient être compensées par des gains vers l'Europe.

Prévisions

Le consensus est aujourd'hui relativement pessimiste sur la croissance chinoise pour les deux années qui viennent. Les prévisionnistes s'attendent en moyenne à une croissance de 4,7 % en 2025 et 4,3 % en 2026. Ce pessimisme peut se justifier par deux éléments. D'une part, les données des mois de juillet et d'août annoncent un troisième trimestre 2025 assez médiocre. D'autre part, en l'absence d'un accord commercial aboutissant à une baisse significative des droits de douane américains sur les produits chinois, la baisse des exportations vers les États-Unis pourrait se poursuivre et ne plus être compensée par des gains dans le reste du monde, ceux-ci étant déjà élevés depuis 2023. Les deux arguments s'entendent. Cependant, le premier nous semble sous-évaluer la dynamique actuelle, notamment celle des variables *forward looking* comme le crédit, et la possibilité d'un rebond technique de la construction fin 2025 et début 2026. En ce qui concerne le deuxième, nous sommes sceptiques sur la signature d'un accord commercial sauf concessions importantes de la partie américaine. Nous

sommes cependant prudents sur l'impact final que cela aura sur les exportations chinoises dans leur ensemble. Pour les marchandises pour lesquelles les États-Unis peuvent trouver des fournisseurs alternatifs, un jeu de chaises musicales nous semble probable. Pour celles pour lesquelles les fournisseurs alternatifs n'existent pas ou n'ont pas les capacités suffisantes, les clients continueront probablement d'importer depuis la Chine même au prix d'un droit de douane élevé. L'autre question centrale est celle de la réaction des autorités chinoises. Celles-ci accepteront-elles de subir des pertes somme toute limitées sur la croissance ou tenteront-elles de compenser ces pertes en stimulant davantage la demande domestique, par exemple en relâchant l'accès au crédit ou en « encourageant » les augmentations de salaire, à l'image de leur politique après la crise financière de 2008. Le contrôle des capitaux, du système bancaire, de la moitié du système productif leur donne des leviers considérables. Elles ont cependant été très prudentes dans l'emploi de ces leviers depuis 2022. La guerre commerciale et son impact finalement limité même dans les prévisions plutôt pessimistes du consensus ne suffira peut-être pas à les faire sortir de cette prudence. La crainte de la déflation pourrait en revanche constituer une puissante motivation et expliquer un certain nombre de signaux faibles : accélération du crédit, vagues de hausse des salaires minimum, protection sociale « élargie »⁴.

Ces différents éléments nous conduisent à une prévision légèrement plus optimiste que le consensus. Nous prévoyons une croissance de 4,9 % en 2025 et 4,6 % en 2026, l'écart entre les deux années reflétant essentiellement l'impact de la guerre commerciale sur les exportations chinoises. En résumé, la Chine reste sur une trajectoire de croissance forte mais vulnérable, où le dilemme central des autorités est de savoir si elles privilégieront la stabilité financière ou la relance de la demande domestique face au risque de déflation.

Tableau 20.2. Prévisions de croissance

	2023	2024	2025	2026
Taux de croissance du PIB	5,4	5,0	4,9	4,6

4. Il ne s'agit pas réellement d'un élargissement de la protection sociale mais d'une application plus stricte des règles existantes. Il existe actuellement une protection sociale pour les retraites, la maladie et le chômage, certes moins développée qu'en Europe mais non négligeable, financée par des cotisations salariales et patronales. Cependant, les autorités toléraient jusque-là qu'employeurs et employés puissent s'entendre pour ne pas payer les cotisations. Elles semblent vouloir mettre fin à cette tolérance.

Émergents : la croissance résiste malgré l'incertitude commerciale¹

La mise en place des surtaxes aux importations américaines sur une partie des produits en provenance du reste du monde frappe de plein fouet les pays émergents, tout particulièrement les pays avec lesquels les États-Unis accusent leurs plus forts déficits commerciaux. L'Asie est la plus visée. Les droits de douane ont été relevés à au moins 20 % dans la plupart des pays, voire 50 % en Inde pour le taux officiel et 30 % en Chine (un moratoire de 90 jours a néanmoins été décrété jusqu'à mi-novembre). En Amérique latine, à l'exception du Brésil où le taux officiel a atteint près de 50 % pour des raisons politiques et du Mexique (25 % sur les produits non compris dans l'accord de libre-échange), la hausse est moindre, 10 %. Compte tenu de l'importance du marché américain dans leurs exportations, les pays d'Asie restent là encore un peu plus exposés, même si plusieurs pays latino-américains, dont au premier chef le Mexique, sont également très engagés². Pour autant, l'économie est restée relativement solide jusqu'alors, les exportations étant plutôt bien orientées au premier semestre. Ce durcissement des conditions tarifaires va peser sur la croissance du commerce mondial dans les prochains trimestres et confirmer le ralentissement déjà engagé. Mais le choc devrait être atténué par une redéfinition géographique du commerce mondial au détriment des États-Unis, et par des aides budgétaires quand les marges de manœuvre existent. La croissance en Asie pourrait passer de 5 % en 2024 à 4,8 % en 2025 et 4,7 % en 2026. En Amérique latine, elle resterait sur des rythmes modérés, de l'ordre de 2 % en moyenne dans l'ensemble des six plus grands pays de la zone.

Une croissance en Amérique latine autour de 2 %

L'évolution des trois plus grandes économies de la zone a continué de diverger. La reprise en Argentine n'a pas fait long feu, avec un léger recul du PIB dès le deuxième trimestre 2025 et une faible croissance

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

2. Pour plus d'informations sur ce point, voir le graphique 2 dans la fiche [Pays émergents d'Asie \(hors Chine\) et d'Amérique latine](#) d'octobre 2024.

prévue d'ici fin 2025. Les prévisions pour le Mexique se sont en revanche améliorées depuis l'annonce d'une pause en août sur les négociations commerciales. Mais l'accord de libre-échange avec le Canada et les États-Unis doit être renégocié mi-2026, ce qui pourrait à nouveau peser sur la croissance en 2026 dans un climat de grande incertitude. Du point de vue monétaire, la détente des taux d'intérêt se poursuit, à l'exception du Brésil où les tensions inflationnistes demeurent. La croissance de la zone serait de l'ordre de 2 % en 2025 et en 2026 (voir tableau 21.1).

Après deux années de récession, l'**Argentine** a renoué avec la croissance du PIB mi-2024, avant que le PIB ne recule à nouveau au deuxième trimestre 2025 et une progression autour de 4 % est attendue sur l'ensemble de l'année 2025 (principalement en raison de l'effet d'acquis). La croissance ralentirait à 2 % en 2026. La thérapie de choc menée par le président Javier Milei depuis fin 2023 a porté ses fruits sur le plan inflationniste et budgétaire, même si les soutiens à la croissance restent fragiles, notamment la consommation des ménages et le commerce extérieur. L'ajustement drastique des finances publiques (les dépenses ont chuté en moyenne de 27 % en 2024), le soutien au peso par des taux d'intérêt élevés et une dévaluation sous contrôle ont ramené depuis cet été et pour la première fois depuis 2021, l'inflation en dessous de 40 % (après 289 % en avril 2024). Le déficit budgétaire de 2023 (5,4 % du PIB) a fait place à un léger excédent en 2024 (0,3 %), mettant fin *de facto* à la création monétaire utilisée jusqu'alors pour financer le déficit, et le gouvernement vise un excédent primaire de 1,6 % en 2025 après 1,8 % en 2024. Le Fonds monétaire international (FMI) a salué les réformes et les primes de risque sur le marché de titres souverains ont baissé jusqu'au mois de juin. Les institutions financières internationales ont déboursé 40 milliards de dollars (dont un prêt de 20 milliards sur quatre ans du FMI) en avril pour soutenir le pays. Ce dernier fait face à une pénurie de réserves de change. Mais cette politique d'austérité brutale trouve ses limites. Depuis juin 2025, le président ne bénéficie plus des pleins pouvoirs qui lui avaient permis jusqu'alors de gouverner par décret et de passer outre son absence de majorité au Congrès. Le veto mis par Milei sur deux textes (portant sur les retraites et le handicap) accusés de mettre en péril l'équilibre budgétaire en 2026 est tombé en août, à la suite du rejet par les deux tiers des représentants à la Chambre puis au Sénat. Alors que les élections législatives de mi-mandat interviendront mi-octobre 2025 (renouvellement de la moitié de la Chambre),

le pays entre à nouveau dans une période de forte instabilité politique et financière, d'autant que les réserves de change sont à un niveau très faible.

Après une moyenne proche de 3,5 % par an depuis 2022, la croissance **brésilienne** s'essouffle. Sur un an, le PIB a progressé de 2,6 % au deuxième trimestre, et les perspectives restent modérées (2,6 % en 2025 puis 1,4 % en 2026). Face à une inflation très au-dessus de la cible visée par la Banque centrale (5,1 % en août pour un objectif de 3 % +/-1,5 point), la politique monétaire est redevenue très restrictive (le taux directeur est passé de 10,75 à 15 % en 10 mois) et les effets commencent à se faire sentir sur la consommation des ménages et l'investissement. Avec un déficit public de 8,4 % du PIB fin 2024 et une dette à 76,5 %, les marges de manœuvre budgétaire pour soutenir l'activité sont étroites : le gouvernement prévoit un excédent primaire de 0,25 % du PIB en 2026 sur la base d'hypothèses qui semblent bien optimistes. À ces difficultés domestiques, le Brésil doit affronter les nouvelles sanctions commerciales américaines. La mise en place d'une surtaxe de 50 % depuis le 6 août, qui concernerait environ un tiers des exportations brésiliennes à destination des États-Unis, devrait impacter l'activité, notamment dans le secteur des machines et biens d'équipement et dans l'industrie agroalimentaire. Pour alléger la charge sur les entreprises exportatrices, un plan Brasil Soberano de 6,3 milliards d'euros a été adopté au mois d'août 2025. L'impact global de ces surtaxes devrait toutefois rester modéré (0,25 point de PIB selon Goldman Sachs), la structure des pays clients étant assez diversifiée, et les États-Unis ne représentant que 12 % du marché brésilien, derrière la Chine (30 %).

Le **Mexique**, premier partenaire commercial des États-Unis, est certes le pays le plus exposé aux mesures douanières des États-Unis sur leurs importations, mais il bénéficie de l'accord commercial entre les États-Unis, le Mexique et le Canada (USMCA) et l'imbrication des chaînes de valeur entre les deux pays rend les États-Unis particulièrement dépendants d'un certain nombre de biens importés du Mexique. Ainsi, après des menaces très dures de Donald Trump en début d'année 2025 et la mise en place d'un tarif de 25 % sur les produits non couverts par l'USMCA début mars 2025, des ajustements ont été négociés pour minimiser les perturbations dans le secteur automobile. Malgré ce contexte très incertain, la croissance du PIB a bien résisté, à 0,3 % au premier trimestre 2025 (essentiellement en raison du recul des importations), puis surtout au deuxième trimestre 2025 (0,6 %),

grâce à un rebond de la demande intérieure. En revanche, le commerce extérieur a pesé sur la croissance. La pause de 90 jours décidée fin juillet laisse entrevoir de meilleures perspectives pour la fin d'année 2025 et le début de l'année 2026. Selon les données du site tradewartracker.com, le taux effectif pour le Mexique se situait autour de 4 % fin septembre. En revanche, l'incertitude demeure pour le second semestre de 2026, la révision de l'USMCA devant intervenir en juillet 2026. En prévision de ces négociations et pour satisfaire son partenaire américain, le Mexique a annoncé une hausse des droits de douane sur les voitures chinoises. Cette mesure est comprise dans le budget 2026, ainsi que la hausse d'autres taxes indirectes et de certaines dépenses sociales. L'inflation est inférieure à 4 % en moyenne depuis le début de l'année 2025, c'est-à-dire dans la fourchette cible de la Banque centrale, ce qui a permis à cette dernière d'abaisser plusieurs fois son taux directeur. Celui-ci a été fixé à 7,75 % en septembre 2025 (contre 11,25 % au pic de 2024) et la banque centrale devrait poursuivre cet assouplissement monétaire, favorisant la demande intérieure. La croissance atteindrait 1 % en 2025 et 1,4 % en 2026.

Tableau 21.1. Amérique latine : résumé des prévisions de croissance

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

Sources : Comptes nationaux, prévision OFCE octobre 2025.

Asie : une croissance un peu inférieure à 5 % attendue en 2025 et 2026

Au premier semestre 2025, la hausse de la croissance en Asie a largement reposé sur l'accélération des exportations, en particulier de semi-conducteurs et d'équipements liés à l'intelligence artificielle (IA). L'anticipation d'une forte augmentation des droits de douane américains a conduit les entreprises à accroître leurs exportations avant l'entrée en vigueur de ces mesures. Alors que les performances sont

restées contrastées dans le reste de la région, la croissance s'est renforcée en Chine et en Inde (voir tableau 21.2). En Chine, le PIB a progressé sur un an de 5,2 % au second trimestre, stimulé par la hausse des exportations nettes, des investissements et des dépenses publiques. Le PIB de l'Inde a progressé sur la même période de près de 8 %. Les achats anticipés de produits électroniques ont soutenu l'activité dans certains pays d'Asie (Thaïlande, Indonésie, Philippines, Malaisie). Malgré une hausse temporaire des prix du pétrole provoquée par les tensions au Moyen-Orient, l'inflation est restée maîtrisée dans la région. La plupart des monnaies s'apprécient face au dollar américain, fragilisé par l'incertitude politique et économique aux États-Unis. La hausse des droits de douane américains constitue le principal risque pour l'Asie, cette augmentation pouvant s'appliquer à un plus grand nombre de produits que ce qui est prévu pour le moment.

Tableau 21.2. 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	1,0	1,8
Asie en développement rapide	20,3	4,4	4,0	3,4
Taiwan	3,9	4,8	4,4	2,0
Hong Kong	1,5	2,5	2,5	2,0
Singapour	0,9	4,4	2,3	1,8
Thaïlande	3,6	2,5	2,0	1,8
Indonésie	6,0	5,0	5,0	4,9
Malaisie	1,7	5,1	4,1	4,0
Philippines	2,6	5,7	5,6	5,6
Chine	48,5	5,0	4,9	4,6
Inde	24,4	6,5	6,4	6,5
Asie hors Chine	51,5	5,1	4,8	4,7
Total	100,0	5,0	4,8	4,6

Sources : CEIC, prévision OFCE octobre 2025.

En Inde, le PIB a enregistré une croissance de 7,4 % au deuxième trimestre sur un an, confirmant son statut d'une des économies les plus dynamiques du monde. Relativement peu intégrée au commerce mondial, l'Inde devrait être moins affectée par le relèvement des tarifs douaniers américains que ses voisins, malgré leur taux particulièrement élevé. Sa croissance repose surtout sur la demande intérieure : la consommation des ménages a progressé de 7,0 % sur un an, contre

6,0 % au trimestre précédent. L'investissement public, moteur traditionnel de la croissance, a été dynamique également. L'inflation indienne a reculé à 2,1 % en août, grâce à une bonne récolte, mais reste soumise à la volatilité des prix alimentaires. La réélection de Narendra Modi pour un troisième mandat en 2024 s'accompagne de mesures de soutien, comme la baisse des taux de la taxe sur les biens et services et d'importants investissements publics. Cela permettrait à l'Inde de maintenir une croissance à 6,5 % en 2026.

Le PIB de la **Corée du Sud** a augmenté de 0,7 % au second trimestre 2025 par rapport au trimestre précédent. Après un recul du PIB au premier trimestre dans un contexte de forte instabilité politique (proclamation de la loi martiale en décembre 2024 par l'ancien président), la Corée du Sud a bénéficié d'un rebond des exportations (+4,5 % sur un trimestre), tirées par la demande de semi-conducteurs notamment, et d'une progression de la consommation privée. Les autorités ont en effet adopté deux plans de relance successifs, pour un montant cumulé de plus de 30 000 milliards (Mds) de wons sud-coréens (32 Mds USD), destinés à stimuler la consommation des ménages, aider les petites entreprises et revitaliser la construction. L'industrie est fragilisée par les taxes douanières de 50 % des États-Unis sur l'acier et l'aluminium. L'accord trouvé fin juillet avec les États-Unis permet de limiter à 15 % le taux sur les autres produits, dont les voitures et les semi-conducteurs (contre 25 % en cas d'absence d'accord), mais il pèsera sur le commerce coréen, très exposé aux échanges avec les États-Unis.

En **Indonésie**, la croissance a affiché un rebond à 5,1 % au deuxième trimestre 2025 sur un an. Cette hausse s'explique par la forte dynamique de l'investissement. En effet, ce dernier a augmenté de 2,1 %, une hausse spectaculaire par rapport aux 0,7 % du premier trimestre. Cette progression a largement compensé le ralentissement des exportations nettes et de moindres variations de stocks. À **Singapour**, le PIB a progressé de 4,4 % en glissement annuel au deuxième trimestre (contre 4,1 % au premier), soutenu par les exportations. L'anticipation des mesures tarifaires américaines a temporairement stimulé les échanges régionaux. À **Taiwan**, la croissance est restée très dynamique : après +5,5 % au premier trimestre, le PIB a progressé de 8 % au deuxième trimestre. La forte demande en technologies liées à l'IA a dynamisé les exportations de composants électroniques. La consommation des ménages reste modeste (+0,9 %), freinée par la hausse des prix alimentaires liée aux fortes pluies.

En **Thaïlande**, la croissance a surpris positivement avec +2,8 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2025. Ce résultat reflète une accélération des exportations avant l'entrée en vigueur des nouveaux tarifs américains, ainsi qu'un rebond dans l'industrie manufacturière. En **Malaisie**, la croissance devrait rester robuste, avec un taux de 4,4 % au cours des deux premiers trimestres de 2025, portée par la résilience de la demande intérieure. L'inflation devrait rester modérée, entre 1,5 % et 2,3 % en moyenne. L'économie a été soutenue par une forte consommation privée, des investissements dynamiques, une demande extérieure robuste pour les produits électroniques, et une reprise du tourisme.

L'économie de **Hong Kong** a progressé de 3,1 % en glissement annuel au second trimestre 2025, en légère accélération par rapport à +3,0 % au premier trimestre 2025, principalement soutenue par des exportations robustes et une amélioration de la demande intérieure. La consommation privée a rebondi de 1,9 % (après -1,2 % au premier trimestre 2025), les dépenses publiques ont augmenté de 2,5 % (contre 0,9 %), tandis que la formation brute de capital fixe a progressé de 2,8 % (contre 1,1 %). Les exportations de biens ont bondi de 11,5 % (contre 8,4 %). Les exportations de services ont augmenté de 7,5 % (contre 6,3 %), soutenues par un tourisme dynamique et une croissance continue du commerce transfrontalier.

