

## **ANALYSES PAYS**

### **Perspectives 2026-2027**

---

<b>12. La zone euro résiste</b> .....	99
Par Céline Antonin, Christophe Blot, Sabine Le Bayon	
<b>13. Royaume-Uni : sous tensions</b> .....	113
Par Catherine Mathieu	
<b>14. États-Unis : économie de guerres</b> .....	121
Par Christophe Blot	
<b>15. Chine : la continuité dans le changement</b> .....	131
Par Elliot Aurissergues	
<b>16. Asie : Résilience sous tension</b> .....	135
Par Amel Falah	

---



## La zone euro résiste<sup>1</sup>

L'accélération de l'activité économique s'est poursuivie en 2025 dans la zone euro, avec une croissance du PIB de 1,5 % (après 0,5 % en 2023 et 0,9 % en 2024). La zone euro a été soutenue par l'amélioration de l'activité en Allemagne qui, bien que faible (0,4 %), contraste avec la récession de 2024. La croissance espagnole est restée dynamique (2,8 %), même si elle a légèrement fléchi par rapport à 2024 (3,5 %). Quant à la progression des PIB de la France et de l'Italie, elle a été modeste en 2025. Concernant les autres pays de la zone, l'Autriche est sortie de deux ans de récession et la croissance aux Pays-Bas a augmenté, bénéficiant du rebond de ses exportations au second semestre 2025. Enfin, l'Irlande a vu son PIB progresser de 12,4 % en 2025, contribuant à la croissance de la zone euro pour 0,5 point, contre 0,1 en 2024<sup>2</sup>. Hors Irlande, la croissance de la zone euro aurait été de 0,8 % en 2024 et 1 % en 2025, atténuant le diagnostic d'une amélioration, dans le contexte d'incertitude puis de droits de douane plus élevés avec les États-Unis. Nous prévoyons pour la zone euro dans son ensemble une progression du PIB de 1,1 % en 2026 puis 1,3 % en 2027. Hors Irlande, cela conduit à une accélération progressive de la croissance de la zone, de 0,8 % en 2024 à 1,2 % en 2027. L'impact de la guerre en Iran sur les prix du pétrole et du gaz se fait ressentir sur les prix à la consommation depuis mars 2026 et pèserait sur la consommation des ménages (avec une contribution à la croissance de 0,6 point en 2026 et 2027, contre 0,8 point de pourcentage en 2025). Mais contrairement à 2022, lorsque le choc sur les prix du pétrole et du gaz au début de la guerre en Ukraine s'était ajouté aux pressions inflationnistes liées aux contraintes d'approvisionnement post-Covid, la situation actuelle est très différente. Au quatrième trimestre 2025, l'inflation était de 2 %, contre 4,2 % au dernier trimestre 2021. La hausse des prix resterait limitée dans notre scénario central et reviendrait rapidement autour de 2 %. Dans ces conditions, la Banque

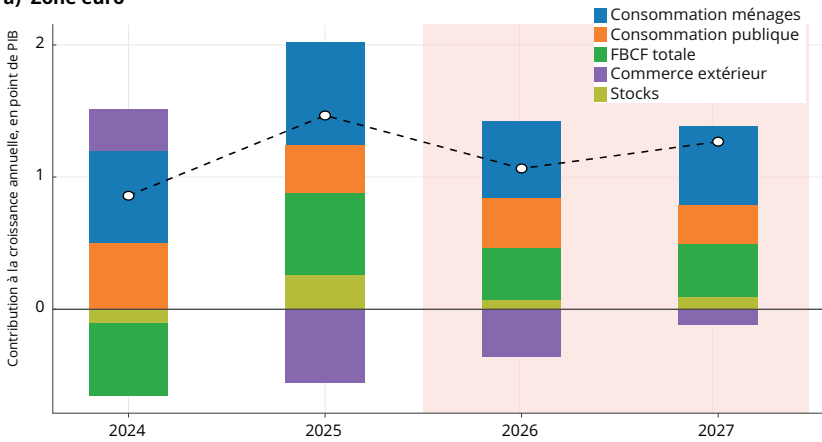
1. Ce texte est rédigé par Céline Antonin, Christophe Blot, Sabine Le Bayon, *Département analyse et prévision*.

2. Cette forte croissance repose sur l'évolution de l'investissement dans le domaine de la propriété intellectuelle, qui connaît de très fortes variations d'un trimestre à l'autre et qui a conduit à une augmentation de 42,8 % de l'investissement total en Irlande en 2025 en moyenne annuelle.

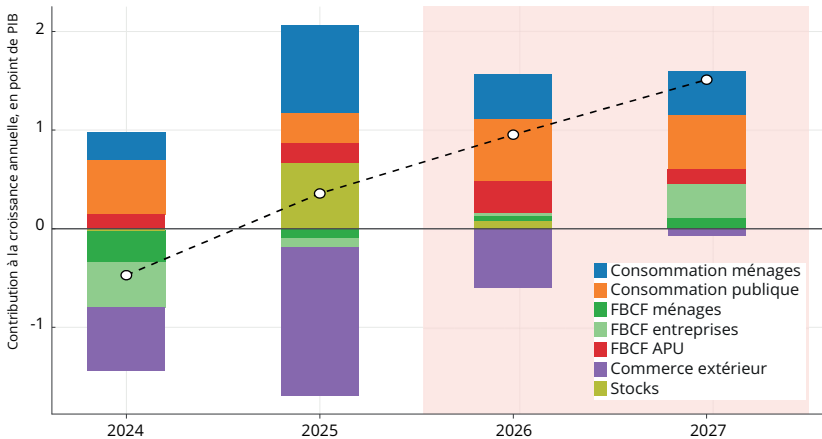
centrale européenne (BCE) éviterait de durcir sa politique monétaire. La croissance s'en trouverait amoindrie mais le mouvement de reprise ne serait pas brisé. L'investissement soutiendrait la croissance de la zone euro en 2026 et 2027, comme en 2025. Quant au commerce extérieur qui avait amputé la croissance en 2025 de 0,6 point, sa contribution négative se réduirait en 2026 et 2027 (graphique 12.1). Le solde public de la zone euro resterait stable à 2,9 % du PIB entre 2025 et 2027.

Graphique 12.1. Contributions 2 à la croissance du PIB

a) Zone euro



b) Allemagne



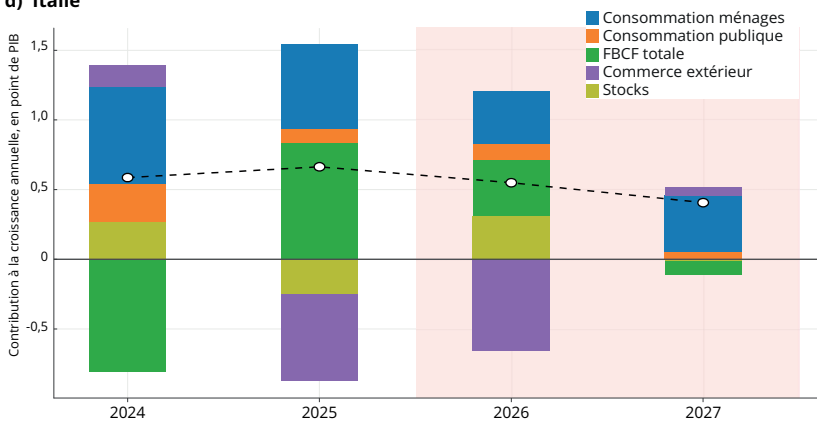
Sources : Instituts nationaux, prévision OFCE avril 2026.

Graphique 12.1. Contributions 2 à la croissance du PIB

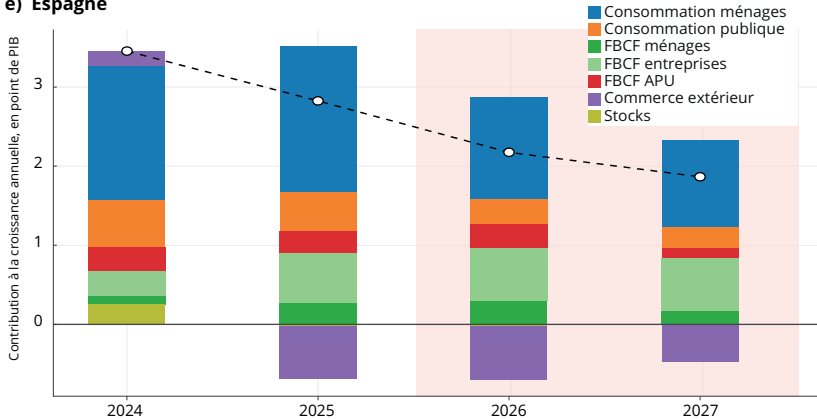
**c) France**



**d) Italie**



**e) Espagne**



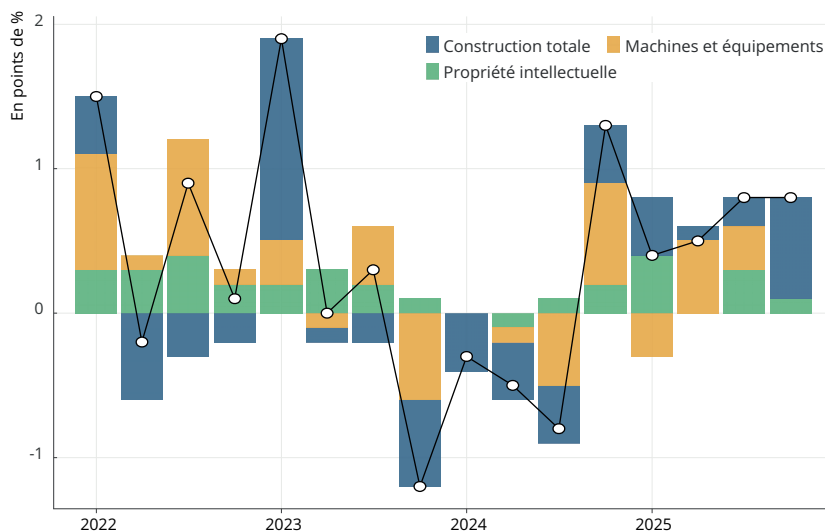
Sources : Instituts nationaux, prévision OFCE avril 2026.

## Un rebond de l'investissement en 2025 soutenu par la baisse des taux d'intérêt

En 2025, le rythme de croissance trimestriel de la consommation privée est resté modéré, dans le sillage d'une progression de la masse salariale de l'ordre de 1,2 % en glissement annuel. Le taux d'épargne s'est stabilisé à un niveau relativement élevé, autour de 15 % depuis deux ans<sup>3</sup>, malgré la baisse des taux d'intérêt et l'augmentation de leur patrimoine net, dans un climat d'incertitude élevé<sup>4</sup>.

Après quatre trimestres consécutifs en territoire négatif, entre le quatrième trimestre 2023 et le troisième trimestre 2024, la croissance de l'investissement de la zone euro (hors Irlande) est redevenue positive (graphique 12.2). L'investissement a bénéficié de la baisse des taux d'intérêt initiée en juin 2024 par la BCE et qui s'est répercutée sur les taux bancaires, que ce soit dans l'immobilier ou auprès des entreprises. Le rebond de l'investissement a été manifeste en Allemagne, en France et en Italie après un recul en 2024 dans ces trois pays. L'investissement a continué d'accélérer en Espagne.

Graphique 12.2. Évolution de l'investissement dans la zone euro (hors Irlande)



Sources : Eurostat, calculs OFCE.

3. Sur la période 2010-2019, le taux d'épargne moyen des ménages était de 12,5 %.

4. Pour plus de détails sur l'évolution du taux d'épargne dans la zone euro depuis la pandémie, voir Dimou M., M. Flaccadoro et J. Gareis, 2025, « [Le taux d'épargne des ménages revisité : dynamique récente et facteurs sous-jacents](#) », *Bulletin économique de la BCE*, n° 8, pp. 72-77.

Du côté des entreprises, la réduction des taux sur les nouveaux crédits a été de l'ordre de 2 points dans les pays de la zone euro depuis le pic de fin 2023, favorisant la reprise des prêts et donc de l'investissement. La baisse des taux immobiliers a été moindre, de l'ordre de 0,5 point en France et en Allemagne. Elle a été plus importante en Italie et surtout en Espagne, où la proportion d'endettement des ménages à taux variable est plus élevée que dans les autres grands pays de la zone euro. En janvier 2026, l'encours des crédits à destination des ménages et des entreprises de la zone euro progressait à un rythme annuel de 3 %, laissant présager une poursuite de la reprise de l'investissement.

### **Le commerce extérieur s'est dégradé au cours de l'année 2025**

Après un premier trimestre particulièrement dynamique – porté par une anticipation des droits de douane américains –, les exportations de la zone euro ont ensuite marqué le pas au deuxième puis au quatrième trimestre 2025. Le taux de croissance annuel de 2,2 %, bien qu'il surpasse les performances de 2023 et 2024, doit donc être interprété avec prudence dans la mesure où il reflète en grande partie l'effet d'acquis à la fin du 1<sup>er</sup> trimestre 2025. Malgré un climat incertain, les exportations ont fait preuve d'une relative résistance sur le reste de l'année 2025. Cette dynamique traduit en grande partie l'évolution des exportations vers les États-Unis, qui ont fortement augmenté au premier trimestre 2025 (+18 % sur un an) avant de baisser les trois trimestres suivants (-5 %).

Du côté des importations, la dynamique présente un profil assez comparable, quoique légèrement plus vigoureux. Les progressions marquées du premier et du troisième trimestres ont plus que compensé le repli observé en fin d'année, portant le taux de croissance annuel des importations à 3,7 %. Ce regain d'activité pourrait refléter une demande intérieure plus robuste, voire des effets d'anticipation liés aux incertitudes tarifaires.

Finalement, l'écart entre la progression des importations et celle des exportations s'est traduit par une contribution négative du commerce extérieur à la croissance du PIB de la zone euro, à hauteur de -0,6 point en 2025. Il convient toutefois de noter qu'une partie de ces importations, liée aux comportements de restockage, a simultanément soutenu la variation de stocks, dont la contribution s'établit à +0,3 point.

Si l'on se concentre sur le commerce bilatéral avec la Chine (hors Hong Kong), on constate une forte augmentation des importations en volume de la zone euro en 2025 (+9,7 %) et une chute des exporta-

tions en volume (-10,4 %). Cette chute des exportations vers la Chine s'explique par des facteurs conjoncturels et structurels. Ainsi, la demande intérieure chinoise reste durablement atone depuis la crise immobilière de 2021, qui a fortement déprimé la consommation des ménages et réduit les besoins d'importation en biens de consommation et intermédiaires. Par ailleurs, la stratégie « *Made in China 2025* », lancée en 2015, vise à substituer une production locale à haute valeur ajoutée aux importations en provenance des économies avancées, pénalisant directement les exportateurs européens. Enfin, la Chine a progressivement réorienté ses approvisionnements vers les marchés émergents, au détriment de ses partenaires traditionnels que sont l'Union européenne (UE) et les États-Unis<sup>5</sup>.

Depuis 2024, on observe une perte de parts de marché dans les quatre grands pays de la zone euro, Allemagne en tête (graphique 12.3). Ainsi, confrontées à la fermeture du marché américain, les entreprises chinoises semblent avoir réorienté leurs exportations vers la zone euro. D'après des estimations empiriques issues de la première guerre commerciale sino-américaine (2018-2019), Emlinger *et al.*<sup>6</sup> montrent qu'un choc tarifaire américain entraîne une contraction rapide des exportations chinoises vers les États-Unis (-20 % après 6 mois, -30 % après 15 mois), concomitante à une hausse significative des exportations vers l'UE (+14 % à +17 % pour les mêmes produits<sup>7</sup>). Au total, environ 27,7 % des flux perdus sur le marché américain sont redirigés vers l'UE à horizon d'un an. Surtout, l'analyse des importations européennes indique que cette hausse des flux en provenance de Chine ne se substitue pas aux importations en provenance du reste du monde, mais s'y ajoute. Elle se traduit donc par un renforcement direct de la pression concurrentielle sur les producteurs de la zone euro. Appliqués à l'épisode tarifaire de 2025, ces résultats suggèrent une augmentation de l'ordre de 27,7 milliards de dollars des exportations chinoises vers l'UE imputable à la redirection du commerce, soit environ 5,6 % du niveau des exportations chinoises vers l'UE en 2024.

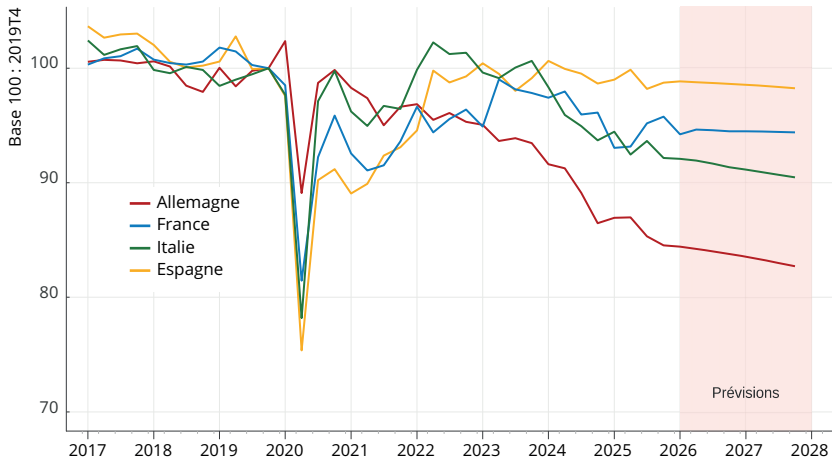
---

5. Voir *Bulletin économique de la BCE*, n° 8, 2025.

6. Emlinger C., I. Mejean, K. Lefebvre et V. Vicard, 2026, « La redirection du commerce chinois vers l'UE consécutive aux droits de douane de Trump », in : « Commerce mondial : entre guerre commerciale et conflits armés », *Revue de l'OFCE*, n° 194, encadré 4.1, pp. 50-54.

7. Voir Emlinger C. *et al.*, 2026, art. cité, pour plus de détails.

Graphique 12.3. Parts de marché à l'exportation des quatre grands pays de la zone euro



Note : Les parts de marché sont calculés comme le ratio des exportations sur la demande adressée par le reste du monde.

Source : Prévision OFCE avril 2026.

## Un taux de chômage au plus bas

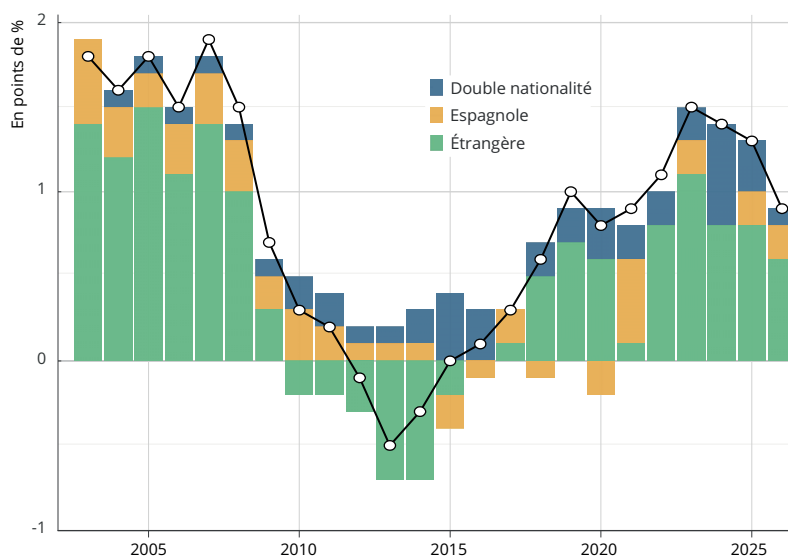
Malgré une conjoncture relativement morose, le taux de chômage atteignait 6,3 % au quatrième trimestre 2025, soit quasiment le niveau le plus bas depuis la création de la zone euro (6,2 % fin 2024). Au sein de la zone, on observe néanmoins parmi les grands pays des évolutions opposées au cours des derniers trimestres. En Espagne et surtout en Italie, la baisse du taux de chômage a été forte, pour atteindre respectivement 9,9 % et 5,6 % au dernier trimestre 2025. En Allemagne, depuis un niveau extrêmement bas, le taux de chômage est remonté à 3,9 % fin 2025. En France, il est également remonté au cours de l'année 2025, atteignant 7,9 % au dernier trimestre 2025.

Alors que la zone euro fait face de façon structurelle à une dynamique de population en âge de travailler défavorable dans les principaux pays, l'immigration et l'augmentation du taux d'activité ont joué un rôle positif sur l'évolution de la population active et ont limité les tensions sur le marché du travail dans plusieurs secteurs<sup>8</sup>. Ce mouvement semble cependant atteindre ses limites dorénavant en Allemagne et en Italie. Au contraire, l'Espagne reste attractive et l'emploi créé est largement occupé par des personnes de nationalité étrangère (encadré 12.1).

### Encadré 12.1. Espagne : un dynamisme de l'économie porté par une forte immigration

La croissance espagnole s'appuie sur la main-d'œuvre étrangère depuis de nombreuses années, l'Espagne étant l'un des pays européens où la population étrangère a le plus augmenté. Ainsi à l'exception de la période post-crise immobilière et financière de 2008, la population de 16 ans et plus progresse principalement grâce à la population de nationalité étrangère. Depuis 2022, cette contribution a été de 0,8 point au moins par an (graphique 12.4), dont la majorité vient d'Amérique latine. En 2022 et 2023, de nombreux immigrés ukrainiens sont venus également accroître la population vivant en Espagne, selon Baron Rault et Simsic<sup>(a)</sup>.

Graphique 12.4. Croissance de la population de 16 ans et plus



Sources : INE, EPA, Prévision OFCE avril 2026.

Cette augmentation de la population étrangère se reflète dans leur contribution à la hausse de l'emploi depuis plusieurs années. Ainsi selon Torres, Fernández et Gómez Díaz<sup>(b)</sup>, entre 2022 et 2025, 65 % des créations d'emplois concernent des personnes étrangères ou ayant une double nationalité. Dans certains secteurs, comme la restauration, le commerce ou la

8. Pour des analyses récentes sur l'impact de l'immigration sur le marché du travail en Europe et sur la croissance, voir Baron Rault A. et Maillefert S.-E., 2025, « Depuis 2019, la main-d'œuvre née à l'étranger a largement contribué à la progression de l'emploi dans les principales économies européennes », *Note de conjoncture de l'Insee*, 17 décembre, et Commission européenne, 2025, « Migration, Mobility and the EU Labour Market », 17 novembre.

construction, les étrangers et binationaux représentent plus de 80 % de l'augmentation de l'emploi.

Cuadrado et Regil<sup>(c)</sup> estiment que la contribution moyenne de la population étrangère à la croissance du PIB/habitant entre 2022 et 2024 est comprise entre 0,4 et 0,7 point de pourcentage, pour une progression du PIB par habitant de 2,9 % en moyenne sur cette période. Ils constatent également que les immigrés plus récents ont un niveau d'éducation plus élevé en moyenne que ceux du début des années 2000.

---

(a) Barono Rault A. et A. Simsic, 2024, « [Le dynamisme économique espagnol depuis la crise sanitaire : miracle ou mirage ?](#) », *Note de conjoncture de l'Insee*, 17 décembre.

(b) Torres R., M. J. Fernández et F. Gómez Díaz, 2025, « [The Spanish Economy's Growth Cycle: Constraints and Outlook Through 2027](#) », *Funcas SEFO*, vol. 14, n° 6.

(c) Cuadrado P. et A. Regil, 2025, « [An Estimation of the Contribution of the Foreign Population in Spain to GDP Per Capita Growth in the Period 2022-2024](#) », *Economic Bulletin – Banco de España*, n° 2025/Q2, art. 10.

---

## Une inflation contenue dans le scénario central

En février 2026, l'inflation atteint 1,9 % en zone euro, soit un niveau proche de la cible de la BCE (après 1,7 % en janvier). Ce chiffre agrégé masque de fortes disparités entre pays : 1,1 % en France, 1,5 % en Italie, 2,0 % en Allemagne et 2,5 % en Espagne. Ces disparités s'expliquent par une forte hétérogénéité de l'inflation sous-jacente, en lien avec la dynamique des salaires. En Allemagne, les salaires conventionnels ont progressé de +5,6 % en 2025. En Espagne, la hausse des salaires s'explique par une politique volontariste de revalorisation du salaire minimum. Depuis 2018, le salaire minimum en Espagne a progressé de 66 %, bien au-delà de l'inflation sur la même période. À l'inverse, en France et en Italie, les salaires négociés ralentissent, contribuant à une moindre pression inflationniste. La France affiche ainsi l'inflation la plus faible de la zone euro en 2025 (0,9 % en moyenne annuelle), avec une inflation sous-jacente également plus contenue que chez ses principaux partenaires.

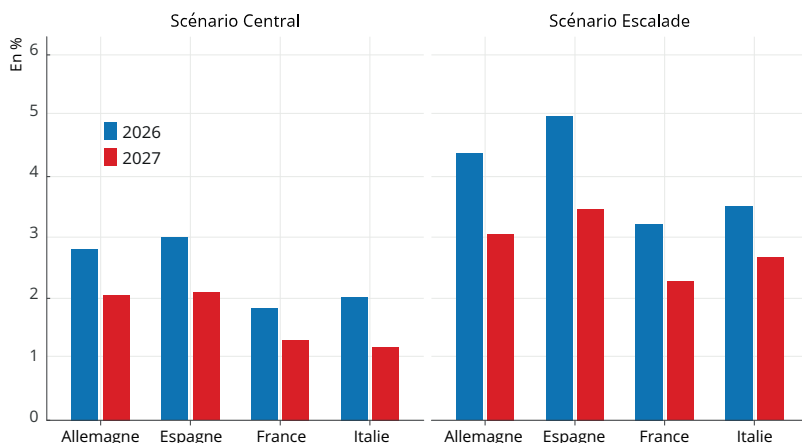
Ainsi, après être revenu autour de 2 % fin 2025, le taux de croissance de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) en zone euro repartirait temporairement à la hausse, atteignant un pic de 2,9 % au deuxième trimestre 2026 (glissement annuel), avant de se replier à 2,5 % en fin d'année. Dans notre scénario central<sup>9</sup>, le taux de croissance de l'IPCH en Allemagne et en Espagne dépasserait à nouveau les

3 %, tandis que le pic serait plus faible en France et en Italie, entre 2 et 2,3 %. L'estimation flash de mars 2026 va dans ce sens : l'inflation a rebondi à 2,5 % pour l'ensemble de la zone euro, sous l'effet de la remontée des prix énergétiques.

Sous l'hypothèse d'un choc sur les prix de l'énergie transitoire, l'inflation en zone euro passerait de 2,1 % en début d'année 2027 à 1,7 % en fin d'année, repassant durablement sous la cible de 2 % de la BCE. La convergence entre pays membres est alors plus nette : l'Allemagne, moteur de la remontée de 2026, reviendrait à 2,0 % en octobre 2027, tandis que la France afficherait les niveaux les plus bas de la zone. L'Espagne resterait légèrement au-dessus des autres, à 2,2 %, confirmant une inflation structurellement plus persistante.

La dynamique salariale combinée à l'inflation énergétique devrait toutefois conduire à une hétérogénéité persistante de l'inflation en zone euro (graphique 12.5). Ainsi, les salaires conventionnels devraient croître d'environ 3 % par an en Allemagne en 2026 et 2027. Par ailleurs, le salaire minimum légal allemand a été relevé à 13,90 euros de l'heure, avec une nouvelle hausse prévue à 14,60 euros en 2027, renforçant les planchers salariaux dans de nombreuses branches.

Graphique 12.5. Impact de chocs énergétiques sur l'IPCH



Source : Prévision OFCE avril 2026.

9. Voir Antonin C. et É. Heyer, 2026, « Énergie et inflation : un choc absorbable sous conditions », *Revue de l'OFCE*, ce numéro, p. 37-44.

Notons que dans un scénario d'« escalade » (graphique 12.5), l'Espagne et l'Allemagne seraient les plus exposés, avec des taux d'inflation dépassant respectivement 5,0 % et 4,4 % en 2026. En 2027, malgré un reflux, l'inflation resterait nettement au-dessus de la cible : entre 2,3 % (France) et 3,5 % (Espagne), ce qui retarderait le retour durable sous les 2 % et compliquerait la conduite de la politique monétaire de la BCE.

### **Un soutien relatif du *policy mix* à la croissance en 2026 et 2027**

Dans la mesure où la hausse de l'inflation serait relativement modérée et transitoire, nous anticipons le maintien des taux à leur niveau actuel de 2 %, contre une possible baisse supplémentaire de taux s'il n'y avait pas eu la crise iranienne. De ce fait, la politique monétaire soutiendrait l'activité de +0,4 point de pourcentage en 2026 et +0,1 en 2027.

Dans ces conditions, la consommation pâtirait de l'inflation en 2026, puis bénéficierait de son ralentissement en 2027. La baisse du taux d'épargne pourrait apporter un soutien à la consommation en 2026 comme en 2027. Dans ces conditions, la consommation privée croîtrait de 1,1 % en 2026 puis de 1,2 % en 2027, soit un rythme légèrement inférieur à celui de 2025. Sur le marché du travail, nous faisons l'hypothèse que le cycle de productivité se refermerait légèrement dans la plupart des pays, impliquant une moindre croissance de l'emploi. En conséquence, le taux de chômage ne décroîtrait que légèrement, à 6,3 % en moyenne en 2027.

La reprise de l'investissement privé serait freinée par une moindre demande et par l'incertitude internationale en 2026, mais bénéficierait toujours de conditions financières favorables. En Italie, la fin du superbonus contribuerait à ralentir l'investissement en construction. L'investissement public serait soutenu en 2026 par les dépenses en défense et en infrastructures en Allemagne, mais aussi par la fin du programme *NextGenerationEU*, notamment en Italie et en Espagne.

La politique budgétaire allemande permettrait au pays de sortir de la stagnation, avec une impulsion de 0,7 point en 2026 comme en 2027 (encadré 12.2). En conséquence, le déficit repasserait au-dessus du seuil de 3 %, mais la dette publique ne progresserait que peu, à 65 % du PIB en 2027. À l'inverse, le déficit italien s'améliorerait, passant sous les 3 % en 2026, pour atteindre 2,7 % en 2027. La dette serait légèrement inférieure à 140 % du PIB. En Espagne, le déficit de

2025 a été meilleur que prévu, à 2,2 % du PIB, contre un objectif de 2,5 % initialement transmis à la Commission européenne, grâce à la vigueur des recettes fiscales (et à l'absence d'indexation des barèmes de l'impôt sur le revenu sur l'inflation), dans un contexte de forte croissance. Les mesures annoncées pour lutter contre l'inflation<sup>10</sup> et qui devraient être en vigueur jusqu'à fin juin 2026 limiteraient la restriction budgétaire, avec une impulsion de -0,1 % du PIB en 2026. En 2027, l'impulsion serait légèrement positive, en lien avec l'augmentation des salaires des fonctionnaires négociée dernièrement. Ainsi, sur l'ensemble de la zone euro, la faible consolidation budgétaire en France et en Italie serait contrebalancée par une politique toujours expansionniste en Allemagne en 2027.

---

### Encadré 12.2. Relance budgétaire : l'Allemagne à contre-courant

Après une trajectoire quasi ininterrompue de réduction de son ratio de dette publique, passé de 81 % du PIB en 2010 à 58,7 % en 2019, l'Allemagne n'a connu qu'une parenthèse haussière en 2020, lorsque la dette a temporairement rebondi à 68 % sous l'effet des mesures liées à la pandémie. Dès 2021, la dynamique baissière a repris et s'est poursuivie jusqu'en 2024. Ainsi, après des années de consolidation contrainte par le « frein à la dette », l'Allemagne a opéré en 2026 un virage budgétaire majeur. La réforme de la Constitution ouvre des marges d'endettement supplémentaires, mobilisées via deux mécanismes dérogatoires au frein à la dette : l'exemption sectorielle pour la défense, et le fonds spécial pour les infrastructures et la neutralité climatique (SVIK), qui finance le maintien et la modernisation des réseaux ferroviaires et routiers.

Au total, l'impulsion budgétaire atteindrait environ 0,7 % du PIB en 2026 et en 2027 (tableau 12.1). En 2026, le coût des mesures atteint 31 milliards d'euros, dominé par les hausses de dépenses (24 milliards d'euros), en particulier la défense (0,3 % du PIB) et les infrastructures (0,3 % du PIB), ainsi que des mesures de soutien énergétique (0,2 % du PIB). Les dépenses de défense au sens de l'OTAN devraient ainsi atteindre 2,8 % du PIB en 2026 (environ 108 milliards d'euros au total). En matière énergétique, le fonds KTF de transformation et du climat prend en charge en 2026 la suppression

---

10. Le gouvernement a adopté des mesures pour un montant de 0,3 point de PIB, dont la moitié concerne des réductions de taxes sur le carburant, l'électricité et le gaz et l'autre moitié des subventions pour les professionnels tels que les agriculteurs et les transports, mais aussi des mesures fiscales pour soutenir la rénovation énergétique et l'achat de voitures électriques (pour plus de détails, voir Banco de España, 2026, « [Fiscal Measures to Mitigate the Impact of the Energy Shock and Their Effects on the Macroeconomic Projections for the Spanish Economy](#) », in : *Macroeconomic Projections and Quarterly Report on the Spanish Economy*, Madrid, Banco de España, box 3, pp. 53-55).

des surcharges de réseau électrique (*Netzentgelte*), allégeant les coûts énergétiques des ménages et des entreprises. Les allègements fiscaux sont en partie compensés par des hausses de prélèvements, notamment la taxe carbone (65 euros/tonne) et la hausse des cotisations maladie, limitant leur effet expansionniste.

L'impulsion en 2027 est comparable avec celle de 2026 : les dépenses demeurent dynamiques (23 milliards d'euros) avec une montée en charge de la défense (0,4 % du PIB). En 2027, le fonds KTF financera en outre la réduction du prix de l'électricité industrielle pour certains secteurs énergivores. Les baisses d'impôts progressent légèrement (8 milliards d'euros), notamment grâce au dégel du barème de l'impôt sur le revenu. En revanche, l'expiration du dispositif de chômage partiel prolongé fin 2026 introduit un léger frein sur les dépenses sociales.

Pour connaître l'impact macroéconomique de ces impulsions sur la croissance, nous appliquons un effet multiplicateur par type de mesure – par exemple le multiplicateur des dépenses militaires est fixé à 0,5<sup>(a)</sup>. Compte tenu de multiplicateurs budgétaires agrégés (de 0,7 en 2026 à 0,6 en 2027), l'impact macroéconomique sur le PIB serait significatif mais modéré : 0,5 % du PIB en 2026 et +0,4 % en 2027. Au total, la politique budgétaire allemande soutiendrait l'activité à court terme, tout en reportant partiellement l'ajustement des finances publiques. Le déficit devrait ainsi avoisiner 3,6 % du PIB en 2027 et la dette publique passerait de 62,7 % du PIB à 65 % du PIB de 2025 à 2027.

Tableau 12.1. Multiplicateur budgétaire et effet économique

Dépenses en % du PIB	2026	2027
Mesures énergie	0,2	0,0
Autres mesures structurelles	0,0	0,0
Dépenses militaires	0,3	0,4
Infrastructures	0,3	0,3
Total	0,7	0,7
Multiplicateur budgétaire	0,7	0,6
Effet économique	0,5	0,4

Source : Prévission OFCE avril 2026.

<sup>(a)</sup> ECB, 2025, « *Economic, Financial and Monetary Developments* », *Economic Bulletin*, n° 6, European Central Bank.

## Zone euro : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

En %	2025		2026				2025	2026	2027
	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
<b>PIB<sup>a</sup></b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>
<b>PIB par habitant<sup>a</sup></b>	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	1,2	0,8	1,0
<b>Consommation des ménages<sup>a</sup></b>	0,2	0,4	0,3	0,2	0,2	0,3	1,5	1,1	1,2
<b>Consommation publique<sup>a</sup></b>	0,7	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	1,6	1,7	1,3
<b>FBCF totale<sup>a,b</sup></b>	1,3	0,6	0,5	0,4	0,5	0,6	3,1	1,9	2,0
<b>Exportations de biens et services<sup>a,c</sup></b>	0,8	-0,4	0,2	0,5	0,5	0,4	2,2	1,0	1,8
<b>Importations de biens et services<sup>a,c</sup></b>	1,8	-0,2	0,4	0,5	0,5	0,5	3,7	1,9	2,2
<i>Contribution à la croissance de PIB</i>									
<b>Demande intérieure hors stocks<sup>a,d,e</sup></b>	0,5	0,5	0,3	0,2	0,3	0,4	1,8	1,4	1,3
<b>Variations de stocks<sup>a,e</sup></b>	0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,0	-0,0	0,3	0,1	0,1
<b>Commerce extérieur<sup>a,c,e</sup></b>	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,0	-0,0	-0,6	-0,4	-0,1
<b>Inflation<sup>f</sup></b>	2,1	2,1	2,0	2,9	2,7	2,6	2,1	2,6	1,7
<b>Taux de chômage<sup>g</sup></b>	6,4	6,3	6,2	6,2	6,2	6,1	6,4	6,2	6,3
<b>Solde public, en % du PIB<sup>h</sup></b>	—	—	—	—	—	—	-2,8	-2,9	-2,9

Notes : <sup>a</sup> En volume, aux prix chaînés. <sup>b</sup> FBCF : Formation brute de capital fixe. <sup>c</sup> Biens et services. <sup>d</sup> Demande intérieure hors variation de stocks. <sup>e</sup> Contribution à la croissance du PIB. <sup>f</sup> Évolution de l'indice des prix à la consommation (IPC ou IPCH selon les pays). Pour les trimestres, glissement annuel (T/T(-4)) des prix. Pour les années, croissance moyenne annuelle des prix. <sup>g</sup> Au sens du BIT, en % de la population active. Pour les trimestres moyenne trimestrielle, pour les années, moyenne annuelle. <sup>h</sup> En % du PIB annuel, en fin d'année.

Sources : Instituts nationaux, Eurostat, prévision OFCE avril 2026.

## Royaume-Uni : sous tensions<sup>1</sup>

La croissance britannique a ralenti en 2025, après avoir été portée en début d'année par l'investissement des entreprises et les exportations. Sans le déclenchement de la guerre en Iran, l'inflation, qui avait atteint 3,9 % en juillet 2025, se serait approchée de 2 % au printemps 2026, ce qui faisait entrevoir des baisses de taux directeurs. Mais, depuis la fin février, la hausse des prix du pétrole et du gaz a donné un coup d'arrêt à cette perspective. Dans notre scénario central, l'inflation ne reviendrait en dessous de 2 % qu'à l'horizon du second semestre 2027, permettant alors l'amorce d'une baisse des taux directeurs de la Banque d'Angleterre. En 2026 et 2027, la politique budgétaire freinerait la croissance, le gouvernement s'étant engagé à ramener le solde public, hors investissement, à l'équilibre en 2028-2029 (après un déficit de 1,6 % en 2025-2026) et à faire baisser la dette nette du secteur public à partir de 2028-2029. Le PIB n'augmenterait que de 0,7 % en 2026 et de 1,2 % l'an prochain. Le taux de chômage, après avoir atteint 5,2 % en décembre 2025, soit une hausse de 0,8 point sur un an, atteindrait 6,4 % au quatrième trimestre 2027.

### **2025 : des exportations marquées par la hausse des droits de douane américains**

Après avoir affiché une hausse de 0,7 % au premier trimestre 2025, le PIB britannique n'a augmenté que de 0,2 % au deuxième trimestre et de 0,1 % aux troisième et quatrième trimestres, soit une croissance de 1,4 % en moyenne annuelle, selon les comptes nationaux publiés le 31 mars. Au quatrième trimestre 2025, le PIB britannique était ainsi supérieur de 5,6 % à son niveau d'avant la crise du Covid-19 (en 2019), soit une hausse similaire à celles du PIB français et de la zone euro hors Irlande (5,7 %), un peu plus faible que celle du PIB de la zone euro dans son ensemble (6,8 %), loin devant l'Allemagne (0,4 %) et plus encore des États-Unis (16,2 %). Au premier trimestre 2025, la croissance a été portée par des facteurs temporaires, en particulier par des investissements des entreprises avant des hausses de fiscalité au

---

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

premier avril. Les comptes nationaux indiquent également une hausse sensible des exportations de biens et services au premier trimestre 2025 (+1,7 % par rapport au quatrième trimestre, selon les derniers comptes), que l'on peut mettre en relation avec la hausse des exportations de marchandises vers les États-Unis, avant l'entrée en vigueur de hausses de droits de douane (25 % sur l'acier annoncés par Donald Trump à partir de mars 2025, 25 % sur l'automobile à partir d'avril, l'incertitude étant alors totale quant aux droits de douane susceptibles de frapper les autres marchandises lors du « jour de la libération », le 2 avril). En valeur, les exportations britanniques de marchandises vers les États-Unis ont augmenté de 6 % au premier trimestre 2025, mais ont reculé de 14 % au deuxième trimestre et ont continué de baisser ensuite (-4,9 % au troisième trimestre et -1,5 % au quatrième). Au total, sur l'ensemble de l'année 2025, le solde bilatéral des échanges de marchandises vis-à-vis des États-Unis affiche un léger déficit (1 milliard de livres, soit 0,03 point de PIB, contre de légers excédents les années précédentes, dont 8 milliards en 2024).

Le 2 avril 2025, 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. Keir Starmer avait alors négocié un accord ramenant la hausse des droits de 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, parvenant à limiter la hausse des droits de douane pour des fleurons historiques de l'industrie britannique, dont certains en difficulté, en particulier dans l'automobile. Selon Trade War Tracker<sup>2</sup>, le droit de douane moyen pondéré appliqué aux importations de marchandises britanniques aux États-Unis était de 5,87 % en janvier 2026 (contre 0,81 % un an plus tôt), soit un taux nettement plus faible que le taux appliqué à l'ensemble des pays (respectivement de 12,37 %, contre 2,58 %) et un peu plus faible que celui appliqué aux importations françaises (respectivement de 7,36 %, contre 1,10 %). Au début avril, les incertitudes sur l'évolution des droits de douane restent élevées, même si elles sont éclipsées par l'éclatement des guerres au Proche-Orient. Dans notre scénario central, de normalisation rapide, ces guerres n'auraient qu'un impact temporaire sur le commerce mondial. Mais, en tout état de cause, les exportations britanniques de marchandises resteront pénalisées à l'horizon des prochains trimestres par une

---

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

compétitivité-prix dégradée et continueront à perdre des parts de marché. Le déficit commercial de marchandises s'est d'ailleurs creusé de 20 milliards pour atteindre 230 milliards en 2025 (7,6 points PIB). Mais le Royaume-Uni a simultanément accru de 20 milliards son excédent de services, qui a atteint 204 milliards en 2025 (6,7 points de PIB), dont un tiers vis-à-vis des seuls États-Unis.

### **2026 : l'inflation ne reviendra pas à 2 %**

L'inflation, mesurée selon l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), est revenue à 3 % en glissement sur un an en janvier et février 2026, après avoir atteint 3,9 % sur un an en juillet 2025. Entre juillet 2025 et février 2026, la hausse des prix alimentaires est passée de 5,1 % en glissement sur un an à 3,3 %, contribuant pour 0,25 point à la baisse de l'inflation totale, les prix de l'énergie contribuant également à faire baisser celle-ci de près de 0,2 point, tandis que l'inflation sous-jacente, en baissant de 3,7 % à 3,2 % contribuait hauteur de 0,4 point.

L'inflation a baissé un peu plus rapidement que nous l'avions envisagé dans notre prévision de l'automne dernier, où elle aurait été de 3,3 % en janvier et de 3,1 % en février, du fait d'une baisse un peu plus rapide de la composante alimentaire et de l'inflation sous-jacente. En avril 2026, la baisse des tarifs du gaz et de l'électricité, annoncée par la chancelière de l'Échiquier avant le début de la guerre en Iran, contribuerait à diminuer l'inflation de près de 0,3 point. À cela s'ajoute le gel des tarifs des transports ferroviaires, qui contribue à ralentir l'inflation sous-jacente. Le gouvernement avait annoncé ces deux mesures, avec l'objectif de redonner du pouvoir d'achat aux ménages.

Lors de la réunion du Comité de politique monétaire (CPM) du 4 février 2026, la Banque d'Angleterre envisageait un retour de l'inflation à 2,1 % en avril. Certains membres du CPM estimaient cependant qu'il ne fallait pas dès à présent baisser le taux directeur, mais s'assurer que l'inflation rejoindrait bien de façon durable la cible de 2 %, via la confirmation du repli de la hausse des salaires nominaux. D'autres membres mettaient en avant le risque de décélération de la demande à court terme, alors que l'inflation s'approchait de la cible de 2 %. Le vote a été partagé entre partisans du statu quo sur le taux directeur (5 membres sur 9) et partisans d'une baisse de 0,25 point (4 membres). Le taux directeur est donc resté inchangé à 3,75 %, le CPM ouvrant cependant des perspectives de baisses pour les mois à

venir. Le début de la guerre en Iran et les hausses des prix du pétrole et du gaz qui en ont résulté ont changé la donne. Lors de la réunion du 19 mars, les membres du CPM ont voté à l'unanimité en faveur d'un statu quo. Le CPM scrutera particulièrement les évolutions des prix de l'énergie et leur répercussions éventuelles sur les salaires et la formation des prix avant de modifier le taux directeur.

Les tensions sur le marché du travail ont continué de s'alléger au cours des derniers mois. Le taux de chômage a atteint 5,2 % en décembre 2025, soit 0,8 point de hausse en un an, et a rejoint son précédent point haut atteint lors de la crise du Covid-19, à l'automne 2020. Les offres d'emplois non satisfaites, qui avaient atteint un pic à la sortie de la crise sanitaire, à l'été 2022, étaient redevenues inférieures au début de 2025 à leur niveau de 2019 et ont continué à baisser jusqu'à l'été dernier avant de se stabiliser. Il reste difficile d'apprécier la situation en termes d'emplois, selon que l'on considère la *Labour Force Survey* (LFS) ou les sources administratives (qui indiquent une hausse moins rapide de l'emploi au cours des derniers mois que la LFS). Sur la base de l'enquête LFS, la productivité horaire avait une tendance de long terme de 0,9 % par an avant la crise du Covid-19, et le cycle de productivité horaire était au quatrième trimestre 2025 de -1,4 %. La croissance de la population active a été soutenue depuis la sortie de la crise sanitaire, notamment du fait d'une hausse de l'immigration (dont des réfugiés ukrainiens et des ressortissants de Hong Kong). Mais après avoir atteint une hausse de 2,6 % sur un an entre le deuxième trimestre 2024 et le deuxième trimestre 2025, la croissance de la population active a ralenti à un rythme trimestriel de 0,35 % au second semestre. Nous faisons l'hypothèse d'un retour à un rythme de croissance annuel de 0,9 % en 2026 et 2027, proche de celui d'avant la crise du Covid-19. Sous l'hypothèse d'une accélération progressive de la productivité horaire du travail, qui atteindrait une hausse de 1,3 % en rythme annualisé en 2027, le cycle de productivité se refermerait partiellement à la fin 2027. Le taux de chômage atteindrait 6,4 % au quatrième trimestre 2027, niveau qu'il avait précédemment atteint en 2008, lors de la crise financière.

Les salaires ont continué de ralentir : ils étaient en hausse de 3,9 % sur un an en décembre 2025 en termes nominaux, contre 5,9 % un an plus tôt ; soit, en termes réels, en hausse respectivement de 0,5 % contre 2,3 %. Le salaire minimum a augmenté le premier avril 2026 de 4,1 % pour le taux horaire adulte (soit à 12,71 livres), afin de rester, comme le souhaite le gouvernement, à 66 % du salaire médian. Cet

objectif serait maintenu en 2027. Selon les enquêtes réalisées par la Banque d'Angleterre, les entreprises prévoient en février dernier des hausses de salaires de 3,4 % pour les 12 prochains mois (après une hausse moyenne de 4 % des accords signés pour 2025) ; estimation revue à 3,6 % selon l'enquête de mars.

Les marchés, qui anticipaient avant la fin février des baisses de taux d'intérêt directs pour les mois à venir, anticipent depuis des hausses. Dans notre scénario central, de normalisation rapide des guerres au Proche-Orient, l'inflation atteindrait 3,4 % en mars 2026 et serait encore de près de 3 % en fin d'année. Elle reviendrait progressivement en dessous de 2 % au second semestre 2027, sous l'effet de la baisse des prix de l'énergie, de la poursuite du ralentissement de la hausse des salaires et de la remontée du taux de chômage. Le taux directeur resterait inchangé jusqu'au second semestre 2027 où il baisserait de 0,25 point. Le soutien de la politique monétaire serait contraint par l'évolution des prix.

### **Politique budgétaire, resserrement annoncé**

La politique budgétaire sera restrictive à l'horizon de la fin 2027, selon le budget présenté en novembre 2025 et confirmé par Rachel Reeves, la chancelière de l'Échiquier, lors du Spring Statement du 3 mars 2026, ce alors que le déclenchement de la guerre en Iran en date du 28 février n'était pas anticipé.

Avant le début de la guerre en Iran, Rachel Reeves avait annoncé une baisse des prix du gaz et de l'électricité pour les ménages, de 6,6 % au 1<sup>er</sup> avril, dans le cadre de mesures de soutien de leur pouvoir d'achat (-0,3 point sur le glissement annuel de l'inflation en avril), contribuant à ramener l'inflation vers 2 % et à faciliter une baisse de taux directeur. Les plafonds des prix du gaz et de l'électricité affichés par le régulateur Ofgem sont en vigueur pour trois mois. Mais, selon les hypothèses de prix du gaz et de pétrole de notre scénario central, la hausse passée des prix de gros sur les marchés du gaz pourrait augmenter les prix du gaz facturés aux ménages de 20 % en juillet. Nous avons supposé que les prix de l'électricité augmenteraient d'autant, comme c'est généralement le cas, mais il n'est pas exclu que la hausse des prix de l'électricité soit un peu moins forte.

Début avril, le gouvernement britannique, comme c'est le cas pour le gouvernement français, ne souhaite pas mettre en place de mesures de soutien généralisé qui atténuerait la perte de pouvoir d'achat liée à

la hausse des prix de l'énergie. Des mesures d'urgence ont cependant été décidées en faveur des ménages qui se chauffent au fioul, ce qui concerne peu de ménages, principalement en Irlande du Nord (coût budgétaire : 53 millions de livres). La chancelière de l'Échiquier a surtout mis en garde les intermédiaires qui tireraient profit de la hausse des prix de gros en augmentant leurs marges. Si les prix des carburants restaient élevés, le gouvernement pourrait renoncer à la hausse de 5 pence sur les droits d'accises prévue en septembre. Des mesures ciblées pourraient être décidées si la crise s'amplifie, mais ce n'est pas notre scénario central.

Pour l'exercice budgétaire 2025-2026 (exercice commençant en avril), le budget prévoit une hausse de 0,8 point de PIB des dépenses publiques, suivie d'une hausse de 0,1 point en 2026-2027 et d'une stabilité en 2027-2028 (tableau 13.1). En 2025-2026, les recettes augmenteraient de près de 1,6 point de PIB, dont 0,7 point de cotisations sociales employeurs (dont le taux a été augmenté de 1,2 point au 1<sup>er</sup> avril 2025), 0,4 point de recettes du fait de la non-indexation du barème de l'impôt sur le revenu et 0,3 point de recettes sur les plus-values (ainsi que de recettes de TVA à hauteur de 0,1 point). En 2026-2027, les recettes augmenteraient de 0,7 point de PIB, dont 0,5 point provenant du maintien de la non-indexation du barème de l'impôt sur le revenu, et pour le reste principalement de recettes de cotisations sociales (0,1 point) et de l'impôt sur les sociétés (0,1 point). En 2027-2028, la non-indexation du barème de l'impôt sur le revenu se traduirait à nouveau par une hausse de 0,4 point de PIB de recettes, à laquelle s'ajouteraient les recettes de l'impôt sur les sociétés et la fiscalité des plus-values, pour atteindre 0,6 point de PIB. Au total, en années

Tableau 13.1. Évolution des dépenses et recettes publiques

	2025		2026		2027	
	En points de PIB	Impacts*	En points de PIB	Impacts*	En points de PIB	Impacts*
<b>Dépenses</b>	0,8	0,8	0,1	0,1	0,0	0,0
<b>Recettes</b>	1,6	-0,8	0,7	-0,3	0,6	-0,3
<b>Cotisations sociales</b>	0,7	-0,3	0,1	-0,1	—	—
<b>Impôt sur le revenu</b>	0,4	-0,2	0,5	-0,2	0,4	-0,2
<b>Autres</b>	0,5	-0,2	0,1	-0,1	0,2	-0,1
<b>Impulsion budgétaire</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,3</b>

Note : \* Impacts estimés sur le PIB : multiplicateur de 1 pour les dépenses en biens et services, de 0,5 pour l'impôt sur le revenu, les cotisations employeurs et les impôts sur les entreprises.

Sources : OBR, calculs de l'auteure, prévision OFCE avril 2026.

civiles, l'impulsion budgétaire serait négative d'environ 0,6 point cette année et l'an prochain (tableau 13.1). Sous nos hypothèses de croissance, le déficit public serait réduit de 5,4 % du PIB en 2025 à 4,9 % du PIB en 2027. Le ratio de dette publique augmenterait de 102 % du PIB fin 2025 à près de 106 % du PIB.

En 2025, le revenu disponible des ménages n'a augmenté que de 0,9 point en termes réels (après une hausse de 3,6 % en 2024), principalement du fait d'une moindre hausse des rémunérations et des prestations sociales en termes nominaux, tandis que la hausse du déflateur de la consommation contribuait à freiner le revenu de 0,5 point. Le taux d'épargne est resté proche de 10 %, soit 1,8 point au-dessus de sa moyenne des dix années précédant le début de la crise de Covid-19. Les ménages sont restés prudents, évitant de puiser dans leur épargne alors que l'inflation accélérât et que le taux de chômage augmentait. En 2026, le revenu disponible des ménages, en termes réels, n'augmenterait que de 0,2 % et de 0,4 % en 2027.

Depuis la fin février 2026, la guerre en Iran constitue une incertitude majeure, et de par ses impacts immédiats sur les prix des carburants, contribue à freiner la consommation des ménages et l'investissement privé. Dans notre scénario central, de normalisation rapide des conflits au Proche-Orient, les ménages abaisseraient légèrement leur taux d'épargne à l'horizon de la fin 2027 (où il serait de 9,3 %), ce qui le laisserait encore très au-dessus de ses niveaux d'avant la crise sanitaire. La consommation des ménages augmenterait de 0,4 % seulement cette année et de 1 % l'an prochain.

La croissance du PIB britannique serait de 0,7 % cette année et de 1,2 % l'an prochain. Elle resterait freinée par une contribution légèrement négative du commerce extérieur, les exportations continuant de perdre des parts de marché, tandis que le taux de pénétration des importations n'augmenterait que modérément. L'évolution de la guerre en Iran, les risques d'approvisionnement, de nouvelles tensions commerciales avec les États-Unis, sont un aléa majeur à la baisse de notre prévision. Une baisse du taux d'épargne des ménages, réduisant la surépargne accumulée depuis le début de la crise de Covid-19, reste un aléa à la hausse, avec une probabilité faible à court terme.

## Royaume-Uni : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

En %	2025		2026				2025	2026	2027
	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
<b>PIB</b> <sup>a</sup>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>1,4</b>	<b>0,7</b>	<b>1,2</b>
<b>PIB par habitant</b> <sup>a</sup>	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	1,0	0,2	0,7
<b>Consommation des ménages</b> <sup>a</sup>	0,1	0,1	0,2	0,0	0,1	0,2	1,0	0,4	1,0
<b>Consommation publique</b> <sup>a</sup>	0,3	0,1	0,8	0,6	0,5	0,5	1,7	2,2	1,7
<b>FBCF totale</b> <sup>a,b</sup> dont :	1,2	0,2	0,3	0,5	0,6	0,6	4,3	1,8	2,3
<i>productive privée</i> <sup>a</sup>	1,1	-2,5	0,8	0,1	0,2	0,2	4,3	-0,6	0,9
<i>logement</i> <sup>a</sup>	1,1	-2,1	1,0	0,8	0,8	0,9	2,0	1,7	3,9
<i>APU</i> <sup>a,b</sup>	-1,9	11,2	-2,0	1,6	1,5	1,4	4,9	7,5	4,6
<b>Exportations de biens et services</b> <sup>a,c</sup>	2,0	-0,7	1,0	0,2	0,3	0,3	2,1	1,4	1,4
<b>Importations de biens et services</b> <sup>a,c</sup>	0,5	0,7	0,2	0,4	0,5	0,5	4,1	1,5	2,0
<i>Contribution à la croissance de PIB</i>									
<b>Demande intérieure hors stocks</b> <sup>a,d,e</sup>	0,4	0,1	0,3	0,2	0,3	0,3	1,8	1,1	1,4
<b>Variations de stocks</b> <sup>a,e</sup>	-0,8	0,4	-0,4	-0,0	0,0	-0,0	0,3	-0,3	0,0
<b>Commerce extérieur</b> <sup>a,c,e</sup>	0,5	-0,4	0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,7	-0,1	-0,2
<b>Inflation</b> <sup>f</sup>	3,8	3,4	3,1	2,8	3,2	2,8	3,4	3,0	2,3
<b>Taux de chômage</b> <sup>g</sup>	5,0	5,2	5,2	5,4	5,5	5,7	4,8	5,4	6,1
<b>Solde public, en % du PIB</b> <sup>h</sup>	—	—	—	—	—	—	-5,4	-5,3	-4,9
<b>Dettes publiques, en % du PIB</b> <sup>h</sup>	—	—	—	—	—	—	102,2	104,1	105,7
<b>Impulsion budgétaire, en points de PIB</b> <sup>i</sup>	—	—	—	—	—	—	-0,7	-0,5	-0,6

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

Sources : ONS QNA, prévision OFCE avril 2026.

## États-Unis : économie de guerres<sup>1</sup>

Alors que Donald Trump s'est fait réélire en promettant une croissance plus forte et une inflation plus faible, force est de constater que ses promesses de campagne ne se sont pas vraiment matérialisées. Le taux de croissance du PIB est en effet passé de 2,8 % en 2024 à 2,1 % en 2025, un rythme légèrement inférieur à celui du potentiel estimé à 2,3 % par le Congressional Budget Office (CBO). Quant à l'inflation, elle est certes plus faible que celle observée en 2022 (6,5 %), mais la baisse s'est interrompue avec une hausse des prix de 2,6 % en 2025 comme en 2024. Les performances de l'économie américaine ont de fait été marquées par la hausse des droits de douane et par une forte incertitude, ce qui a mis un coup d'arrêt à la désinflation et pesé sur la demande intérieure. Pour 2026, ces facteurs continueraient à freiner la croissance mais celle-ci serait stimulée par la reprise de l'assouplissement monétaire du deuxième semestre 2025 et par les effets de la loi budgétaire OBBBA (*One Big Beautiful Bill Act*), votée à l'été 2025. Il en résulterait une croissance légèrement plus dynamique en 2026 et 2027, prévue respectivement à 2,2 % et 2,3 %. Quant à l'inflation, elle repartirait à la hausse, au moins temporairement, en raison de la guerre lancée par les États-Unis et Israël contre l'Iran, qui s'ajoutera à l'effet des droits de douane.

### **La croissance perturbée par la guerre commerciale...**

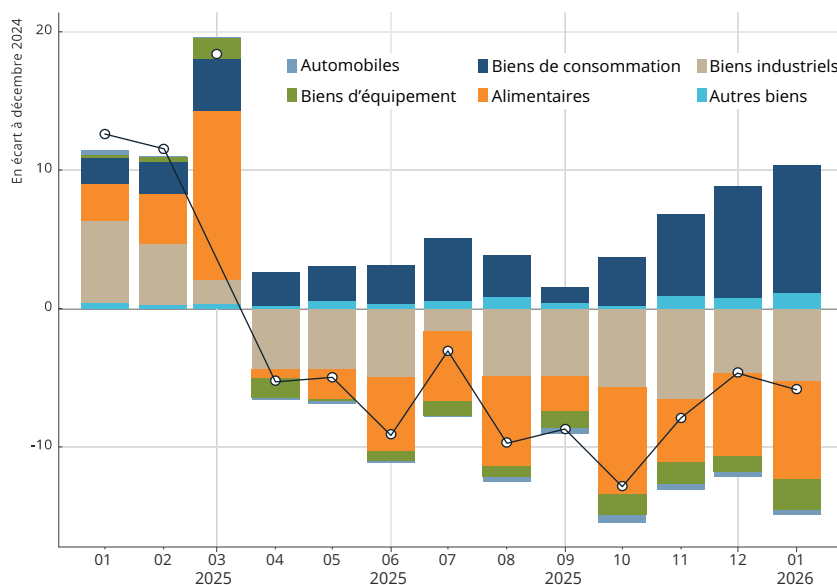
Quelques jours après son retour à la Maison-Blanche, Donald Trump décidait d'une augmentation des droits de douane sur les importations. Au pic des tensions commerciales, après les annonces du *Liberation Day*, le taux statutaire bondissait à 31,4 % contre un taux moyen de 2,6 % en 2024 selon les données de Trade War Tracker<sup>2</sup>. Les négociations conduites ensuite avec plusieurs pays ont permis de ramener ce taux à un peu moins de 15 % en fin d'année 2025, avant la décision de la Cour suprême d'annuler une partie des hausses. Cette guerre commerciale a fortement marqué la dynamique du commerce extérieur

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

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

américain. Lors des trois premiers mois de l'année, les importations – en volume – de biens ont fortement augmenté : +18,4 % en mars 2025 par rapport à décembre 2024 (graphique 14.1). Les importateurs ont anticipé une partie de leurs achats avant la hausse effective des droits de douane. Cette dynamique fut surtout tirée par les importations de biens industriels et de biens de consommation. Les importations ont ensuite baissé jusqu'en octobre. Elles remontent certes depuis mais se situaient, en janvier 2026, à un niveau toujours inférieur à celui observé en décembre 2024. Même si la trajectoire est moins heurtée lorsque l'on considère les importations de biens et services, cette dynamique s'est traduite par une contribution négative du commerce extérieur au premier semestre 2025<sup>3</sup>, compensée en partie par une contribution positive des stocks. La contribution du commerce extérieur fut positive au deuxième et au troisième trimestre et celle des stocks, positive au deuxième trimestre et nulle au troisième trimestre.

Graphique 14.1. Dynamique des importations depuis décembre 2024



Source : Census Bureau.

3. Les exportations de biens et services ont progressé de 1,6 % sur le reste de l'année, diminuant au premier semestre (-0,3 %) et augmentant au second (+1,7 %).

La hausse des droits de douane renchérit le coût des importations. Néanmoins, une partie du choc peut être absorbée par les exportateurs s'ils font le choix de réduire leurs marges afin de limiter leurs pertes de parts de marché. Les travaux empiriques suggèrent généralement que l'essentiel du coût est supporté par l'importateur, c'est-à-dire les ménages ou les entreprises importatrices de biens intermédiaires. Une analyse récente confirme ces résultats indiquant à partir des données de prix des importations que près de 94 % de la hausse des tarifs observés sur la période allant de janvier à août 2025 aurait été supportée par les importateurs<sup>4</sup>. En effet, l'indice de prix des importations a baissé de 0,7 % entre janvier et septembre 2025 sur l'ensemble des biens<sup>5</sup>. Pour autant, la hausse des tarifs n'a pas provoqué de forte accélération des prix à la consommation mesurée par le *consumer price index* (CPI). En janvier 2025, l'inflation s'élevait à 3 %. Elle a d'abord baissé jusqu'en avril, puis réaugmenté, retrouvant le niveau de 3 % en septembre. Depuis, cet indicateur suggère une nouvelle baisse, qui serait aussi bien tirée par le prix des services hors énergie que par le prix des biens hors énergie, pourtant plus sensibles à la hausse des tarifs. Le Bureau of Labor Statistics (BLS) indique néanmoins que le *shutdown*, de 43 jours entre le 1<sup>er</sup> octobre et le 12 novembre 2025, a pu perturber la collecte des données, réduisant ainsi la fiabilité de l'inflation mesurée par le CPI<sup>6</sup>. D'ailleurs, les données d'inflation issues du déflateur de la consommation (*personal consumption expenditures*, PCE) n'indiquent pas de baisse depuis avril, sauf en janvier 2026 où l'inflation aurait baissé de 0,1 point pour s'établir à 2,8 %.

### ... et soutenue par les investissements technologiques

Ce maintien de l'inflation, à 2,6 %, en moyenne annuelle, n'a pas permis de compenser la baisse du revenu disponible brut nominal des ménages qui n'augmentait plus que de 4,3 % en 2025 après une hausse de 5,6 % en 2024, principalement en lien avec une moindre contribution de la masse salariale et des revenus financiers (graphique 14.2). Même si les ménages ont réduit leur épargne, leur consommation a marqué le pas, progressant de 2,6 % en 2025 contre 2,9 % l'année précédente, ce qui a induit une baisse de la contribution

---

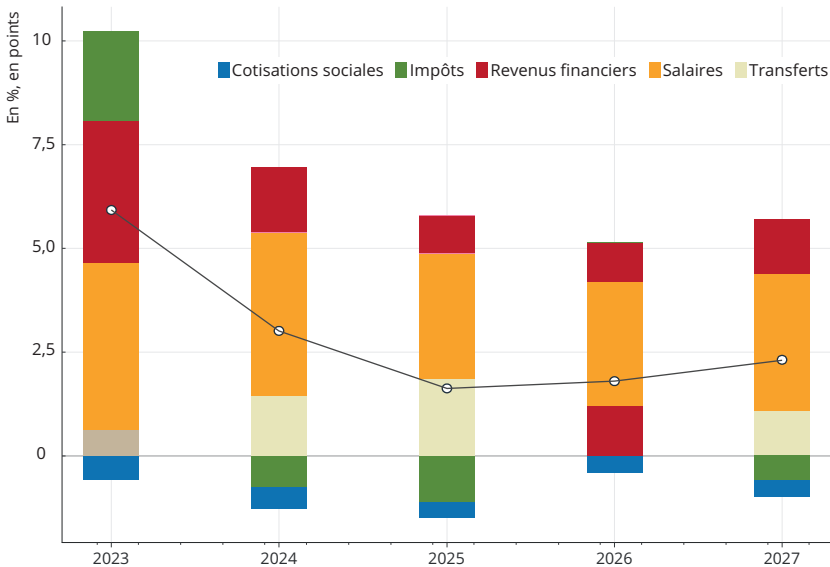
4. Voir Amiti M., C. Flanagan, S. Heise et D. E. Weinstein, 2026, « *Who Is Paying for the 2025 US Tariffs?* », *Liberty Street Economics*, 12 février.

5. Si les exportateurs avaient réduit leurs prix, cela se serait traduit par une baisse plus prononcée des prix d'importations puisque les indices de prix des importations publiés par le Bureau of Labor Statistics n'intègrent pas les droits de douane (<https://www.bls.gov/mxp/>).

6. Voir Pellerin M., 2026, « *États-Unis : la fiabilité des données d'inflation impactée par le shutdown* », *Trésor-Info*, 9 janvier.

de la demande intérieure à la croissance, amplifiée également par celle des dépenses publiques, particulièrement au quatrième trimestre 2025, en raison du *shutdown*. La demande intérieure est cependant restée soutenue par l'investissement non résidentiel privé, stimulé par les investissements liés au développement de l'intelligence artificielle (IA). Ainsi, sur l'ensemble de l'année, les investissements en matériel de traitement de l'information, incluant notamment les investissements en équipements informatiques, ont augmenté de près de 22 % en 2025. Si l'on tient également compte des investissements en produits de la propriété intellectuelle, leur contribution à la croissance annuelle atteint le niveau exceptionnel de 0,9 point. Pour autant, la progression des investissements ne s'est pas traduite par des créations d'emplois. En effet, selon les données de l'*Establishment Survey*, les créations d'emplois dans le secteur manufacturier et dans les services aux entreprises ont reculé en 2025, respectivement -157 000 et -166 000 emplois. Sur cette période, les créations d'emplois ont été surtout soutenues dans le secteur de l'éducation et de la santé.

Graphique 14.2. Décomposition du revenu disponible brut



Source : BEA.

La situation sur le marché du travail s'est légèrement dégradée sur l'année, avec un taux de chômage qui est passé de 4,0 % à 4,3 % de la population active entre 2024 et 2025. Parallèlement, alors que le nombre de chômeurs augmente, le nombre d'ouvertures de postes diminue progressivement depuis 2022, si bien que, depuis mars 2025, le nombre de chômeurs dépasse celui des ouvertures de postes, suggérant donc un faible niveau de tensions sur le marché du travail même si on reste loin du ratio de cinq ouvertures de postes pour un chômeur observé au pire moment de la pandémie, en avril 2020.

### **2026 : d'une guerre à l'autre**

L'absence d'accélération notable des prix en 2025 dans un contexte de guerre commerciale pourrait témoigner d'une diffusion plus lente de la hausse des coûts sur les prix à la consommation. Même si ce ne sont pas les exportateurs qui ont absorbé le choc, son impact pourrait avoir été retardé par les comportements de stockage observés lors du premier trimestre 2025. Les achats de produits soumis à une taxation plus élevée ont donc été décalés. On peut également supposer que les importateurs ont en partie réorienté leurs achats au bénéfice de fournisseurs soumis à des taux moins élevés. Enfin, le choc a pu aussi être amorti par une réduction des marges des entreprises américaines. De fait, le taux de marge moyen sur les trois premiers trimestres de 2025 s'inscrit en légère baisse (-0,2 point) par rapport à l'année 2024. Nous anticipons par conséquent que l'inflation restera élevée en 2026. Elle augmentera également du fait de la hausse du prix du pétrole, qui se répercutera rapidement sur les prix de l'énergie et donc sur l'inflation. Conditionnellement à l'hypothèse d'un baril du pétrole qui atteindrait un pic à 91 dollars le baril au deuxième trimestre 2026, puis qui baisserait progressivement pour revenir sous les 65 dollars en moyenne sur l'année 2027, l'inflation atteindrait 3,2 % au deuxième trimestre 2026 puis reculerait très progressivement, restant cependant au-dessus de la cible de 2 % de la Réserve fédérale.

Cette nouvelle situation permettra donc rapidement de tester la hiérarchie entre les objectifs de politique monétaire du prochain président de la banque centrale américaine, Kevin Warsh, qui vient d'être récemment nommé par Donald Trump pour remplacer Jerome Powell à partir de mai 2026<sup>7</sup>. Après les multiples critiques à l'égard de l'actuel président de la Réserve fédérale, Donald Trump espérait sans

---

7. Cette nomination est néanmoins encore en attente de la confirmation du Sénat.

doute une politique monétaire plus accommodante. La guerre lancée contre l'Iran et son impact sur les prix de l'énergie remettent en cause ce scénario, au moins à court terme. Lors de la réunion de politique monétaire de décembre 2025, une majorité des membres du Federal Open Market Committee (FOMC) anticipait une, voire deux, baisses de taux d'intérêt d'ici fin 2026. À la réunion du 18 mars 2026, les baisses de taux ont été écartées à court terme, même si une majorité entrevoit au moins une baisse d'ici la fin de l'année pour une inflation médiane anticipée à 2,7 %. Nous supposons qu'il y aurait un statu quo en 2026 et que la poursuite de l'assouplissement monétaire ne reprendrait que mi-2027.

Pour autant, l'économie américaine bénéficierait des trois baisses de taux directeurs votées au cours du deuxième semestre 2025. Ces décisions se sont sans doute aussi en partie reflétées dans la réduction des taux longs publics (à 10 ans) qui sont passés de 4,6 % le 21 mai à 4 % le 27 février. Un peu plus d'un mois après le début de la guerre contre l'Iran, les taux longs sont remontés à 4,4 % et le taux à deux ans est passé de 3,4 % à 3,9 %, reflétant à la fois des anticipations d'inflation plus élevée et un revirement des anticipations sur l'orientation future de la politique monétaire. Les taux sur les crédits immobiliers ont néanmoins globalement baissé au cours du deuxième semestre 2025, ce qui devrait soutenir une légère reprise de l'investissement résidentiel des ménages. L'investissement privé non résidentiel resterait dynamique.

L'activité sera également soutenue par les mesures budgétaires votées à l'été 2025. L'impulsion sera en effet fortement positive au cours des deux prochaines années : 1,2 % du PIB en 2026 et 0,5 % en 2027 avec un stimulus principalement du côté des recettes. Sur la partie des dépenses, l'augmentation des dépenses de défense et de sécurité intérieure est globalement compensée par des baisses de dépenses sur les aides alimentaires et la santé. Néanmoins, une partie du stimulus fiscal consiste en la pérennisation des mesures adoptées en 2017 et qui auraient dû arriver à terme fin 2025. En l'absence de loi OBBBA, une partie des ménages auraient sans doute vu leur revenu disponible baisser. Pour 2026, l'impact des mesures se traduirait par une baisse des impôts mais aussi des transferts (graphique 14.2). Dans l'ensemble, le revenu disponible brut nominal augmenterait de 4,8 % en 2026 contre 4,3 % en 2025. Mais cette hausse serait rognée par l'inflation, si bien que le pouvoir d'achat des ménages serait stable en 2026 et plus favorablement orienté en 2027 (graphique 14.2). De plus, comme une partie des mesures fiscales bénéficiera aux ménages les

plus aisés, dont la propension marginale à consommer est généralement plus faible, il en résultera une hausse du taux d'épargne qui atteindrait 4,5 % fin 2026, soit 0,9 point de plus que fin 2025. La consommation des ménages serait par conséquent un peu moins dynamique en 2026 et 2027 que lors des années précédentes : autour de 2 % contre 2,6 % en 2025 et 2,9 % en 2024. Du côté du commerce extérieur, nous anticipons une reprise des importations de biens et services et une légère accélération du rythme de croissance des exportations. La décision de la Cour suprême d'annuler une partie des droits de douane crée de fait une nouvelle incertitude sur la suite de la guerre commerciale. Donald Trump devra dorénavant convaincre les membres du Congrès s'il veut imposer des droits de douane équivalents à ceux observés avant l'annulation de la Cour suprême. Ce scénario nous semble peu probable. Nous anticipons donc le maintien des tarifs au niveau observé en mars sur le reste de l'année 2026, soit un taux statutaire moyen de 10,5 % sur l'ensemble de l'année, contre 14,2 % en moyenne sur 2025.

En rythme trimestriel, la contribution du commerce extérieur serait nulle et celle de la croissance du PIB autour de 0,5 % avec un léger creux au deuxième trimestre, en lien avec le pic d'inflation. En moyenne annuelle, la croissance augmenterait légèrement à 2,2 % en 2026 puis 2,3 % en 2027. Sur le marché du travail, le taux de chômage serait stable en 2026. Ensuite, la décélération de la productivité conjuguée à une population active moins dynamique, du fait notamment du durcissement de la politique migratoire<sup>8</sup>, devrait permettre une nouvelle décroissance du chômage qui reviendrait à 4 %.

La politique budgétaire de l'administration Trump se traduira par une nouvelle dégradation du solde budgétaire et de la dette publique. L'impact sur le déficit lié à la loi OBBBA sera en partie compensé par le surplus de recettes budgétaires (encadré 14.1) résultant de l'augmentation des droits de douane. Il reste que le déficit atteindrait 7,2 % en 2026, soit 0,5 point de plus qu'en 2025. Quant à la dette publique, elle repasserait au-dessus de 120 % du PIB en 2026 et atteindrait 123,2 % en 2027.

---

8. Voir cette analyse plus détaillée de la Réserve fédérale de San Francisco sur la dynamique de la population active : Duzhak E., 2025, « [Immigration and changes in labor force demographics](#) », *FRBSF Economic Letter*, n° 2025-28, 19 novembre.

### Encadré 14.1. L'impact de la guerre commerciale sur les recettes budgétaires

Parmi les arguments avancés par Donald Trump en faveur de sa politique commerciale figure la question des recettes budgétaires qui seraient tirées par l'augmentation des droits de douane et qui pourraient selon lui financer les baisses d'impôts octroyées aux ménages<sup>(a)</sup>. L'augmentation des droits de douane permettrait donc de taxer les exportateurs et de redonner du pouvoir d'achat aux ménages américains, négligeant le fait que ces droits sont en grande partie *in fine* payés par les ménages et les entreprises américaines. Ainsi, ce qui est donné d'une main est repris de l'autre. La question reste néanmoins de savoir ce qui revient précisément dans les caisses de l'État. Pour l'année 2024, le montant des droits de douane perçu par l'État fédéral s'élevait à 83,6 milliards de dollars (soit 0,3 % du PIB) pour un tarif statutaire de 2,6 %. Le taux effectif, qui correspond au montant des recettes rapporté au total des importations, était de 2,1 %, et de 2,6 % si l'on considère uniquement les importations de biens qui sont de fait celles qui sont frappées par les tarifs douaniers.

Le passage d'un tarif de 2,6 % à 14,2 %, le taux statutaire moyen observé sur l'année 2025, aurait dû, toutes choses égales par ailleurs, rapporter plus de 460 milliards de dollars de recettes (1,5 % du PIB), ce qui correspond à l'estimation faite par le CBO du coût budgétaire de la loi OBBBA<sup>(b)</sup>. Il y a cependant un écart entre les recettes théoriques ainsi calculées à partir d'une règle de trois et les recettes effectivement collectées par l'État fédéral. En effet, les importateurs peuvent réduire leur consommation de biens importés. Ils peuvent aussi faire le choix de modifier leur source d'approvisionnement pour importer leurs biens en provenance de pays pour lesquels le montant des droits de douane est plus faible. De fait, selon les données du Census Bureau, les importations ont provenance de Chine ont fortement baissé en 2025. Sur l'ensemble de l'année, le montant collecté de recettes issues des droits de douane a atteint 265 milliards de dollars (0,9 % du PIB), soit un taux effectif de 8,1 %. On peut néanmoins observer que le taux effectif a augmenté au cours de l'année. Il était de 8,2 % au deuxième trimestre mais a atteint 11,3 % au dernier trimestre 2025. Dans ces conditions, quelles seront les recettes qui peuvent être anticipées par le gouvernement ? En supposant un taux statutaire moyen de 10,5 %, le gain devrait être compris entre 195 et 230 milliards de dollars, selon que l'on considère le taux effectif moyen sur l'année 2025 ou le taux moyen observé au quatrième trimestre, soit 0,6 ou 0,7 % du PIB. Ce montant est certes non négligeable et contribuera à limiter l'augmentation du déficit budgétaire en 2026. Il n'en demeure pas moins qu'il s'agit d'une politique anti-redistributive. Comme nous l'avons indiqué dans notre précédente analyse<sup>(c)</sup>, le coût de la guerre commerciale est relativement plus fort pour les ménages les moins modestes alors que les gains de la loi budgétaire sont plus importants pour les ménages les plus aisés.

Tableau 14.1. Recettes fiscales tirées des droits de douane

	2025-T1	2025-T2	2025-T3	2025-T4	2025
<b>Théorique</b>					
Taux (en %)	4,8	18,0	17,4	16,6	14,2
Recettes (Mds \$)	155,0	586,0	567,0	540,0	463,0
<b>Effectif</b>					
Recettes (Mds \$)	97,0	268,0	331,0	364,0	265,0
Taux (en %)	2,6	8,2	10,3	11,3	8,1

Note : Les taux effectifs sont calculés en % des importations de biens. Les recettes trimestrielles théoriques ou effectives ont été annualisées.

Sources : BEA, prévision OFCE avril 2026.

<sup>(a)</sup> Pour plus détails, voir Blot C., 2025, « Trumponomics. Les effets de la politique économique de Donald Trump », *Revue de l'OFCE*, n° 191.

<sup>(b)</sup> Le coût budgétaire pour 2026 est effectivement estimé à 486 Mds de dollars. Voir CBO, 2025, « Estimated budgetary effects of H.R. 1, the One Big Beautiful Bill Act », 4 juin.

<sup>(c)</sup> Blot C., 2025, art. cité.

## États-Unis : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

En %	2025		2026				2025	2026	2027
	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
<b>PIB<sup>a</sup></b>	<b>1,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>
<b>PIB par habitant<sup>a</sup></b>	1,0	0,1	0,4	0,3	0,3	0,5	1,6	1,6	1,8
<b>Consommation des ménages<sup>a</sup></b>	0,9	0,5	0,4	0,3	0,5	0,5	2,6	2,0	2,1
<b>Consommation publique<sup>a</sup></b>	0,7	-1,8	0,5	0,2	0,1	0,1	0,6	-0,4	0,7
<b>FBCF totale<sup>a,b</sup> dont :</b>	0,2	0,3	0,8	0,8	0,8	0,8	2,7	2,6	3,5
<i>productive privée<sup>a</sup></i>	0,8	0,6	1,0	1,0	1,0	1,0	4,1	3,8	4,1
<i>logement<sup>a</sup></i>	-1,8	-0,1	0,2	0,4	0,4	0,6	-2,1	-0,5	2,9
<i>APU<sup>a,b</sup></i>	0,1	-0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	3,2	1,2	1,7
<b>Exportations de biens et services<sup>a,c</sup></b>	2,3	-0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	1,6	2,0	2,6
<b>Importations de biens et services<sup>a,c</sup></b>	-1,1	-0,3	0,4	0,4	0,6	0,6	2,7	-1,9	2,2
<i>Contribution à la croissance de PIB</i>									
<b>Demande intérieure hors stocks<sup>a,d,e</sup></b>	0,7	0,2	0,5	0,4	0,5	0,6	2,5	1,9	2,3
<b>Variations de stocks<sup>a,e</sup></b>	-0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,3	0,0
<b>Commerce extérieur<sup>a,c,e</sup></b>	0,4	-0,1	0,0	0,0	-0,0	-0,0	-0,2	0,5	-0,0
<b>Inflation<sup>f</sup></b>	2,7	2,8	2,9	3,2	3,0	2,8	2,6	3,0	2,4
<b>Taux de chômage<sup>g</sup></b>	4,3	4,5	4,4	4,4	4,4	4,3	4,3	4,4	4,0
<b>Solde courant, en % de PIB<sup>h</sup></b>	—	—	—	—	—	—	-3,6	-3,3	-3,0
<b>Solde public, en % du PIB<sup>h</sup></b>	—	—	—	—	—	—	-6,7	-7,2	-7,5
<b>Dettes publique, en % du PIB<sup>h</sup></b>	—	—	—	—	—	—	117,7	120,2	123,2
<b>Impulsion budgétaire, en points de PIB<sup>i</sup></b>	—	—	—	—	—	—	-0,4	1,2	0,5

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

Sources : BLS, BEA-NIPA., prévision OFCE avril 2026.

## Chine : la continuité dans le changement<sup>1</sup>

L'année 2025 a été marquée par un léger ralentissement de l'activité marchande en Chine. La croissance du PIB hors activités non marchandes serait passée de 5,2 % en 2024 à 5 % en 2025. Ce ralentissement s'explique principalement par un investissement moins dynamique, dont la contribution à l'activité marchande serait passée de 1,3 point en 2024 à 1 point en 2025 (soit des contributions au PIB de 1,1 et 0,8 point respectivement). L'accumulation de surcapacités dans certains secteurs industriels a en effet poussé les autorités à lancer une campagne « anti-involution ». Cette dernière consiste à demander aux gouvernements provinciaux et locaux de freiner la création de nouvelles usines en l'absence de débouchés clairs pour la production.

Comme en 2024, la contribution du commerce extérieur a en revanche été très positive en 2025. Elle est de 1,9 point (1,6 point de PIB) contre 1,8 en 2024 (1,5 point de PIB). Cette résilience n'était pas forcément attendue alors que la Chine a été l'une des principales cibles de la guerre commerciale lancée par l'administration Trump, avec des tarifs douaniers annoncés qui ont pu dépasser 100 %. Plusieurs facteurs peuvent l'expliquer. D'abord, si les droits de douane annoncés ont par moment atteint des niveaux délirants, incompatibles avec la poursuite d'une quelconque relation commerciale entre les deux premières économies mondiales, les tarifs effectivement appliqués se sont révélés beaucoup plus raisonnables<sup>2</sup>. Ensuite, la Chine a fortement réduit sa dépendance aux débouchés américains depuis la première guerre commerciale. Les États-Unis ne représentaient plus en 2024 que 14 % des exportations chinoises contre 20 % au milieu des années 2010. Enfin, la Chine a su trouver de nouveaux débouchés. Elle a probablement pu « rerouter » 20 à 25 % de ses exportations perdues via des pays tiers. Environ 25 % ont été « redirigées » vers l'Europe. Pour le reste, la Chine a accéléré ses gains de parts de marché dans les pays émergents, notamment en Asie mais aussi en Afrique et au Moyen-Orient. L'accroissement du volume d'exportation dans les pays émergents pourrait cependant expliquer la baisse des prix à l'exporta-

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

2. Voir le chapitre 4, « Commerce mondial : entre guerre commerciale et conflits armés ».

tion chinois observée en 2025. En effet, les producteurs chinois adoptent souvent un comportement de *pricing to market*, c'est-à-dire proposent des prix plus élevés dans les pays développés que dans le reste du monde.

La croissance de la consommation aurait été globalement identique en 2025 à celle de 2024. Les derniers trimestres de 2024 et les premiers de 2025 ont été marqués par un fort dynamisme des ventes au détail. Celles-ci ont en revanche connu une fin d'année assez difficile, ce qui suggère un mauvais acquis pour la consommation des ménages en 2026. Il convient toutefois de souligner que les ventes au détail ne sont pas forcément un excellent proxy pour la consommation des ménages chinois, le National Bureau of Statistics n'observant directement qu'environ 40 % des ventes au détail, lesquelles peuvent également inclure des consommations intermédiaires. Une partie du ralentissement de fin d'année est dû à la faiblesse des ventes de carburant, qui peuvent s'expliquer par un effet prix très favorable, et à celle des ventes d'automobiles. À l'inverse, certains postes de consommation, notamment l'alimentaire, ont fortement augmenté, contredisant l'idée d'une dépression universelle de la consommation chinoise.

---

### Encadré 15.1. Pourquoi faire une prévision du PIB marchand ?

Pour analyser la conjoncture chinoise, nous privilégions le PIB marchand, c'est-à-dire le PIB hors consommation des administrations publiques, et non le PIB total. Ce choix ne doit pas être conçu comme un jugement de valeur sur les activités non marchandes mais comme une adaptation pragmatique aux spécificités des statistiques chinoises. D'une part, la prévision concernant la Chine est d'abord un input pour la prévision des autres pays. Or, les évolutions de la partie marchande de l'économie chinoise sont plus déterminantes que le PIB total pour les importations chinoises et donc pour l'activité du reste du monde. D'autre part, la partie non marchande de l'économie, très peu documentée dans les statistiques chinoises, a présenté des évolutions parfois surprenantes et dans un sens contraire à celle de l'activité marchande, comme le montre l'exemple de l'année 2025. La valeur ajoutée du secteur non marchand a connu une accélération notable avec une croissance de 5 % contre 3,9 % en 2024, alors que la valeur ajoutée des secteurs marchands connaissait un léger ralentissement, passant de 5,2 à 5 %. Cette accélération est d'autant plus surprenante qu'elle n'a aucun équivalent dans les statistiques de finances publiques. Ces mouvements sur le secteur non marchand contribuent fortement sur les dernières années à la stabilité du taux de croissance officiel, stabilité qui nous semble mal refléter l'impact de la conjoncture chinoise sur le reste du monde.

---

## Un ralentissement qui devrait se poursuivre

2024 et 2025 se sont caractérisées par de très fortes contributions du commerce extérieur et une croissance plus limitée de la demande intérieure, de l'ordre de 3,5 %. Cette faible croissance de la demande intérieure s'explique principalement par l'éclatement de la bulle immobilière, après le resserrement des contraintes prudentielles sur l'immobilier décidé par les autorités en 2022. Le dynamisme du commerce extérieur s'explique quant à lui par une dépréciation réelle de l'ordre de 15 à 20 % depuis 2022<sup>3</sup> et une poursuite de la montée en gamme de l'industrie chinoise qui rivalise avec les industriels occidentaux, voire les dépasse, dans de nombreux secteurs de haute technologie comme l'automobile, la chimie ou les semi-conducteurs.

La contribution du commerce extérieur devrait toujours être positive en 2026 et 2027. La montée en gamme devrait se poursuivre et déboucher sur de nouveaux gains de parts de marché. Pour 2026, les effets d'acquis sont de plus très positifs. En revanche, les effets prix devraient s'épuiser, d'où une contribution toujours positive mais plus faible en 2027. Nous anticipons un rebond limité de la demande intérieure, qui ne compenserait pas le déclin de la contribution du commerce extérieur. Cela conduirait à un ralentissement de l'activité marchande, en l'absence de stimulus domestique supplémentaire. Peu de signaux suggèrent qu'un tel stimulus soit envisagé par les autorités, même s'il convient de noter un léger assouplissement des contraintes prudentielles dans l'immobilier ou des hausses du salaire minimum dans de nombreuses provinces. La réduction de l'objectif officiel de croissance du PIB, qui n'est désormais plus de 5 % mais une fourchette comprise entre 4,5 % et 5 %, va dans le sens d'une acceptation du ralentissement de la croissance de l'économie chinoise. Cela nous conduit à prévoir une croissance du PIB marchand de 4,2 % en 2026 et 4,3 % en 2027. L'année 2026 serait pénalisée par un acquis défavorable à la fin 2025 et par la guerre au Moyen-Orient. La hausse des prix du carburant aurait un impact négatif sur la consommation des ménages. De possibles ruptures d'approvisionnement ainsi que la contraction des exportations vers les pays d'Asie et du Moyen-Orient réduiraient les exportations par rapport au scénario pré-guerre.

---

3. Voir chapitre 4, art. cité.

Tableau 15.1. Prévisions de croissance

	Poids 2024	2024	2025	2026	2027
Consommation totale (c)	56,6	2,3	2,6	n.c.	n.c.
Consommation des ménages (c)	40,0	1,7	1,8	1,4	1,8
Consommation publique (c)	16,6	0,6	0,8	n.c.	n.c.
FBCF (c)	40,0	1,1	0,8	1	1,3
Commerce Extérieur (c)	3,4	1,5	1,6	1,1	0,5
PIB	100	5	5	n.c.	n.c.
PIB marchand	83,4	5,2	5	4,2	4,3

Note : (c) : contributions, n.c. : non calculé.

Sources : National Bureau of Statistics of China, prévision OFCE avril 2026.

## Asie : résilience sous tension<sup>1</sup>

En 2025, l'Asie (hors Chine) reste le principal moteur de la croissance mondiale malgré un contexte difficile (tensions commerciales, géopolitiques et volatilité financière). Sa croissance est estimée à environ 4,5 %, contre 2 % pour les économies avancées. La performance asiatique repose essentiellement sur la solidité de la demande intérieure, en particulier en Inde et en Asie du Sud-Est, où la consommation et l'investissement public constituent les principaux soutiens à l'activité. La dynamique régionale s'inscrit dans une trajectoire légèrement ascendante en 2025, avec une croissance passant de 4,7 % en 2024 à 5,3 %, avant de ralentir modérément à 4,6 % en 2026. L'Inde et la Chine concentrent l'essentiel de la contribution à cette croissance. L'Inde devrait enregistrer une croissance supérieure à 6 %, portée par une demande intérieure vigoureuse, la poursuite d'investissements publics ambitieux et une amélioration graduelle du climat d'investissement. Les trajectoires de croissance en Asie demeurent toutefois très hétérogènes, en fonction du degré d'exposition au commerce mondial et de la capacité des économies à s'appuyer sur des moteurs domestiques ou technologiques spécifiques. Parmi les économies avancées, la Corée du Sud affiche une croissance modérée mais relativement équilibrée. Les exportations, notamment de semi-conducteurs, restent un pilier central, tandis que la demande intérieure et le soutien public contribuent à amortir les fluctuations du cycle mondial. Singapour apparaît plus vulnérable au ralentissement du commerce international, aux tensions tarifaires et à la faiblesse de la demande chinoise, avec peu de relais domestiques en raison de l'étroitesse de son marché intérieur. Taïwan se démarque en revanche favorablement : malgré un modèle fortement dépendant des exportations, son rôle stratégique dans les semi-conducteurs avancés lui permet de bénéficier pleinement du boom de l'intelligence artificielle, générant un choc de demande structurel compensant largement la faiblesse du commerce mondial traditionnel.

---

1. Ce texte est rédigé par Amel Falah, *Département analyse et prévision*.

Du côté des marchés émergents, l'Inde demeure l'économie la plus dynamique de la région, grâce à la robustesse de sa demande intérieure et à des investissements publics massifs, qui limitent son exposition aux chocs externes. L'Indonésie présente un profil plus équilibré, combinant une consommation domestique soutenue et des exportations de matières premières, favorisées par la transition énergétique mondiale. À l'inverse, la Thaïlande reste engluée dans une phase de faible croissance. La conjonction d'exportations peu dynamiques, d'un recul des dépenses publiques, d'une activité industrielle déprimée, d'un tourisme chinois durablement atone et d'un secteur immobilier fragile empêche l'émergence d'un moteur clair de reprise. Dans l'ensemble, la croissance asiatique continue de privilégier les économies disposant de solides relais domestiques ou bénéficiant de chocs technologiques positifs – comme l'Inde, Taïwan ou la Corée du Sud –, au détriment des modèles fortement dépendants du commerce mondial traditionnel ou de moteurs structurellement affaiblis, à l'image de Singapour et de la Thaïlande. (tableau).

#### Asie : résumé des prévisions de croissance

	Poids	2025	2026	2027
Corée du Sud	6,8	1,0	1,9	2,0
Asie en développement rapide	20,3	5,1	4,4	3,8
Taïwan	3,9	8,7	5,6	3,0
Hong Kong	1,5	3,4	2,8	2,5
Singapour	0,9	4,7	3,3	2,2
Thaïlande	3,6	2,4	1,9	2,2
Indonésie	6,0	5,1	5,2	5,0
Malaisie	1,7	5,2	4,7	4,4
Philippines	2,6	4,5	5,1	5,7
Chine (PIB marchand)	48,5	5,0	4,2	4,3
Inde	24,4	7,4	6,4	6,6
Asie hors Chine	51,5	5,6	5,0	4,9
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>5,3</b>	<b>4,7</b>	<b>4,6</b>

Sources : CEIC, prévision OFCE avril 2026.

En 2025, l'**économie indienne** conserve une croissance soutenue, bien qu'en léger ralentissement, et celle-ci devrait se maintenir à un rythme solide dans les années à venir. Au troisième et au quatrième trimestre, le PIB a progressé respectivement de 8,4 % puis de 7,8 % en glissement annuel, confirmant le maintien d'une dynamique robuste. Cette performance repose principalement sur la solidité de la demande intérieure, portée par une consommation dynamique et un investissement public élevé. Toutefois, le rythme de croissance tend à s'atténuer en 2025 et 2026 sous l'effet d'un environnement international moins favorable, marqué par le ralentissement du commerce mondial, les tensions commerciales et des conditions financières plus restrictives. Cette dynamique illustre la résilience structurelle de l'économie indienne, soutenue par une demande intérieure solide et un niveau d'investissement élevé. Toutefois, les perspectives pour 2026-2027 s'inscrivent dans une trajectoire de modération, en raison d'un environnement extérieur moins porteur, marqué par le ralentissement du commerce mondial et des conditions financières plus restrictives. La croissance devrait néanmoins rester élevée, portée par la poursuite des investissements publics, la montée en puissance du secteur des services et les effets des réformes structurelles engagées ces dernières années (notamment la mise en place d'une réforme fiscale, la digitalisation de l'économie, la réforme des faillites et la libéralisation des investissements étrangers). La Reserve Bank of India a réduit son taux directeur de 25 points de base, le ramenant à 5,25 %, tout en maintenant une orientation de politique monétaire neutre. La Banque centrale a également abaissé sa prévision d'inflation pour l'exercice 2025-2026 à 2 % (contre 2,6 % précédemment), tout en relevant la prévision de croissance à 7,3 %.

Au quatrième trimestre 2025, la **Corée du Sud** a enregistré une croissance du PIB d'environ 1,5 % en glissement annuel, traduisant un net ralentissement de l'activité par rapport aux trimestres précédents. Cette évolution s'explique principalement par l'affaiblissement de la demande intérieure, marqué par le recul de l'investissement, notamment dans la construction, ainsi que par un investissement productif en retrait. La consommation des ménages demeure globalement résiliente, mais sans véritable accélération, dans un contexte d'incertitudes économiques. Par ailleurs, les exportations n'ont apporté qu'un soutien limité à la croissance, la bonne tenue du secteur des semi-conducteurs ne compensant que partiellement les faiblesses observées dans d'autres branches industrielles. Des perspectives de reprise sont néanmoins

envisagées pour 2026, soutenues par le redressement du cycle des semi-conducteurs, une amélioration progressive de la demande mondiale et un assouplissement des conditions financières, favorisant un regain de l'investissement et de l'activité.

En **Indonésie**, la croissance du PIB est estimée à 5,4 % en glissement annuel au quatrième trimestre 2025, confirmant la reprise amorcée au trimestre précédent (5,0 %). Cette performance s'explique par la solidité de la consommation des ménages, la dynamique du secteur manufacturier et l'expansion des exportations, tandis que les secteurs du commerce, de l'agriculture et de la construction continuent de soutenir l'activité. En 2026, cette croissance devrait se maintenir à un niveau élevé, portée par la vigueur de la demande intérieure, la poursuite des investissements et la diversification progressive de l'économie, dans un contexte de stabilisation de la conjoncture mondiale.

Au quatrième trimestre 2025, **Singapour** a enregistré une croissance de 6,9 % en glissement annuel, contre 4,6 % au trimestre précédent, marquant la progression la plus forte depuis le troisième trimestre 2024. Cette accélération a été principalement portée par le secteur manufacturier, dont la production a bondi de 15 % sur un an, contre 4,9 % au troisième trimestre, grâce à l'expansion dans les industries biopharmaceutiques et électroniques. Le secteur de la construction a toutefois ralenti, avec une croissance de 4,2 % contre 5,1 % au trimestre précédent. Parmi les services, le commerce de gros et de détail ainsi que les transports et entreposage ont progressé de 3,9 %, après une hausse de 3,7 % au troisième trimestre. Sur une base trimestrielle, l'économie a crû de 1,9 %, après 2,4 % au trimestre précédent. Pour l'ensemble de l'année 2025, le PIB a progressé de 4,8 %, en accélération par rapport à 4,4 % en 2024.

En 2024, l'économie des **Philippines** a enregistré une croissance d'environ 5,5 %, soutenue principalement par la consommation des ménages, les investissements publics et le dynamisme du secteur des services. En 2025, la croissance économique a ralenti, avec une progression d'environ 3,0 % au quatrième trimestre contre 3,8 % au trimestre précédent. Ce ralentissement s'explique par la baisse des investissements publics, le ralentissement de la consommation des ménages, affectée par l'inflation et l'érosion du pouvoir d'achat, ainsi que par les effets de catastrophes naturelles ayant perturbé l'activité économique. Le contexte international plus incertain a également pesé sur la demande extérieure et les flux d'investissement. En 2026, la

croissance devrait toutefois se redresser progressivement, soutenue par la reprise des investissements publics, la résilience de la consommation intérieure et l'amélioration attendue de la conjoncture mondiale. Les efforts de reconstruction après les catastrophes naturelles et la poursuite des projets d'infrastructures devraient également contribuer à soutenir l'activité, permettant aux Philippines de retrouver un rythme de croissance plus proche de leur potentiel.

À **Taiwan**, l'économie a enregistré une forte hausse de 12,7 % (contre 8,4 % au trimestre précédent), largement soutenue par les exportations, notamment dans l'électronique et l'intelligence artificielle. L'investissement, représentant environ 24,8 % du PIB, progresse également mais à un rythme plus modéré que les exportations (+8,9 % en volume).

En **Thaïlande**, la croissance économique a ralenti au cours de l'année 2025. Après une progression plus soutenue au deuxième trimestre (+2,8 % en glissement annuel), l'activité a nettement décéléré au troisième trimestre (+1,2 %), avant de rebondir légèrement au quatrième trimestre (+2,5 %). Cette évolution reflète un contexte marqué par des contraintes internes persistantes et un environnement extérieur moins favorable, tandis que l'impact des mesures de soutien mises en œuvre par les autorités demeure limité. La consommation privée progresse faiblement, tandis que les dépenses publiques reculent, et que l'investissement reste volatil. Le secteur industriel se contracte, pénalisé par un taux d'utilisation des capacités en baisse, ce qui limite la dynamique globale. En 2026, la croissance devrait rester modérée mais s'inscrire en légère amélioration, soutenue par un redressement progressif de la demande mondiale, une stabilisation de l'investissement et un regain d'activité dans le secteur industriel, sous réserve d'une amélioration du contexte international et d'un maintien des politiques de soutien.

En **Malaisie**, la croissance économique est restée robuste au troisième et quatrième trimestre 2025, avec un PIB en hausse de 5,4 % puis 6,3 % en glissement annuel. Cette performance repose sur une demande intérieure soutenue, portée par la consommation des ménages et le tourisme, ainsi que sur des exportations solides et la reprise de secteurs clés tels que l'industrie minière et manufacturière. L'ensemble des grands secteurs – services, industrie et construction – a contribué positivement à la croissance, témoignant d'une reprise économique équilibrée et durable.

Au troisième trimestre 2025, l'économie de **Hong Kong** a enregistré une croissance annuelle du PIB de 3,8 %, en hausse par rapport aux 3,1 % du trimestre précédent. Cette expansion solide a été stimulée par le dynamisme du commerce extérieur, la levée progressive des restrictions sur le tourisme et le rebond de la demande intérieure, plaçant la ville sur une trajectoire favorable pour l'ensemble de l'année.

Le quatrième trimestre 2025 met en évidence des trajectoires contrastées en Asie du Sud et du Sud-Est. L'Inde, Taïwan, Singapour, l'Indonésie et la Malaisie affichent une croissance robuste, portée par la consommation, les investissements et les exportations, tandis que la Corée du Sud et la Thaïlande montrent un ralentissement ou une reprise plus modérée en raison d'une demande intérieure faible ou de facteurs externes défavorables.

L'Asie demeure en 2026 un moteur majeur de la croissance mondiale, avec une expansion attendue autour de 4,7 %, soutenue par une demande intérieure dynamique, une base industrielle compétitive et une forte intégration dans les échanges internationaux. Cette dynamique masque toutefois des vulnérabilités importantes liées aux tensions géopolitiques et à la dépendance énergétique de la région. L'exposition à la guerre commerciale varie selon les pays. Les économies fortement tournées vers l'exportation, comme la Chine, la Corée du Sud ou Taïwan, sont les plus exposées, mais leur résilience est renforcée par leur position dans les secteurs technologiques de pointe. À l'inverse, des économies comme l'Inde, ou certains pays d'Asie du Sud-Est, reposent davantage sur leur demande intérieure, ce qui leur confère une meilleure capacité d'amortissement des chocs externes. Par ailleurs, la croissance asiatique reste fragile face à un risque énergétique majeur. Une dégradation des tensions au Moyen-Orient pourrait perturber les flux passant par le détroit d'Ormuz et entraîner une hausse durable des prix du pétrole, dépassant potentiellement 100 dollars le baril. Un tel choc provoquerait une inflation importée et pèserait sur la consommation ainsi que sur les secteurs industriels. Le scénario de croissance repose ainsi sur l'hypothèse de tensions énergétiques transitoires. En cas de prolongation de ces tensions, les perspectives économiques de la région pourraient être significativement dégradées.