

Jusqu'ici la croissance résiste

Perspectives 2025-2026 pour l'économie mondiale

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

Après un fort rebond de la croissance en 2021, l'activité économique mondiale ralentit progressivement au fur et à mesure que les économies ont récupéré des pertes d'activité enregistrées pendant la crise sanitaire. Ce rattrapage a aussi été freiné par l'augmentation des prix de l'énergie qui a poussé l'inflation vers des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis le début des années 1980. L'inflation a baissé depuis, ce qui a permis aux banques centrales de mettre un terme à l'épisode de resserrement puis de baisser le taux directeur en fonction de la vitesse de convergence de l'inflation vers la cible de 2 %. Le début de l'année 2025 a été marqué par la nouvelle guerre commerciale lancée par Donald Trump. À court terme, les menaces ont entraîné une hausse de l'incertitude de politique économique. Les échanges commerciaux au cours du premier semestre ont également été fortement impactés par les perspectives de hausse des tarifs.

Au-delà des effets de court terme, l'augmentation des droits de douane freinera la croissance américaine et se traduira par une inflation plus élevée. Dans les autres pays, l'impact macroéconomique sera plus modéré. Le *policy mix* devrait s'inverser. L'activité sera soutenue par la politique monétaire tandis que la politique budgétaire sera contrainte par des niveaux de dette élevés poussant les pays à faire le choix de la consolidation. Deux pays devraient toutefois échapper à cette situation. D'une part, l'Allemagne dispose de marges de manœuvre pour soutenir sa croissance au point mort depuis fin 2019. D'autre part, les États-Unis continuent de privilégier une politique budgétaire expansionniste, ce qui ne conduira pas à inverser la trajectoire de hausse de la dette publique. Pour autant, malgré ces turbulences, la croissance mondiale résisterait, passant de 3,2 % en 2024 à 3 % en 2025 puis 2,9 % en 2026. La croissance serait toujours plus élevée outre-Atlantique que dans la zone euro où l'Allemagne sortirait cependant de la stagnation. Dans les pays émergents, la Chine, fortement exposée à la guerre commerciale, parviendrait à maintenir une croissance à 4,9 % en 2025 et 4,6 % en 2026. Cette situation resterait fragile tant qu'aucun accord commercial ne sera conclu avec les États-Unis.

* Ces textes synthétisent l'analyse de la conjoncture pour l'économie mondiale et européenne menée par le Département analyse et prévision au printemps 2025. Il s'appuie sur le travail de l'équipe internationale animée par Christophe Blot, composée de Céline Antonin, Elliot Aurissergues, Amel Falah, Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Ombeline Jullien de Pommerol, Christine Riffart, Benoît Williatte. Cette prévision est réalisée sur la base d'informations connues jusqu'au 13 octobre 2025.

Perspectives 2025-2026 pour l'économie mondiale

1. Synthèse : Jusqu'ici la croissance résiste 11

1.1 La guerre commerciale est déclarée 11

1.2 Vers une baisse de l'inflation 16

1.3 Politiques économiques : frein ou soutien ? 19

1.4 La croissance fait de la résistance 22

2. Finances publiques : hétérogénéités de rigueurs 27

2.1 Politique budgétaire américaine : la fuite en avant expansionniste . 27

2.2 Europe : l'Allemagne à contre-courant 28

3. La Réserve fédérale sous pression 33

3.1 La politique monétaire suit l'inflation 33

3.2 To Trump or not to Trump 33

3.3 La BCE sereine ? 37

4. L'inflation se repose 39

4.1 De 20 à 30 % de prix cumulés dans les pays développés 39

4.2 Une modération globale des prix des biens industriels
non énergétiques 43

5. Trade Wars : la rébellion passe des accords 47

5.1 « Beautiful deals » ou marchés de dupes ? 47

5.2 Des effets déjà visibles sur le commerce international 48

5.3 Qui paie la taxe douanière pour le moment ? 50

5.4 Un impact économique limité sous nos hypothèses 52

1. Synthèse : Jusqu'ici la croissance résiste

Depuis 2022, l'activité économique mondiale ralentit à la fois parce que les économies ont progressivement récupéré des pertes d'activité enregistrées pendant la crise sanitaire mais aussi parce qu'elles ont subi les effets de la hausse des prix de l'énergie. L'année 2025 est marquée par une nouvelle escalade tarifaire lancée par Donald Trump qui a provoqué une hausse de l'incertitude et freiné la demande intérieure. Ces décisions ont également provoqué une forte volatilité des flux de commerce au premier semestre. Par la suite, l'augmentation des droits de douane entraînera une hausse des prix et réduira la croissance aux États-Unis. Dans les autres pays, en l'absence de représailles, les effets de la guerre commerciale seraient plus modérés et dépendront de l'ampleur des sanctions imposées *in fine*. Le choc sera par ailleurs amorti par un assouplissement des politiques monétaires qui soutiendra l'activité. Du côté des finances publiques, à l'exception de l'Allemagne, qui dispose de marges de manœuvre, et des États-Unis, qui font fi de la dynamique de la dette, les impulsions seront le plus souvent négatives. Pour autant, malgré le désordre économique mondial, la croissance mondiale devrait résister, passant de 3,2 % en 2024 à 3 % en 2025 puis 2,9 % en 2026.

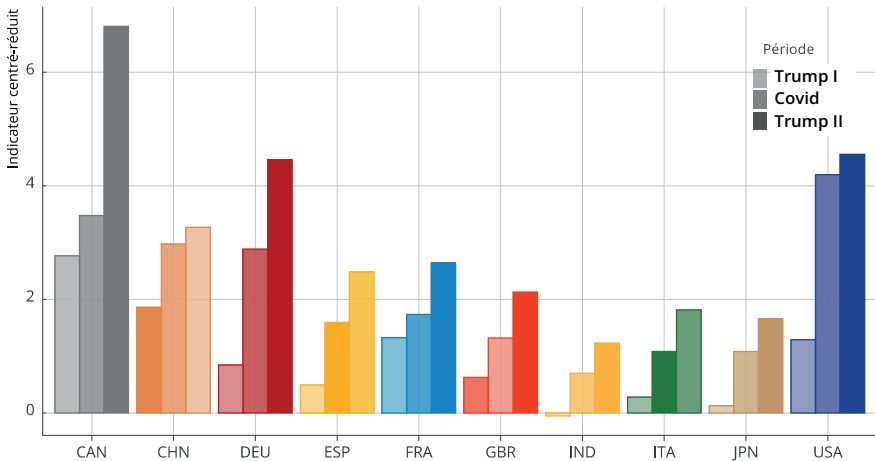
1.1. La guerre commerciale est déclarée

Alors que la première guerre commerciale initiée par Donald Trump lors de son premier mandat avait principalement visé la Chine, ce nouvel épisode affecte l'ensemble des importations américaines avec un droit de douane minimum de 10 %¹. Ainsi, depuis la fin du mois de janvier, les menaces se sont multipliées et les premières hausses de tarifs douaniers ont été effectives à partir de mars. Ces décisions ont

1. Rappelons que durant son mandat, Joe Biden n'est pas revenu sur les droits de douane supplémentaires appliqués par son prédécesseur. Les mesures ont été maintenues et les subventions accordées par l'*Inflation Reduction Act* se traduisaient également par une distorsion de concurrence.

provoqué de la volatilité sur les marchés financiers, notamment après les annonces du *Liberation Day* prévoyant l'instauration de tarifs réci-proques. L'annonce de ces mesures puis leur suspension a entraîné une forte augmentation de l'incertitude autour de la politique économique américaine mais aussi dans de nombreux autres pays industrialisés et émergents (graphique 1.1). Dans tous les pays, à l'exception de la Chine et de l'Italie, cette incertitude est plus importante que celle observée pendant la crise sanitaire. Pour le Canada et les États-Unis, elle a même atteint un niveau historiquement élevé.

Graphique 1.1. Indicateurs d'incertitude de politique économique



Note : La période Trump I correspond à la moyenne de l'indicateur sur l'année 2018, Covid à la période allant de février 2020 à janvier 2021 et Trump II à la période allant de janvier 2025 à août 2025.

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

Dans certains pays européens, surtout en France mais aussi en Allemagne et en Espagne, l'incertitude politique actuelle pourrait également créer un climat peu propice aux investissements et à la consommation². Au premier semestre, ce sont surtout les échanges commerciaux qui ont été affectés par la perspective de droits de douane additionnels. Il en a résulté une hausse des importations américaines au premier trimestre par anticipation de cette augmentation, suivie d'un recul important. Cette volatilité des flux de commerce mondial s'est reflétée dans le PIB des États-Unis qui s'est contracté au

2. Voir R. Sampognaro, 2022, « Guerre en Ukraine et hausse des tensions internationales : quel impact sur le PIB ? Analyse empirique de l'économie mondiale et de six pays avancés à partir d'un indicateur de "risque" géopolitique », *Revue de l'OFCE*, n° 178, octobre.

premier trimestre (-0,2 %) avant de rebondir le trimestre suivant (+0,9 %) (graphique 1.2). Corrélativement, la croissance des exportations a été plus importante dans de nombreux pays partenaires des États-Unis au premier trimestre, avant de baisser le trimestre suivant³.

Dans l'ensemble de la zone euro, la croissance est restée atone et la bonne performance du premier trimestre (+0,6 %) s'explique par la croissance exceptionnelle de l'Irlande à 7,5 %⁴. La consommation des ménages de la zone euro a été peu dynamique et les exportations ont nettement ralenti au deuxième trimestre, reculant notamment en Allemagne et en Italie. L'Allemagne est engluée dans une stagnation depuis la Covid (graphique 1.2a). Les espoirs de reprise de l'économie après deux trimestres de croissance positive ont été douchés par une baisse du PIB de 0,3 % au deuxième trimestre 2025 (graphique 1.2b). Si le PIB italien affiche un niveau supérieur de 5,8 % par rapport à 2019, la dynamique de croissance semble s'essouffler depuis plusieurs trimestres et l'activité s'est également légèrement contractée au deuxième trimestre. Ainsi, parmi les plus grands pays de la zone, l'Espagne reste une des économies les plus dynamiques de la zone euro, affichant de nouveau une croissance dynamique aux premier et deuxième trimestres (+0,6 % puis +0,8 %). Comparativement aux États-Unis, le PIB de la zone euro peine donc toujours à décoller. Par rapport à 2019, il a augmenté de 6,1 %, mais de 4,6 % si on exclut l'Irlande, contre une hausse de 14,7 % outre-Atlantique (voir graphique 1.2d). Cette situation n'est cependant pas propre aux seuls pays de la zone euro. En Europe, le Royaume-Uni ou la Suède sont dans une situation assez proche avec un PIB qui dépasse le niveau pré-Covid de 5,5 et 6 % respectivement.

Dans les pays émergents, la croissance a globalement résisté au premier semestre en Chine, en Inde ou au Brésil. Certains pays ont aussi bénéficié d'une hausse de leurs exportations de semi-conducteurs avant l'instauration de droits de douane additionnels. Néanmoins, les exportations de la Chine vers les États-Unis ont fortement baissé entre janvier et juin 2025, atteignant un niveau plus faible que celui observé en mars 2020. Une partie de ce commerce a cependant pu transiter par d'autres pays. Enfin, la croissance du Mexique a bien résisté puisque le PIB progressait de 1,2 % en glissement annuel au deuxième

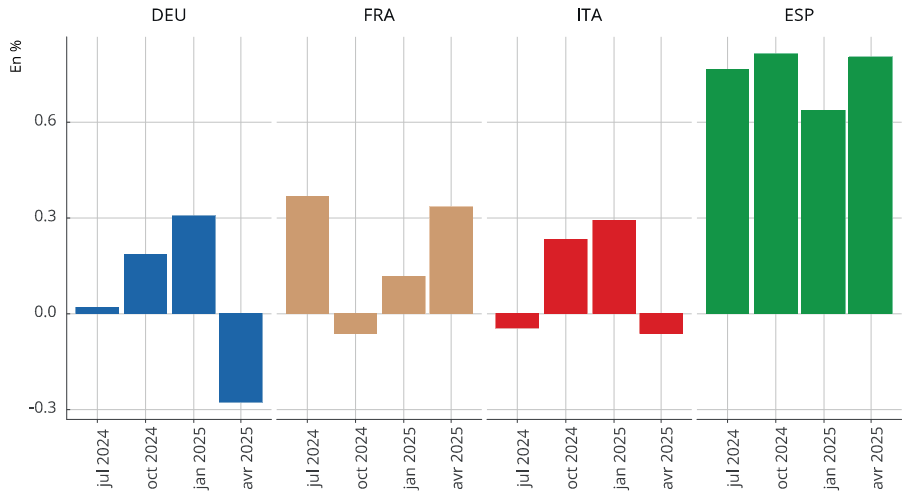
3. Par exemple, le PIB du Canada a baissé de 0,4 % au deuxième trimestre en raison d'une forte réduction des exportations.

4. Le taux de croissance de la zone euro hors Irlande s'est élevé à 0,3 %.

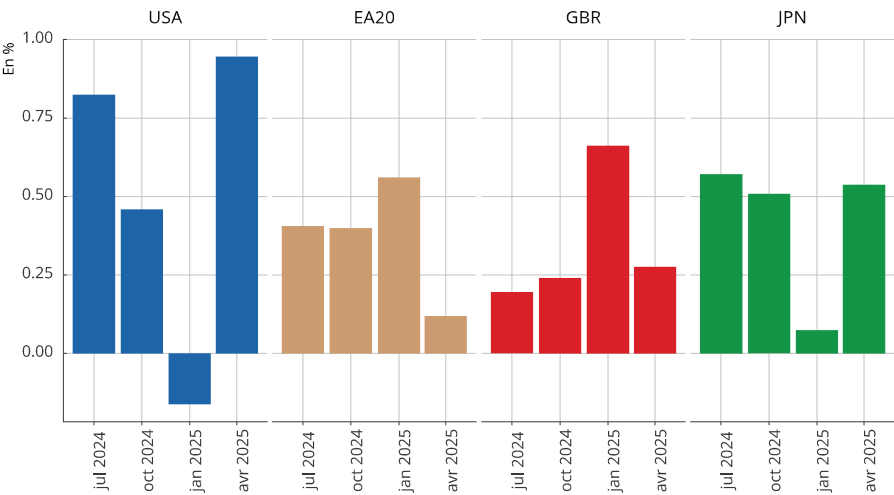
trimestre (graphique 1.2c). L'économie mexicaine est certes très dépendante des importations américaines, mais les biens couverts par l'AEUMC (Accords États-Unis, Mexique, Canada) sont exclus des nouveaux droits.

Graphique 1.2ab. Dynamique du PIB dans les principales économies

a) Zone euro



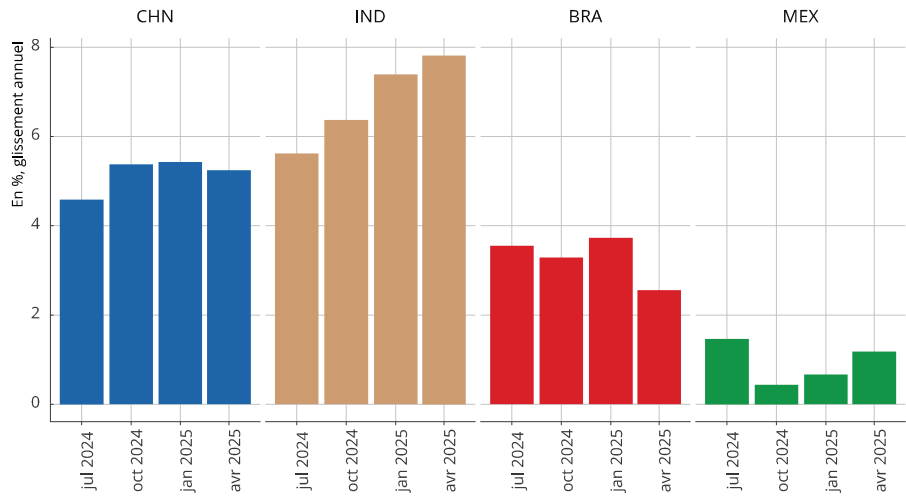
b) Principaux pays industrialisés



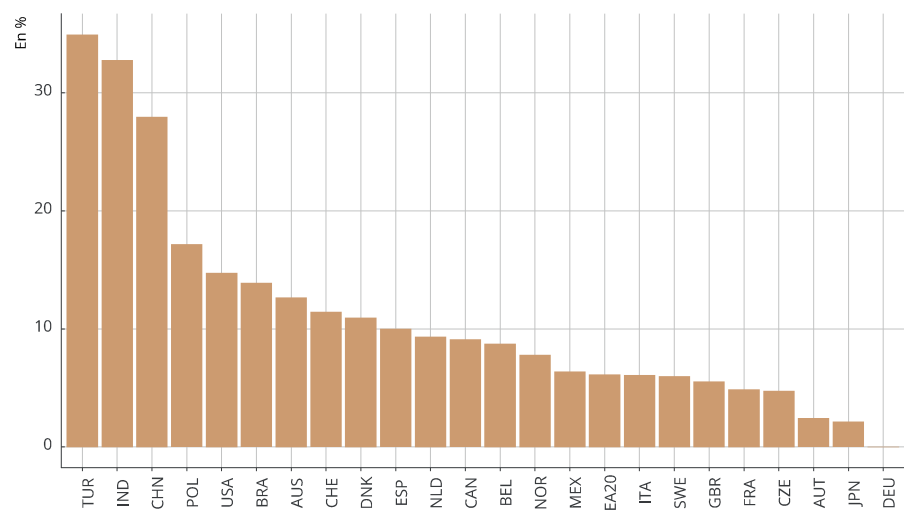
Sources : Comptes nationaux (OCDE), prévision OFCE octobre 2025.

Graphique 1.2cd. Dynamique du PIB dans les principales économies

c) Principaux pays émergents



d) Écart de PIB par rapport à 2019



Sources : Comptes nationaux (OCDE), prévision OFCE octobre 2025.

1.2. Vers une baisse de l'inflation

Après les fortes tensions liées à l'envolée des prix de l'énergie et de l'alimentation en 2022, l'inflation mesurée par les indices de prix à la consommation a nettement baissé dans l'ensemble des pays développés, convergeant progressivement vers 2 %, niveau ciblé par les banques centrales. Toutefois, début 2025, seule la zone euro avait retrouvé ce niveau.

Au Royaume-Uni et aux États-Unis, l'inflation reste supérieure à cette cible et est même repartie à la hausse. Ainsi, après avoir baissé jusqu'à 2,6 % en mars, l'inflation dépasse de nouveau 3 % au Royaume-Uni en partie à cause de la hausse des prix alimentaires. Outre-Atlantique, l'inflation réaugmente depuis mars 2025. En août, elle s'élevait à 2,9 %. Ce rebond témoigne sans doute des premiers effets des hausses des droits de douane effectives depuis le printemps, même si ces hausses ont pu être en partie absorbées par les distributeurs⁵. Il y a bien une accélération de l'indice de prix des biens mais cette tendance est antérieure à la guerre commerciale. Alors qu'en juin 2024, les prix des biens hors énergie baissaient de 1,8 % en glissement annuel, ils se sont ensuite stabilisés en début d'année 2025 avant d'augmenter. Par ailleurs, même s'il est moins marqué, on observe un mouvement similaire dans la zone euro avec une désinflation dans les services mais une hausse de l'inflation pour les biens qui semble cependant fortement tirée par l'Allemagne.

Quant au Japon, l'inflation reste élevée mais s'inscrit en baisse depuis janvier, atteignant 2,7 % en août contre 4 % en janvier. Comme au Royaume-Uni, cette évolution est tirée par une contribution importante des prix alimentaires. Dans les principaux pays émergents, l'inflation baisse en Chine, en Inde, au Mexique et aussi en Turquie mais elle réaugmente légèrement au Brésil.

Sous l'hypothèse d'une relative stabilité des prix de l'énergie⁶, l'inflation dépendra des tarifs appliqués par les différents pays. À ce stade, en l'absence de représailles importantes de la part des pays industrialisés, l'impact sera surtout élevé pour les États-Unis (graphique 1.3), où la hausse des tarifs douaniers se répercutera sur les prix à la consommation à la fois par un effet direct sur les

5. Voir cette analyse récente du Petersen Institute for International Economics : G. C. Hufbauer et Y. Zhang, 2025, « [Who is paying for Trump's tariffs? So far, it's US businesses](#) », *Blog Realtime Economics*, 16 septembre.

6. Nous supposons que le prix du pétrole atteindrait 65 dollars le baril au dernier trimestre 2025 puis se stabiliserait à ce niveau.

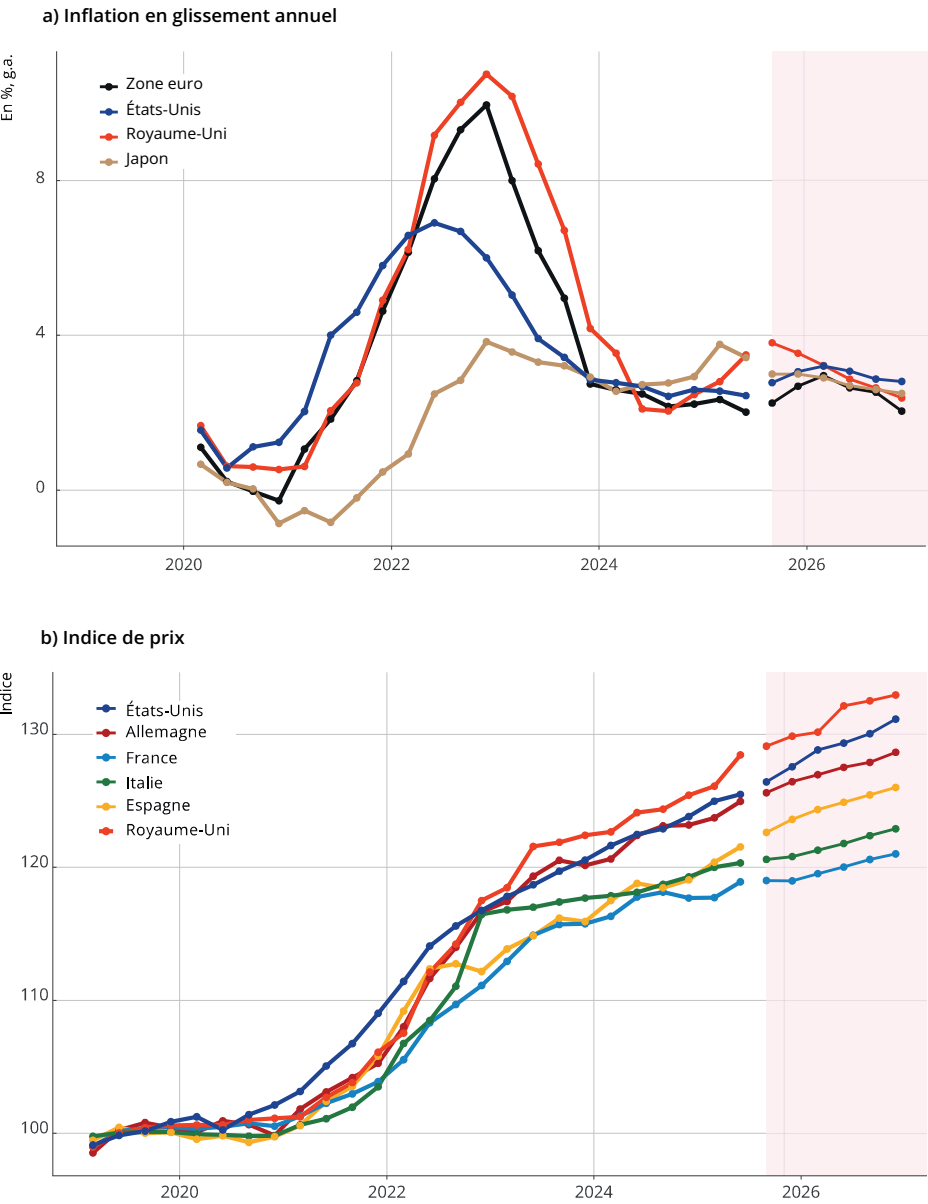
importations de biens de consommation mais aussi par un effet indirect lié au renchérissement du prix des consommations intermédiaires qui sera répercuté sur les prix de production domestiques et donc sur l'indice des prix à la consommation⁷. C'est donc aux États-Unis que la menace d'une inflation durablement plus élevée que la cible de la banque centrale est la plus forte. Sous l'hypothèse d'une hausse des droits de près de 17 points, nous anticipons une inflation à plus de 3 % en début d'année 2026 et qui se maintiendrait à ce rythme en moyenne annuelle.

Dans la zone euro, après un léger rebond temporaire jusqu'au premier trimestre 2026, du fait d'une moindre contribution négative des prix de l'énergie, l'inflation reviendrait vers 2 %. Ce niveau refléterait toutefois des évolutions contrastées à l'intérieur de la zone euro. Alors que l'inflation baisserait en 2026 en Allemagne et en Espagne, elle augmenterait en France et en Italie. L'inversion des dynamiques d'inflation ne permettrait cependant pas une convergence des niveaux de prix entre les principaux de la zone euro. Fin 2026, le niveau de prix en Allemagne restera relativement plus élevé que celui de la France si l'on prend l'année 2019 pour point de départ (graphique 1.3). La hausse totale atteindrait en effet 28,7 % outre-Rhin contre 18,3 % pour la France. L'écart s'amplifierait entre la zone euro et le Royaume-Uni où l'inflation resterait plus élevée que dans la zone euro jusqu'en fin d'année 2026 avec une hausse cumulée de 27 % en zone euro contre 33 % au Royaume-Uni. En prévision, la hausse cumulée des prix serait plus importante aux États-Unis que dans la zone euro.

La baisse de l'inflation ne permettra pour autant pas de stimuler le revenu disponible réel des ménages de la zone euro car elle s'accompagne également d'une baisse de la croissance du revenu nominal des ménages en 2025 et 2026, notamment en Allemagne et en France. Le rythme de croissance de la consommation des ménages sur l'ensemble de la zone serait stable, 1,2 % en 2026, comme en 2025 et 2024. La situation est similaire au Japon et au Royaume-Uni en termes de revenu. Néanmoins, après avoir reculé en 2024, la consommation des ménages repartirait à la hausse en 2025. Aux États-Unis, les baisses d'impôts accordées aux ménages pendant l'été dans le cadre du *One Big Beautiful Bill Act* ne se traduiront pas par un gain de revenu disponible. Une part significative de la loi consiste à pérenniser des allègements fiscaux votés en 2018 et qui devaient arriver à échéance

7. Effets qui pourraient en outre être amplifiés par la baisse de la valeur du dollar.

Graphique 1.3. Inflation en niveau



Sources : Comptes nationaux (OCDE), prévision OFCE octobre 2025.

en 2025, ce qui ne générera donc pas de revenus supplémentaires effectifs pour les ménages⁸. Par ailleurs, les gains liés aux autres mesures – défiscalisation des heures supplémentaires et des pourboires – seront compensés par le ralentissement de la masse salariale en lien avec la dégradation de l'emploi. Sachant que les droits de douane impacteraient relativement plus le pouvoir d'achat des ménages les plus modestes, il en résulterait un ralentissement de la consommation, les ménages les plus riches épargnant une part importante des gains liés aux mesures fiscales.

1.3. Politiques économiques : frein ou soutien ?

Les banques centrales en soutien

Dans cette situation d'incertitude accrue sur la répercussion des droits de douane, les banques centrales continuent d'afficher une certaine prudence. Aux États-Unis, la Réserve fédérale devra arbitrer entre une inflation plus élevée et un ralentissement de l'activité et de l'emploi. De fait, son président, Jerome Powell, est mis sous pression par Donald Trump depuis janvier 2025 pour que la Réserve fédérale baisse le taux directeur rapidement. Après plusieurs mois de statu quo, la dégradation de la situation sur le marché du travail a poussé la Réserve fédérale à aller dans ce sens, baissant le taux de 0,25 point pour le porter à 4,25 %. Malgré l'inflation à venir, nous supposons qu'elle poursuivrait dans cette voie et qu'elle privilégierait l'objectif de croissance même si le rythme de baisse devrait être modéré avec un taux cible pour les fonds fédéraux qui atteindrait 3,5 % en fin d'année 2026. En mai 2026, le remplacement de Jerome Powell à la tête du Federal Open Market Committee (FOMC) devrait permettre à Donald Trump de renforcer son influence sur l'orientation de la politique monétaire américaine.

Sous réserve d'une réduction de l'inflation en 2026, la Banque d'Angleterre ferait aussi le choix de la baisse de son taux directeur qui atteindrait 3,5 % en fin d'année. Au Japon, le maintien de l'inflation au-dessus de 2 % conforterait la stratégie de la banque centrale de poursuivre la normalisation de la politique monétaire entamée à l'été 2024, ce qui se traduirait par deux nouvelles hausses en 2026⁹.

8. Sans ces mesures, les ménages auraient toutefois fait face à une hausse significative de leurs impôts, ce qui aurait pesé sur la croissance du revenu disponible.

9. La perspective d'un changement de gouvernement au Japon mettant l'accent sur une orientation plus expansionniste de la politique économique pourrait influencer l'orientation future de la politique monétaire de la Banque du Japon (BoJ). Nous n'anticipons cependant pas de remise en cause du processus de normalisation dès lors que le risque de retour en déflation est écarté.

Paradoxalement, alors que les pressions inflationnistes sont moindres en zone euro, la BCE mettrait un terme à son assouplissement monétaire après une dernière baisse des taux fin 2025. Depuis mai 2024, elle a déjà baissé ses taux directeurs à huit reprises et jugerait désormais que ces décisions passées permettront de stabiliser l'inflation autour de 2 % et de maintenir la croissance du PIB.

Les politiques budgétaires face au mur de la dette

L'orientation de la politique budgétaire sera plus hétérogène non seulement entre l'Europe et les États-Unis mais aussi au sein de la zone euro.

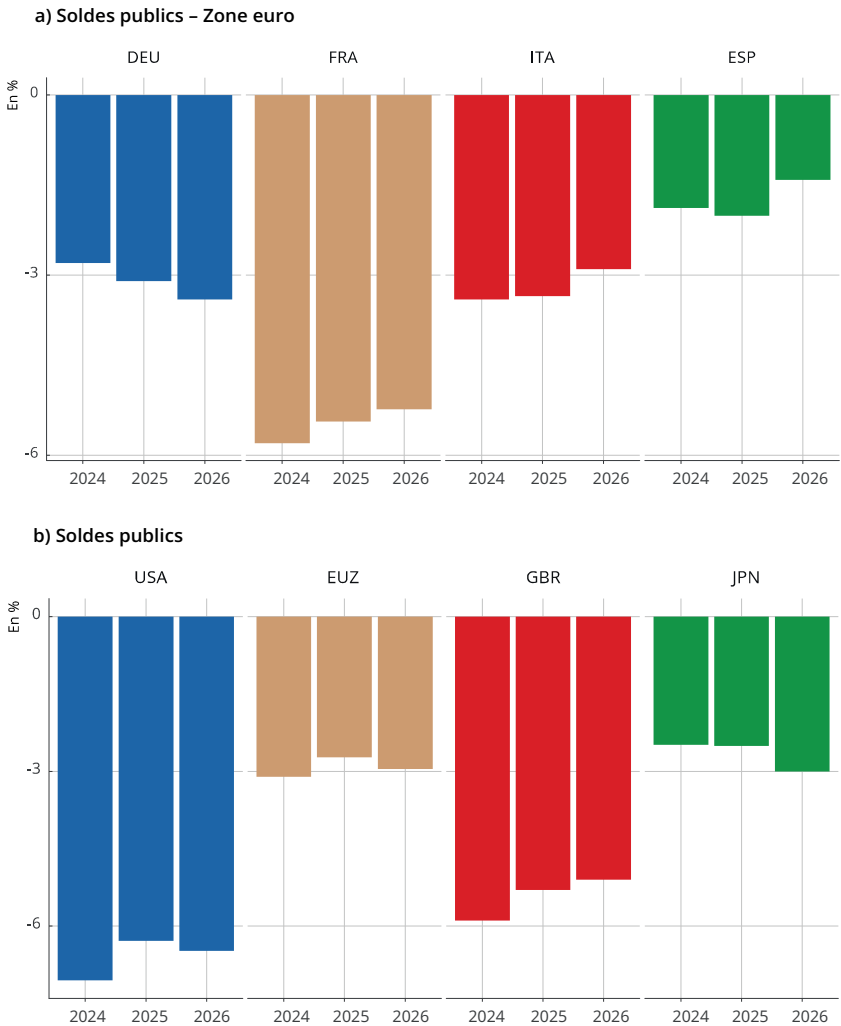
Ainsi, l'administration Trump a fait le choix de nouvelles mesures d'allègements fiscaux qui seront certes compensées par des coupes dans les dépenses sociales elles-mêmes compensées par une augmentation des autres dépenses, notamment militaires et de sécurité intérieure. En 2025, l'effet lié à la réduction des dépenses l'emporterait mais en 2026, l'impulsion serait positive¹⁰. Pour autant, l'impact sur la croissance serait faible à la fois parce que la réduction des dépenses de 2025 aura encore des effets en 2026 et aussi parce que les mesures fiscales de 2026 favoriseront relativement les classes les plus aisées dont la propension marginale à consommer est plus faible, ce qui réduira leur effet multiplicateur. Il reste que ces décisions témoignent de choix politiques et l'absence de réelle prise en compte de la dynamique de la dette. Malgré une situation économique qui a été plutôt favorable depuis 2021, le déficit budgétaire de l'État fédéral s'élevait encore à 7 % en 2024 et sans perspective de réduction significative, la dette publique continuerait de grimper pour atteindre 124,5 % en 2026.

En Europe, le souci de réduire ou du moins de stabiliser la trajectoire de la dette publique en points de PIB pousserait plusieurs pays à mettre en œuvre une politique budgétaire restrictive ; notamment la France, l'Espagne et le Royaume-Uni. L'Allemagne se distinguerait par une politique budgétaire expansionniste, facilitée par le faible niveau de la dette publique. En effet, rapportée au PIB, la dette allemande n'est que de 62,5 % du PIB, alors qu'elle dépasse 100 % en France, en Italie, en Espagne et au Royaume-Uni. Le gouvernement allemand dispose donc

10. La mise à l'arrêt de l'administration américaine (*shutdown*) pourrait cependant remettre en cause cette hypothèse, soit parce que les démocrates parviennent à réduire les coupes dans les dépenses sociales, soit au contraire parce que les républicains emportent le bras de fer en menaçant de nouvelles coupes.

de marges de manœuvre pour mettre en œuvre une politique d'investissement en infrastructures, de relance des dépenses militaires et de soutien aux entreprises permettant de relancer la croissance. L'Italie parviendrait à ramener son déficit sous la barre des 3 % en 2026 (graphique 1.4), bénéficiant encore notamment des dépenses financées par les subventions du plan *NextGenerationEU*, ce qui permettrait de compenser l'effort structurel. Ainsi, après une impulsion négative en 2024, celle-ci serait plus neutre pour l'ensemble de la zone euro en

Graphique 1.4. Solde budgétaire



Sources : Comptes nationaux (OCDE), prévision OFCE octobre 2025.

2025 et 2026, et le déficit passerait de 2,7 % en 2025 à 3 % en 2026. En Espagne, sans majorité pour faire adopter un budget, c'est celui de l'année précédente qui s'appliquera, impliquant une légère consolidation et une réduction du déficit. En France, malgré les nombreuses incertitudes politiques, le gouvernement est contraint par la procédure de déficit excessif et devra quoi qu'il en soit s'engager sur la voie de la consolidation.

Le Royaume-Uni se trouve dans une situation assez proche de celle de la France en termes de déficit. Même si le gouvernement britannique n'est pas soumis aux règles budgétaires européennes, le budget serait de nouveau restrictif, ce qui permettrait de réduire le déficit.

1.4. La croissance fait de la résistance

Le désordre économique mondial n'a jusqu'ici pas provoqué de choc de même nature que ceux de la crise financière de 2008, de la pandémie ou encore de la flambée des prix de l'énergie en 2022. Malgré la volatilité des échanges commerciaux et la forte incertitude de politique économique ou géopolitique, il n'y a aucun signe d'affaiblissement brutal de la croissance. La demande intérieure semble ralentir aux États-Unis mais elle accélère légèrement dans la zone euro et au Royaume-Uni. L'activité résiste également dans les pays émergents. En fin d'année 2025, ni la politique commerciale de Donald Trump, ni sa politique budgétaire ne permettront aux États-Unis de retrouver leur grandeur économique qu'ils n'ont jamais vraiment perdue. Ainsi, même avec une croissance qui atteindrait 1,6 % en 2025, la situation resterait plus favorable qu'en zone euro en raison d'un meilleur potentiel lié non seulement à des facteurs démographiques plus avantageux mais surtout à une productivité plus élevée. Paradoxalement, c'est du côté de la politique monétaire que l'activité trouvera du soutien outre-Atlantique, malgré toutes les critiques de Donald Trump à l'encontre de la Réserve fédérale. En 2026, la croissance augmenterait légèrement surtout grâce à l'investissement.

La situation économique s'améliorerait dans la zone euro en 2025 par rapport à 2024. L'Espagne continuerait à avoir une croissance soutenue à 3 %. L'Allemagne se porterait mieux même s'il faudra attendre l'an prochain pour qu'elle retrouve un rôle de locomotive. En Italie, la croissance se stabiliserait à 0,5 % comme en 2024 tandis qu'elle diminue en France. Dans l'ensemble de la zone euro, nous anticipons une croissance de 1,4 % en 2025 marquée cependant par une faible dynamique trimestrielle dans les trois principales économies de la

zone euro. Pour 2026, en Allemagne, l'activité bénéficiera d'une politique budgétaire expansionniste qui stimulera la demande intérieure et notamment la consommation des ménages. Mais dans les autres pays, plus contraints budgétairement, l'embellie sera bien moindre tandis que le dynamisme de l'Espagne s'essoufflerait. L'impact des droits de douane sur la croissance devrait être modéré et compensé globalement par la baisse des taux passés. Cependant, le taux de chômage de la zone euro devrait rester stable. De fait, l'impact du ralentissement observé en 2023 et 2024 sur le marché du travail avait été plutôt absorbé par une productivité plus faible. Celle-ci s'améliorerait par la suite, notamment en Allemagne, ce qui limiterait la baisse du chômage. En France et en Italie, la croissance serait même insuffisante et le chômage repartirait à la hausse.

Au Royaume-Uni, la croissance serait de 1,5 % en 2025 et de 1,1 % en 2026, freinée notamment par une contribution négative du commerce extérieur. La demande intérieure commencerait à bénéficier de la baisse des taux d'intérêt un peu plus tardive que dans la zone euro mais serait ralentie par l'orientation restrictive de la politique budgétaire. L'inflation, les incertitudes géopolitiques et la remontée du chômage inciteraient les ménages à rester prudents, limitant l'amélioration de la consommation.

De fait, c'est sans doute pour l'économie chinoise que le défi de la guerre commerciale est le plus important en raison de tarifs plus élevés imposés sur les importations en provenance de Chine et de la plus forte dépendance de son économie au commerce mondial. L'évolution de l'activité reste donc dépendante de l'issue des négociations en cours. Pour autant, la Chine maintiendrait une croissance forte, à 4,9 % en 2025 et 4,6 % en 2026, l'écart entre les deux années reflétant essentiellement l'impact de la guerre commerciale sur les exportations chinoises. Mais cette situation reste fragile et l'économie vulnérable en cas d'absence d'accord et de nouvelles tensions avec les États-Unis.

Les autres pays particulièrement exposés à des sanctions commerciales importantes sont l'Inde et le Brésil. Cependant, l'économie indienne est relativement peu intégrée au commerce mondial et sa croissance repose surtout sur la demande intérieure, notamment la consommation, ce qui permettrait de maintenir une croissance à 6,5 % en 2026, soit le même rythme qu'en 2024. Au Brésil, la surtaxe de 50 % sur une partie des exportations vers les États-Unis impacterait la croissance qui ne pourra par ailleurs pas trouver de soutien par la politique économique. Au contraire, l'inflation élevée a poussé la banque

centrale à durcir la politique monétaire et les marges de manœuvre budgétaires sont très étroites dans un contexte de déficit public élevé. La croissance devrait donc se réduire, passant de 3 % en 2024 à 2,6 % en 2025 et 2,4 % en 2026.

De fait, même si plusieurs accords ont été trouvés entre les États-Unis et ses partenaires commerciaux, l’incertitude demeure sur la hausse des droits de douane, et un nouveau changement d’attitude de Donald Trump ainsi qu’une nouvelle escalade tarifaire ne peuvent pas être totalement exclus. L’autre risque réside sans doute dans l’envolée des cours boursiers dans le secteur de la haute technologie et qui pourraient être à l’origine d’une bulle. L’expérience du début des années 2000 et de nombreux travaux empiriques suggèrent que l’éclatement des bulles boursières ont des répercussions moindres sur l’économie américaine et mondiale que les bulles immobilières. Mais il faut aussi tenir compte de la capacité de la politique économique à absorber un choc supplémentaire. La politique monétaire a sans doute retrouvé des marges de manœuvre en cas de ralentissement plus brutal de l’activité, mais elles sont probablement plus réduites du côté de la politique budgétaire pour de nombreux pays même s’il est toujours délicat d’identifier une limite de dette au-delà de laquelle aucune action ne serait possible.

Tableau 1.1. Prévisions de croissance mondiale (en %)

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

Note : Pondération selon le PIB et les PPA de 2014 estimés par le FMI.
Sources : Comptes nationaux (OCDE), prévision OFCE octobre 2025.

Tableau 1.2. Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et prix du pétrole

	2025				2026		2024	2025	2026
	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
Taux de change									
1 € =...dollar	1,05	1,13	1,17	1,20	1,20	1,20	1,08	1,14	1,20
1 € =...yen	160	164	172	172	168	168	164	167	168
1 £ =...euros	1,20	1,18	1,15	1,15	1,15	1,15	1,18	1,17	1,15
Taux d'intérêt directeur des banques centrales*									
États-Unis	4,50	4,50	4,42	4,17	4,00	3,83	5,31	4,40	3,75
Japon	0,50	0,50	0,50	0,58	0,75	0,83	0,11	0,52	0,92
Zone euro	2,90	2,32	2,15	1,90	1,90	1,90	4,07	2,32	1,90
Royaume-Uni	4,58	4,33	4,08	4,00	3,83	3,67	5,10	4,25	3,62
Prix du pétrole Brent									
En \$	75,8	68,0	69,0	67,0	65,0	65,0	81,2	69,9	65,0
En €	72,0	59,9	59,0	55,8	54,2	54,2	75,1	61,7	54,2

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

Source : Prévision OFCE octobre 2025.

2. Finances publiques : hétérogénéités de rigueurs

En matière de politique budgétaire, les situations apparaissent hétérogènes entre les grands pays européens, les États-Unis et le Japon, mais également au sein de la zone euro.

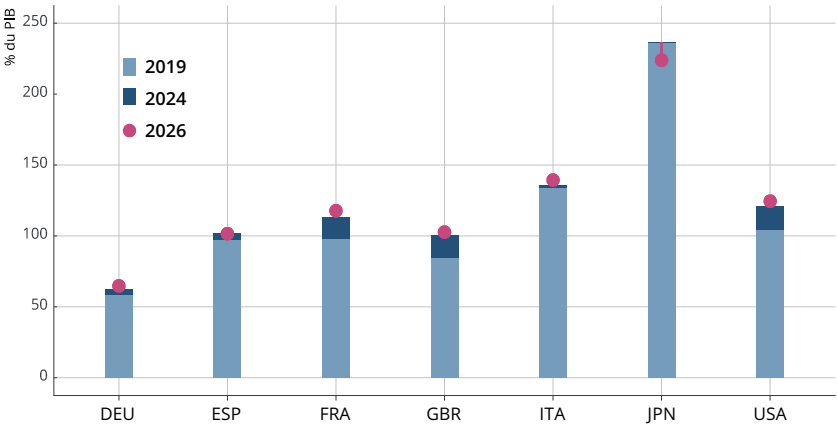
2.1. Politique budgétaire américaine : la fuite en avant expansionniste

Le 4 juillet 2025, le président Donald Trump a promulgué la loi *One Big Beautiful Bill Act* (OBBBA), présentée comme visant à pérenniser plusieurs dispositifs de réduction d'impôt à l'attention des familles ; en contrepartie, la loi comprend des mesures visant à baisser les dépenses de l'État. Ces mesures budgétaires entraîneraient, selon le Congressional Budget Office (CBO), une augmentation du déficit budgétaire primaire de 3400 milliards de dollars sur la période 2025-2034 (soit 1 point de PIB par an en moyenne). Ainsi, la politique budgétaire américaine pour 2025-2026 serait marquée par plusieurs mesures phares : l'extension du *Tax Cuts and Jobs Act* (TCJA), l'exonération des pourboires et des heures supplémentaires, ainsi qu'une réduction des dépenses non militaires, compensée par une hausse significative des dépenses militaires. Certaines dispositions de l'*Inflation Reduction Act* (IRA) prendraient également fin. D'après nos prévisions, l'effet de baisse des dépenses dominerait en 2025, alors que l'essentiel des baisses d'impôts aurait lieu en 2026 : l'impulsion budgétaire¹ serait ainsi négative (-0,4 % du PIB) en 2025, puis positive (1 %) en 2026. Quant au déficit public, il passerait de 7 % du PIB en 2024 à 6,5 % en 2026, tandis que le ratio de dette publique augmenterait de 3,6 points pour atteindre 124,6 % du PIB en 2026 (graphique 2.1).

1. L'impulsion budgétaire mesure l'effet des décisions du gouvernement sur l'activité économique. Elle correspond à l'évolution du solde public corrigée des intérêts de la dette, des mesures exceptionnelles et des effets liés à la conjoncture.

Cette fuite en avant s’est traduite par une augmentation de l’écart entre les taux sur les obligations publiques à 10 ans et à 30 ans, passé de 24 à 63 points de base entre janvier et septembre 2025. L’écart, qui revient à son niveau de 2021, reflète une perception de risque accru sur le long terme, ce qui peut signaler des inquiétudes sur l’inflation ou sur le financement de la dette à long terme.

Graphique 2.1. Dettes publiques en zone euro et aux États-Unis depuis 2019



Lecture : La dette publique française était de 97,9 % du PIB en 2019 et de 113,0 % en 2024. Selon les prévisions de l’OFCE, elle augmenterait de 3,7 points de pourcentage pour atteindre 116,7 % en 2026.

Note : Pour les pays européens : dette publique au sens de Maastricht. L’impulsion budgétaire mesure l’effet des décisions du gouvernement sur l’activité économique. Elle correspond à l’évolution du solde public corrigée des intérêts de la dette, des mesures exceptionnelles et des effets liés à la conjoncture.

Sources : FMI, Eurostat, prévisions OFCE octobre 2025.

2.2. Europe : l’Allemagne à contre-courant

Sur la période 2024-2026, les grands pays de la zone euro et le Royaume-Uni devraient connaître une baisse de leurs déficits publics, à l’exception notoire de l’Allemagne. Cette dernière se singularise en effet en matière budgétaire : elle apparaît comme le seul grand pays ayant une véritable marge de manœuvre. Son ratio de dette publique rapporté au PIB n’est que de 62,5 %, alors qu’il dépasse 100 % en France, en Italie, en Espagne et au Royaume-Uni (graphique 2.1). Par ailleurs, son déficit public a atteint 2,8 % du PIB en 2024 ; il est donc inférieur au seuil de 3 %. *A contrario*, la France, le Royaume-Uni, et dans une moindre mesure l’Italie, connaissent une situation budgétaire dégradée avec des déficits publics de respectivement 5,8 %, 5,9 % et 3,4 % du PIB en 2024. Notons que l’Italie a rapidement réduit son

déficit public depuis 2023 (7,2 % du PIB), grâce à la fin du Superbonus – un dispositif fiscal très coûteux de soutien aux travaux de rénovation énergétique – et à l'octroi de subventions européennes dans le cadre du programme *NextGenerationEU* (NGEU), qui échappent au calcul du déficit public.

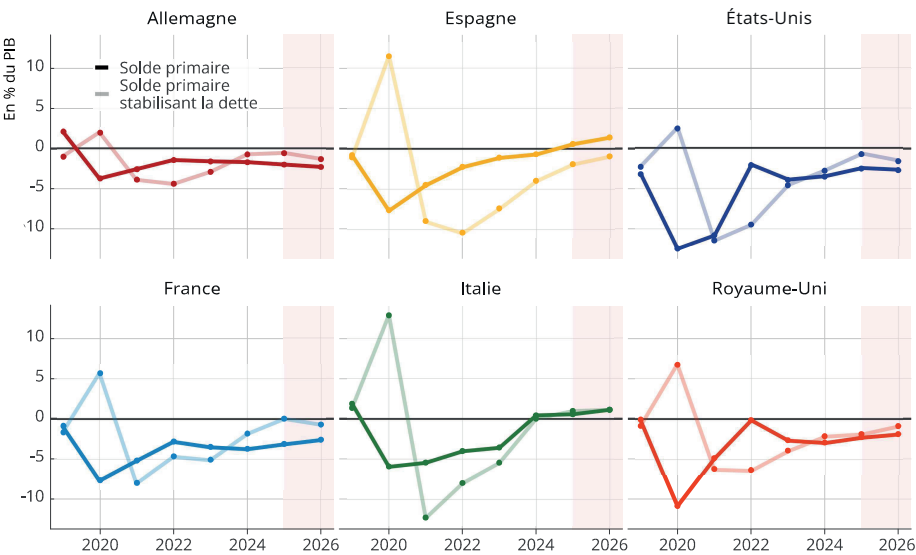
La différence entre solde public primaire et solde public stabilisant la dette permet de mieux appréhender la soutenabilité de la dette (graphique 2.2)². En effet, le solde public primaire correspond au solde budgétaire hors charge d'intérêts de la dette : il mesure donc l'effort discrétionnaire de l'État en matière de recettes et de dépenses. Quant au solde stabilisant la dette, il représente le niveau de solde primaire qu'il faudrait atteindre pour maintenir constant le ratio dette/PIB, compte tenu du taux de croissance de l'économie et du coût de financement de la dette. Si le solde primaire effectif est supérieur au solde stabilisant, la dette publique tend à se réduire relativement au PIB, ce qui améliore sa soutenabilité. À l'inverse, si le solde primaire est inférieur au solde stabilisant, le ratio dette/PIB augmente, rendant la trajectoire budgétaire plus fragile.

C'est au Royaume-Uni, en France et en Allemagne que l'évolution du ratio de dette publique est la moins favorable. Dans le cas de l'Allemagne, cette évolution est directement liée à la politique volontariste d'expansion budgétaire. Pour réduire leurs déficits, le Royaume-Uni et la France mèneraient des politiques de consolidation budgétaire en 2025 et 2026, qui se traduiraient par une réduction des déficits publics entre 2024 et 2026, de respectivement 0,8 point et 1,1 point de PIB (graphique 2.3).

Pour la France, indépendamment du retrait progressif des mesures du plan de relance post-Covid et anti-inflation, cette consolidation reposerait en 2025 sur une hausse ciblée des prélèvements obligatoires (notamment sur les grandes entreprises et les hauts revenus), avant de se concentrer en 2026 sur un effort important de maîtrise de la dépense publique. Malgré ces mesures, le déficit public resterait supérieur à 5 % du PIB et la dette continuerait de progresser, atteignant environ 117 % du PIB en 2026 (contre 113 % en 2024).

2. Sur cette question, voir également É. Heyer, M. Plane, X. Ragot, R. Sampognaro et X. Timbeau, 2025, « *Quelles trajectoires pour les finances publiques de la France ?* », *OFCE Policy brief*, n° 146, 11 juillet.

Graphique 2.2. Évolution du solde public primaire et du solde public primaire stabilisant la dette



Note : Zone rosée : données de prévision (après T2 2025).

Sources : Eurostat, prévision OFCE octobre 2025.

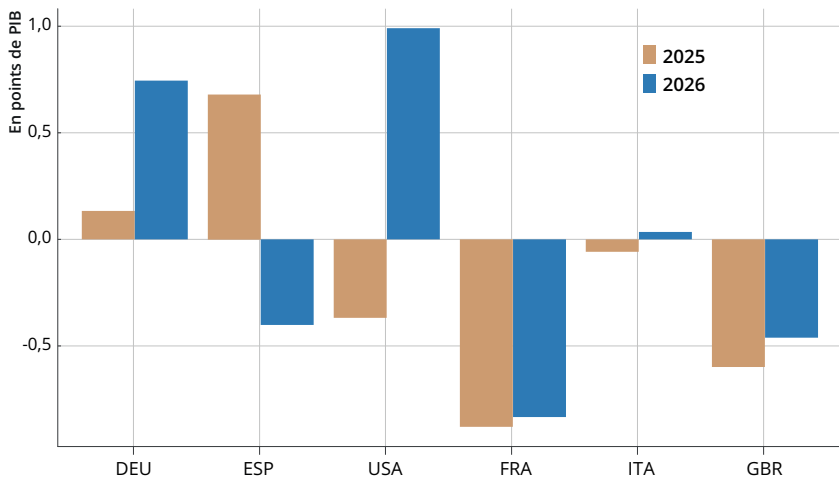
En Espagne, le taux de croissance dynamique du PIB réel (2,8 % du PIB en 2025) permettrait une réduction de l’endettement public. Le pays attendrait 2026 pour afficher une impulsion budgétaire négative ; le déficit se réduirait de 0,5 point de PIB entre 2024 et 2026.

Malgré son ratio d’endettement et le poids des intérêts de sa dette, l’Italie, quant à elle, afficherait une politique budgétaire quasi neutre. En effet, l’effort structurel (0,2 % du PIB en 2025 et 0,4 % en 2026) serait en partie compensé par l’utilisation des fonds du plan *NextGenerationEU*, si bien que l’impulsion budgétaire nette serait proche de zéro. Le pays reste pour l’instant sous procédure de déficit excessif, mais la sortie est attendue d’ici à 2026 grâce à la réduction rapide du déficit amorcée depuis 2023. En revanche, le ratio dette/PIB continuerait d’augmenter, sous l’effet d’importants ajustements stock-flux, liés notamment aux crédits d’impôt du Superbonus³.

3. Le Superbonus est un crédit d’impôt très généreux dédié à la rénovation énergétique des logements. Comptablement, le coût du Superbonus est enregistré immédiatement dans le déficit quand les crédits d’impôt sont accordés. En revanche, son effet sur la dette apparaît plus tard, au fur et à mesure que les ménages utilisent ces crédits pour réduire leurs impôts. Même si le déficit se réduit, la dette augmente à cause de ce décalage entre comptabilité et encaissements réels.

Seule l'Allemagne se singularise par sa politique expansionniste. En 2025, elle a réalisé une révolution copernicienne en tournant le dos à l'austérité et en votant un vaste plan budgétaire consacré aux infrastructures et à la défense. En 2025, l'impulsion budgétaire sera quasi nulle, car il faut du temps avant que les investissements puissent réellement être débloqués. En revanche, en 2026, l'Allemagne connaîtrait une impulsion budgétaire positive de 0,7 point de PIB, ce qui porterait sa croissance à 1,7 %, et creuserait (faiblement) sa dette publique.

Graphique 2.3. Impulsion budgétaire



Sources : FMI, Eurostat, prévisions OFCE octobre 2025.

3. La Réserve fédérale sous pression

3.1. La politique monétaire suit l'inflation

La poursuite de la baisse de l'inflation en 2024 a permis aux banques centrales des pays industrialisés et émergents de continuer à baisser les taux d'intérêt au cours des huit premiers mois de l'année 2025. La Banque du Japon et celle du Brésil font toutefois figure d'exception. Le Japon semble définitivement sortir d'une période prolongée de déflation, ce qui permet à la banque centrale de normaliser la politique monétaire en réaugmentant les taux de façon modérée et en réduisant sa politique d'achats de titres. Au Brésil l'inflation élevée – supérieure à 4 % depuis mai 2024 – a conduit la banque centrale à durcir la politique monétaire, en augmentant le taux de 4,5 points depuis août 2024 pour le porter à 15 %. Les autres banques centrales sont toutefois restées vigilantes à la fois parce que la convergence vers leur cible d'inflation n'était pas totalement garantie et parce que l'incertitude et la perspective de droits de douane plus élevés peuvent remettre en cause la baisse de l'inflation. C'est la raison pour laquelle la Réserve fédérale avait interrompu la baisse de taux amorcée en septembre 2024 et maintenu son taux à 4,5 % entre janvier 2025 et septembre 2025. La décision récente de baisser le taux d'un quart de point s'explique par une situation plus dégradée qu'anticipée sur le marché du travail et non par l'inflation qui a au contraire réaugmenté depuis avril.

3.2. To Trump or not to Trump

Ce dilemme devrait s'amplifier puisque l'inflation américaine se maintiendrait au-dessus de 3 % en 2026, et ne baisserait que très modérément en fin d'année. Les différents indicateurs d'anticipation d'inflation semblent relativement cohérents avec ce scénario et confirment une révision des anticipations après la victoire de Donald Trump aux élections présidentielles de 2024 (encadré 3.1). Pour autant, la situation n'est pas comparable à celle de 2022 qui avait vu l'inflation

monter jusqu'à 7,2 %¹. Les tensions inflationnistes seraient relativement modérées et comparables aux épisodes observés pendant la Grande Modération. Lors de ces épisodes, la Réserve fédérale avait durci sa politique monétaire comme ce fut le cas par exemple à la fin des années 1980 ou entre 2005 et 2007, où l'inflation dépassait également 3 % (graphique 3.1). De fait, le double mandat de la Réserve fédérale américaine lui donne de la souplesse pour arbitrer entre ses deux objectifs de stabilité des prix et de plein-emploi. Elle pourra donc justifier de nouvelles baisses de taux par l'impact négatif de la hausse des droits de douane sur la croissance et le chômage. Mais l'orientation de la politique monétaire pourrait aussi être implicitement liée aux pressions exercées par Donald Trump sur Jerome Powell. Pendant la campagne présidentielle, Donald Trump n'avait d'ailleurs pas caché sa volonté d'influencer les décisions de politique monétaire remettant en cause l'indépendance de la Réserve fédérale. Jusqu'en septembre, Jerome Powell avait résisté à ces pressions, et le Federal Open Market Committee (FOMC) avait privilégié le statu quo. Mais le mandat de Jerome Powell arrive à son terme en mai 2026 et le choix du nouveau président de la Réserve fédérale donnera l'occasion à Donald Trump de renforcer son influence. Le choix devrait se porter sur Stephen Miran, nommé en septembre au sein du FOMC, en remplacement d'Adriana Kugler dont le mandat arrivait à terme en janvier mais qui a démissionné.

Encadré 3.1. Anticipations d'inflation : un impact tangible de l'élection de Trump ?

L'élection de Donald Trump à la fin de l'année 2024 a suscité une réévaluation des anticipations d'inflation, mais avec, sans surprise, des effets contrastés entre les États-Unis et la zone euro.

Aux États-Unis, l'enquête réalisée par la Réserve fédérale de Philadelphie auprès des prévisionnistes (*Survey of Professional Forecasters*, SPF) montre un déplacement marqué de la distribution des anticipations pour 2026 entre l'enquête réalisée au quatrième trimestre 2024 et celle du troisième trimestre 2025. La probabilité associée à des niveaux d'inflation supérieurs à 3 % s'est accrue de manière notable, traduisant une perception plus forte des risques inflationnistes. Cette révision à la hausse peut refléter plusieurs facteurs anticipés par les professionnels : la hausse des droits de douane et l'impact de la guerre commerciale sur les biens importés, l'expansion

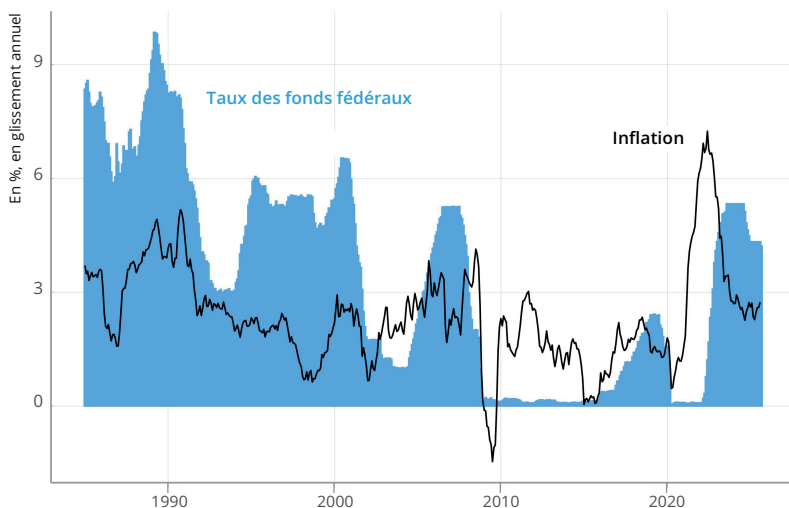
1. Pic atteint en juin 2022 avec le déflateur de la consommation qui est l'indicateur ciblé par la Réserve fédérale. Le pic était à 9 % avec l'indice des prix à la consommation.

budgétaire ainsi que les incertitudes entourant l'orientation de la politique monétaire, voire l'indépendance de la Réserve fédérale.

Dans la zone euro, les résultats du SPF de la Banque centrale européenne (BCE) pour 2026 montrent au contraire une stabilité des anticipations. Pour 2026, la distribution des prévisions reste centrée autour de 2 %, dans un intervalle compris entre 1,8 % et 2,2 %, confirmant que les anticipations d'inflation demeurent ancrées sur la cible de la BCE. Les chocs extérieurs liés à la politique américaine – droits de douane, tensions commerciales, fluctuations du dollar et des prix de l'énergie – semblent donc avoir eu un impact limité sur les anticipations des prévisionnistes européens, qui continuent de privilégier un scénario de stabilité à moyen terme.

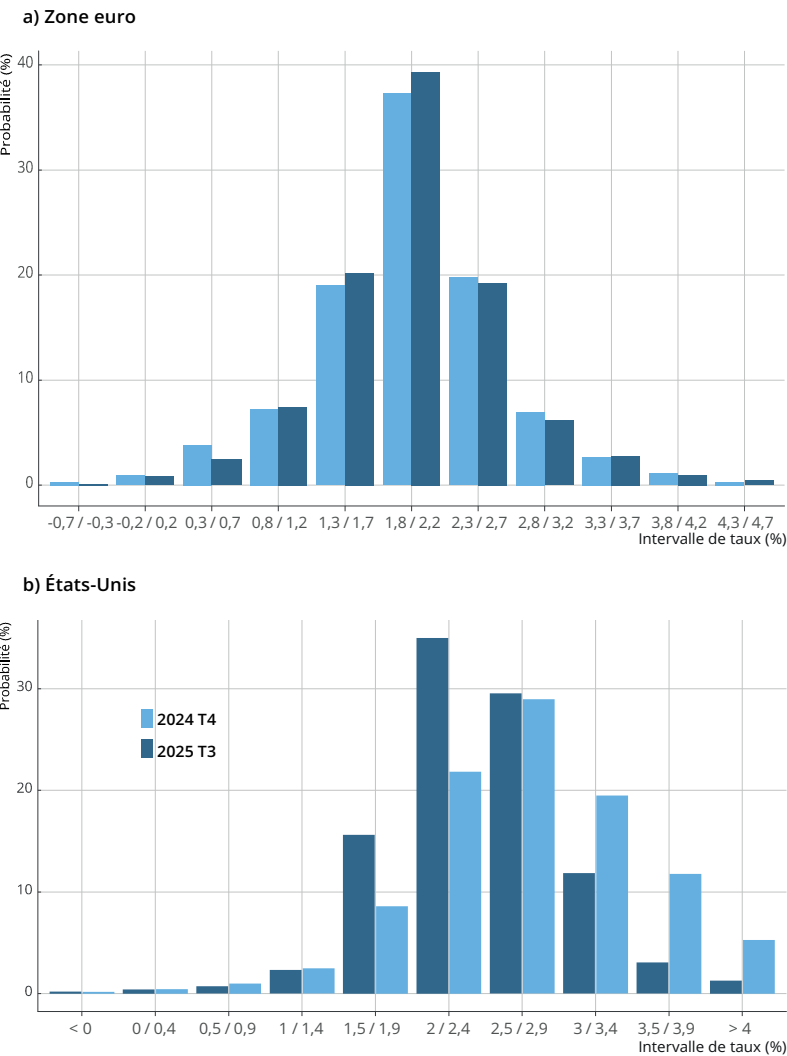
Les anticipations des ménages américains ont toutefois évolué de manière plus marquée. Selon les données du *Michigan Survey*, l'inflation anticipée à un an dépassait 6 % en janvier, avant un reflux progressif vers environ 4,8 % au printemps. Ce niveau demeure largement supérieur à l'inflation anticipée par les professionnels, illustrant une inquiétude plus vive du grand public face à la persistance des pressions inflationnistes. Ce décalage entre la perception des ménages et celle des experts souligne les difficultés de la Réserve fédérale à maintenir un ancrage homogène des anticipations dans un contexte international instable. L'enquête réalisée auprès des ménages de la zone euro (*Consumer Expectations Survey*) illustre également le décalage entre les anticipations des ménages et celles des professionnels. Mais là encore, les données montrent une inflation anticipée à un an bien plus proche de la cible de 2 % dans la zone euro (3,1 % en août 2025).

Graphique 3.1. Inflation et politique monétaire américaine



Sources : FRED, prévisions OFCE octobre 2025.

Graphique 3.2. Éléments sur l'inflation



Sources : Réserve fédérale de Philadelphie (SPF), prévisions OFCE octobre 2025.

En résumé, l’élection américaine a eu un effet haussier perceptible sur les anticipations d’inflation aux États-Unis, mais pas en zone euro. Cette divergence illustre la différence de sensibilité des anticipations professionnelles aux politiques économiques nationales et confirme le rôle stabilisateur de l’ancrage crédible de la BCE.

Pour autant, les décisions de la Réserve fédérale sont prises par les 12 membres votants du FOMC². La nomination d'une nouvelle personnalité au sein du FOMC ne permet donc pas d'en assurer le contrôle. La tentative de renvoi de Lisa Cook est sans doute un moyen supplémentaire utilisé par Donald Trump pour accroître son influence. Dans tous les cas, il sera intéressant de voir quelle sera l'attitude des autres membres à partir de mai prochain. En effet, lors de la réunion de septembre, seul Stephen Miran avait indiqué préférer une baisse de 0,5 point du taux. De même que l'ensemble des décisions de statu quo prises entre janvier et juillet l'ont été à l'unanimité. Il y a donc dans l'ensemble un large consensus au sein du comité sur une certaine prudence. Dans notre scénario nous supposons que la banque centrale américaine poursuivra un assouplissement modéré pour amortir l'impact des différents chocs sur la croissance et prendra donc peut être le risque de perdre en crédibilité si elle semble céder aux exigences de Donald Trump.

3.3. La BCE sereine ?

La BCE se trouve dans une position assez différente. Son action ne fait pas l'objet de critiques accrues et son indépendance n'est pas contestée, contrairement à celle de la Réserve fédérale depuis l'élection de Donald Trump. Surtout, la situation économique de la zone euro diffère de celle des États-Unis puisque l'inflation y est bien plus faible. Par ailleurs, la BCE a continué de baisser son taux directeur, fixé à 2 % en juin 2025. La principale interrogation réside dans l'opportunité de poursuivre ou non l'assouplissement monétaire. Le risque inflationniste semble modéré. Les enquêtes auprès des professionnels suggèrent une inflation sous-jacente proche de 2 % en 2026. Les risques à la baisse sur la croissance sont sans doute plus importants, ce qui plaiderait pour une baisse supplémentaire en fin d'année 2026 avant une stabilisation du taux de politique monétaire.

2. Les membres votants sont les 7 membres du Board, le président de la Réserve fédérale de New York et 4 membres votants à tour de rôle parmi les 11 présidents des réserves fédérales régionales.

4. L'inflation se repose

Alors que les tensions inflationnistes se sont apaisées depuis fin 2022-début 2023 et que la convergence de l'inflation vers la cible des banques centrales des principaux pays industrialisés de 2 % paraissait acquise au troisième trimestre 2024 (à l'exception du Japon), l'inflation a réaugmenté ces derniers mois aux États-Unis et surtout au Royaume-Uni. Seule la zone euro dans son ensemble a rejoint cette cible¹. Il reste surtout que la crise énergétique se solde par des niveaux de prix bien plus élevés qu'avant la Covid-19 dans de nombreux pays, directement pour les prix de l'énergie malgré leur baisse récente et indirectement via la diffusion de la hausse des coûts énergétiques sur l'ensemble des secteurs. Les prix alimentaires sont ainsi nettement plus élevés dans plusieurs pays et leur évolution ne témoigne pas d'une baisse prochaine.

4.1. De 20 à 30 % de prix cumulés dans les pays développés

Cinq ans après la Covid-19 et trois ans après le début de la crise énergétique, l'évolution des indices de prix à la consommation (IPC) dans les grands pays développés apparaît très hétérogène. En prenant comme point de comparaison la moyenne de l'année 2019, les prix étaient supérieurs en août 2025 de 20 à 30 % à leur niveau pré-Covid, à l'exception du Japon (graphique 4.1). Quels que soient les pays et malgré le reflux récent des prix de l'énergie, ces derniers ont continué de contribuer positivement à la croissance des prix (entre 1 point au Japon et plus de 3 points de pourcentage aux États-Unis et en Italie). Ces écarts tiennent à la fois à des pondérations diverses de l'énergie dans l'IPC et à des stratégies différentes au moment de la crise énergétique, qui continuent d'avoir un impact trois ans après. Ainsi, aux

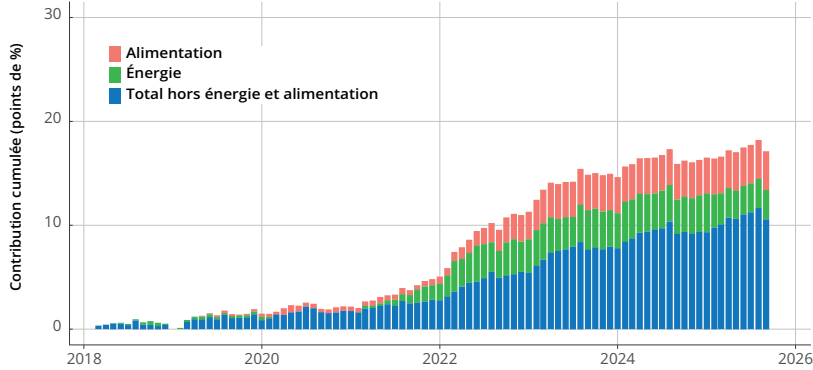
1. L'inflation en France et en Italie était inférieure à 2 % en août 2025, elle était légèrement supérieure à 2 % en Allemagne, proche de 3 % en Espagne. Mais elle est largement supérieure à 2 % dans la plupart des pays de l'est de la zone euro (Estonie, Croatie, Lettonie, Lituanie, Slovaquie) ainsi qu'en Grèce et en Autriche.

États-Unis où la hausse des prix de l'énergie a été moins forte globalement qu'en Europe, en raison de la régionalisation des marchés du gaz, l'absence de contrôle des prix s'est néanmoins fait ressentir sur la contribution énergétique. En Espagne, malgré un poids important de l'énergie, le plafonnement passé des prix de l'électricité, dans le cadre de l'exception ibérique mise en place en juin 2022, a eu un impact durable sur les prix énergétiques et donc sur leur contribution à l'évolution de l'IPC. Enfin, l'Allemagne et l'Italie, qui ont privilégié un soutien direct aux consommateurs au moment de la crise énergétique par rapport à la stratégie visant à plafonner directement les prix énergétiques, comme au Royaume-Uni, au Japon et surtout en France, en ressentent encore les effets, avec une contribution de l'énergie qui demeure relativement plus élevée.

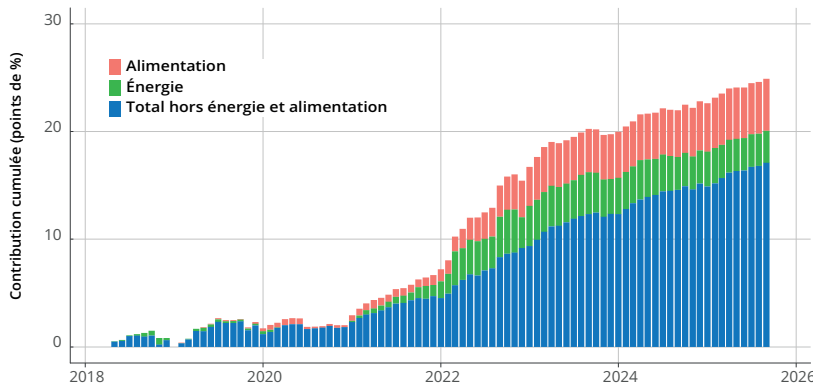
Néanmoins, l'indice des prix sous-jacent (calculé en ne tenant pas compte des prix de l'énergie et de l'alimentation), qui représente entre 70 et 85 % de l'indice total des prix selon les pays, a fortement progressé, la hausse des prix énergétiques et alimentaires s'étant diffusée également sur cet indice. Cette augmentation est très nette aux États-Unis et au Royaume-Uni (23 points) par rapport aux grands pays de la zone euro. Au sein de la zone euro, la hausse de l'indice sous-jacent est restée limitée en Italie, en France et en Espagne (de 11 à 13 points), alors qu'elle est un peu plus importante en Allemagne où elle se situe à 17 %. Cet écart entre la zone euro et les États-Unis met en lumière des différences dans les causes de l'inflation, relativement plus tirée par des chocs d'offre dans la zone euro et plus tirée par la demande aux États-Unis. Dans le sillage de la forte hausse d'un certain nombre de prix de matières premières alimentaires, la contribution de l'alimentation demeure importante et est bien plus marquée en Europe et au Japon qu'aux États-Unis. L'impact est d'autant plus fort en Espagne et au Japon, en raison de la part plus importante de l'alimentaire dans l'IPC global (de près de 20 %). De plus, la croissance des prix de l'alimentation reste dynamique dans la plupart des pays et limiterait la baisse de l'inflation dans les prochains trimestres. C'est particulièrement le cas en Espagne, au Royaume-Uni et au Japon.

Graphique 4.1(a,b,c). Contribution cumulée à l'inflation de ses composantes depuis janvier 2019

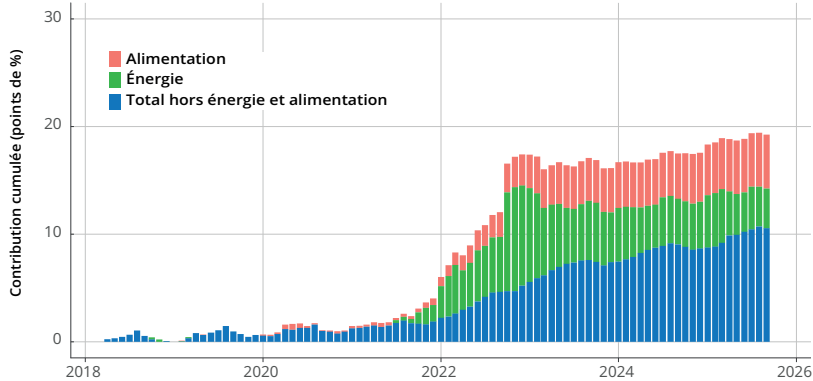
a) France



b) Allemagne



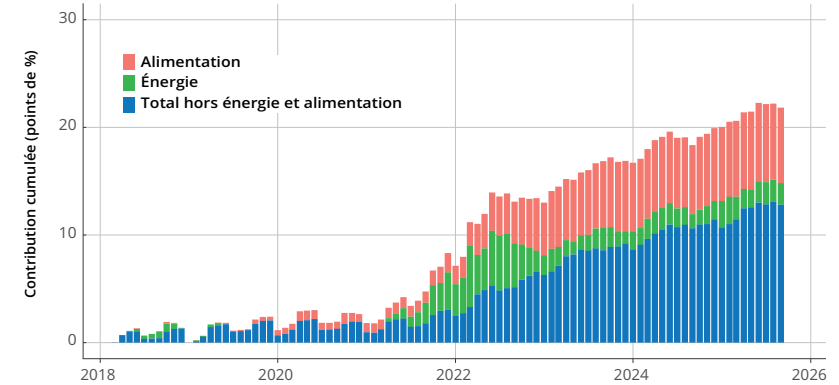
c) Italie



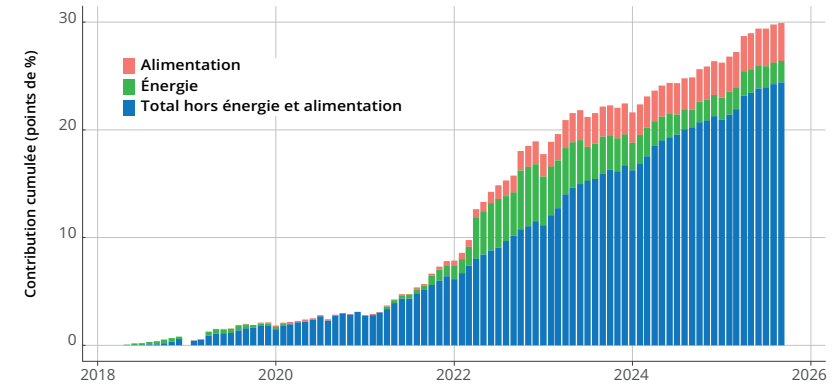
Sources : OCDE, prévisions octobre 2025.

Graphique 4.1(c,d,e). Contribution cumulée à l'inflation de ses composantes depuis janvier 2019

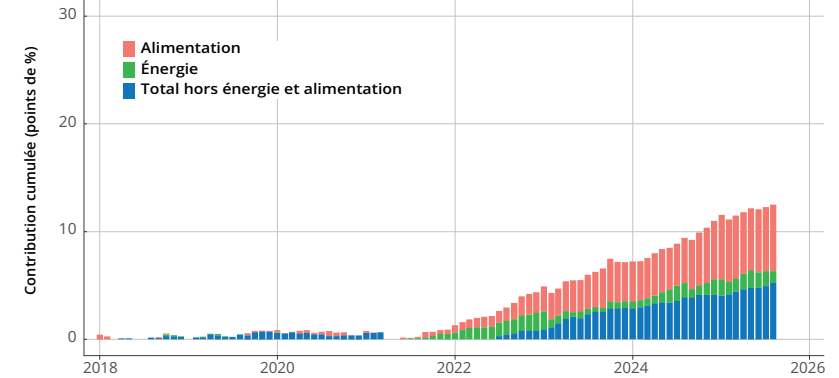
d) Espagne



e) Royaume-Uni



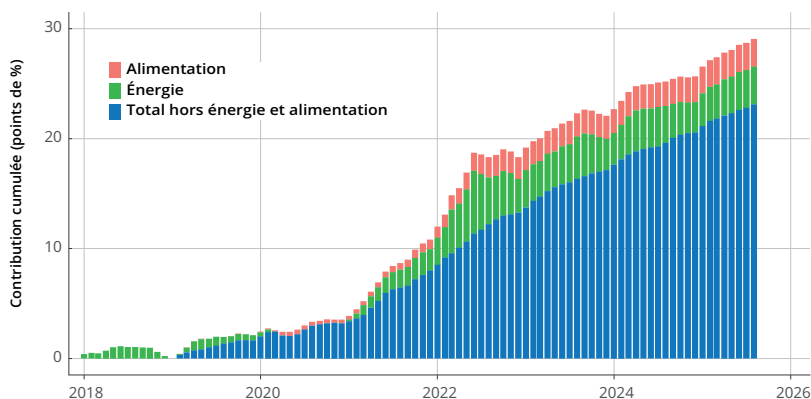
f) Japon



Sources : OCDE, prévisions octobre 2025.

Graphique 4.1(g). Contribution cumulée à l'inflation de ses composantes depuis janvier 2019

g) États-Unis



Sources : OCDE, prévisions octobre 2025.

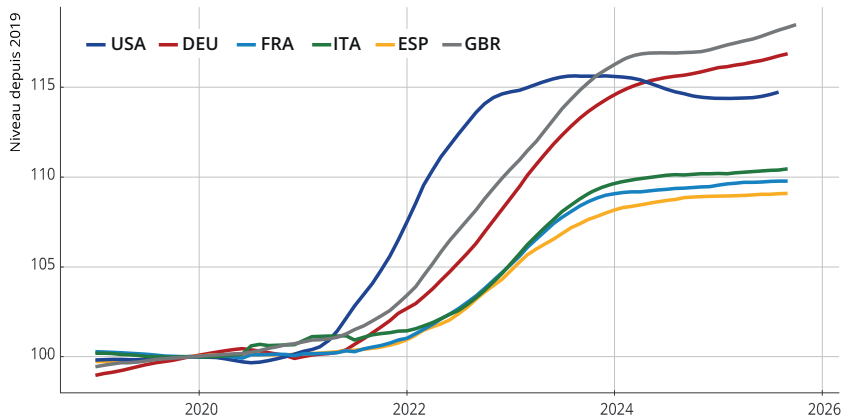
4.2. Une modération globale des prix des biens industriels non énergétiques

Comme on l'a vu ci-dessus les niveaux de prix sont très différents en août 2025 selon les pays, par rapport au niveau de 2019. Parmi les grands pays, c'est au Japon et en France que les prix ont le moins augmenté, et au Royaume-Uni et aux États-Unis qu'ils ont le plus progressé, avec non seulement un impact sur le pouvoir d'achat des ménages, mais aussi potentiellement sur la compétitivité des entreprises. L'analyse de l'évolution des prix des biens industriels non énergétiques, *versus* celle des prix des services est, à cet égard, intéressante (graphique 4.2). Aux États-Unis, après la forte dynamique des prix des biens industriels non énergétiques observée en 2022 et 2023, en raison des difficultés d'approvisionnement et indirectement des prix de l'énergie, ces derniers s'étaient retournés à partir du début de l'année 2024. Ils repartent légèrement à la hausse sur les derniers mois en lien avec les premières décisions sur les hausses de droits de douane, mouvement qui commence seulement à se voir sur le graphique 4.2 qui représente la moyenne mobile sur les 12 derniers mois. En France, en Italie et en Espagne, les prix des biens non énergétiques se stabilisent à environ 10 % de plus qu'en 2019 en moyenne. En revanche, ils continuent d'augmenter en Allemagne, après une progression nettement plus élevée que celle de ses grands partenaires commerciaux européens. Finalement, les écarts de niveaux de prix sur ces biens

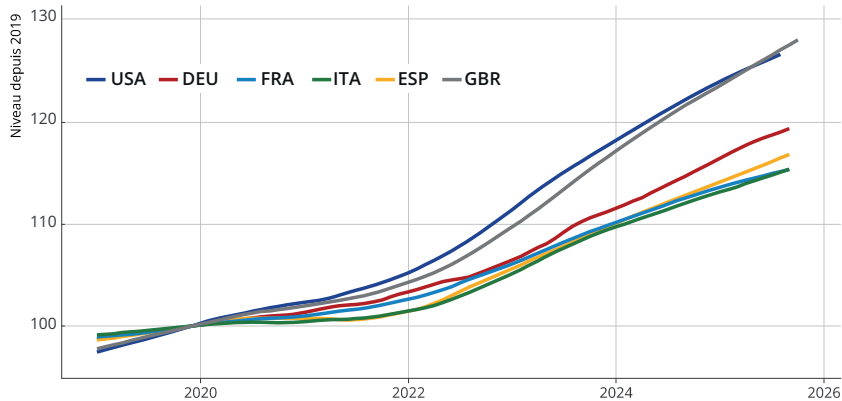
apparaissent cohérents avec le diagnostic porté sur les difficultés récentes de l’industrie allemande, qui a particulièrement souffert de la crise énergétique (voir fiche Allemagne). Ils peuvent aussi s’expliquer par le fait que l’industrie allemande a pu être, davantage que celle des autres pays, relativement plus pénalisée par la hausse des prix de l’énergie. Au Royaume-Uni, le constat sur les prix des biens industriels non énergétiques est similaire à celui de l’Allemagne, mais le poids de l’industrie y est moindre, avec un impact moins important sur la situation économique du pays.

Graphique 4.2. Niveau des prix à la consommation des biens non énergétiques et des services

a) Biens industriels non énergétiques



b) Services



Sources : OCDE, prévisions octobre 2025.

Du point de vue des services, les prix continuent de progresser de part et d'autre de l'Atlantique, même si la hausse est plus forte aux États-Unis et au Royaume-Uni. Certes une partie est liée à la vigueur de la demande interne aux États-Unis (notamment la composante des loyers) mais ne concerne pas tous les services, notamment financiers et dans les domaines de l'hébergement et de la restauration liés au tourisme. Dans la zone euro où les prix des services ont crû moins vite, l'Allemagne fait néanmoins à nouveau la course en tête, vraisemblablement en lien avec la pénurie de main-d'œuvre qui affecte plusieurs secteurs.

5. Trade Wars : la rébellion passe des accords

5.1. « *Beautiful deals* » ou marchés de dupes ?

Lors de notre précédente prévision en avril, la guerre commerciale était déjà bien entamée¹. Le président américain avait lancé une offensive tous azimuts. Les pays qui ne voulaient pas subir les tarifs « réciproques » annoncés lors du « jour de la libération » devaient entamer des négociations. Les contreparties attendues par l'administration Trump en échange de droits de douane « allégés » n'étaient pas totalement clairs, mais de nombreux pays se sont pliés à l'exercice. Des accords commerciaux ont été conclus avec l'Union européenne, le Japon, le Royaume-Uni, la Corée du Sud et plusieurs autres pays asiatiques : Viêt Nam, Indonésie, Philippines². Des négociations sont encore en cours avec d'autres pays, notamment la Chine. Pour d'autres pays, les négociations semblent soit rompues³, soit n'ont jamais commencé, l'administration américaine n'ayant pas les moyens de conclure des accords détaillés avec 170 pays. Pour ces pays, le tarif sera fixé unilatéralement par les États-Unis, vraisemblablement entre 20 et 30 %⁴.

La philosophie générale des accords conclus semble la suivante. Les États-Unis imposent des tarifs supplémentaires compris entre 10 et 20 % (10 % pour le Royaume-Uni, 15 % pour l'Union européenne, la Corée du Sud et le Japon et environ 20 % pour les autres pays d'Asie). Le pays « partenaire » s'engage à abaisser ses propres barrières sur les produits américains. L'Union européenne, le Japon et la Corée du Sud se sont également engagés à augmenter leurs importations de biens

1. Aurissergues E., 2025, « [Trade Wars : l'empire contre-attaque](#) », avril.

2. Tout du moins, de tels accords ont été annoncés par le président Trump via des messages sur les réseaux sociaux et dans certains cas des « *fact sheets* » publiés par la Maison-Blanche. Les textes complets des différents accords n'ont pour le moment pas été publiés.

3. Cela semble notamment être le cas du Brésil, de l'Inde et de la Suisse qui ont subi des hausses de tarifs punitives (respectivement 27,2 %, 43 % et 38,6 %).

4. Shalal A. et D. Lawder, 2025, « [Trump eyes simple tariff rates over complex talks, says letters going out Friday](#) », *Reuters*, 4 juillet.

fabriqués aux États-Unis et à effectuer des investissements directs aux États-Unis. Ainsi, l'Union européenne s'est-elle engagée à importer pour 750 milliards de dollars de produits pétroliers et gaziers sur trois ans et à investir pour 600 milliards de dollars aux États-Unis d'ici à 2029. Le Japon et la Corée du Sud ont promis d'investir respectivement 550 milliards de dollars et 350 milliards de dollars. Ce dernier point ne semble pas avoir été compris de la même manière par les négociateurs américains et leurs homologues européens, coréens et japonais. Pour ces derniers, il s'agit d'un montant indicatif regroupant tous les investissements directs réalisés par leurs entreprises aux États-Unis, incluant des projets qui auraient été réalisés de toutes façons. Pour les négociateurs américains, ou au moins pour le président Trump, il s'agit d'une somme d'argent donnée au gouvernement américain qui peut en disposer à sa guise⁵ !

5.2. Des effets déjà visibles sur le commerce international

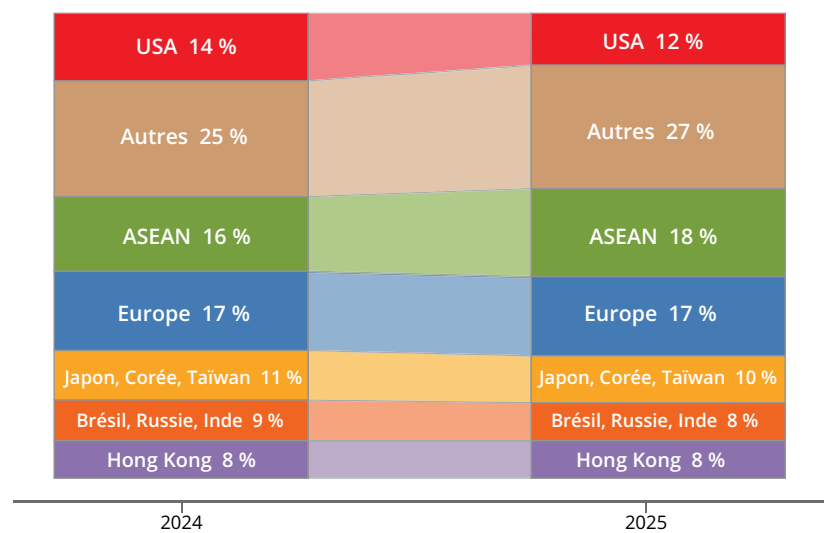
La hausse des tarifs douaniers américains est déjà significative. Le tarif moyen pondéré pour les marchandises entrant aux États-Unis, calculé sur la structure des importations américaines en 2024, était de 2,3 % en janvier. Il est passé à 14,6 % en juillet puis à 17,9 % en août. La hausse du tarif effectif moyen, c'est-à-dire le rapport entre les recettes douanières et la valeur des importations est plus faible. Il est passé de 2,2 % en janvier à 9,7 % en juillet, dernière donnée disponible. La différence entre le taux moyen pondéré et le taux effectif montre que la politique de l'administration Trump a déjà provoqué des changements dans la structure du commerce extérieur américain. Les poids des pays et des produits sont aujourd'hui très différents de ceux de 2024 qui entrent dans le calcul du taux moyen pondéré.

De fait, la politique de Donald Trump a déjà eu un impact significatif sur la structure des flux commerciaux notamment américains et chinois. Les graphiques 5.1 et 5.2 montrent la répartition des exportations chinoises par destination et celle des importations américaines par provenance sur les périodes janvier-août 2025 et janvier-août 2024. Les flux Chine-États-Unis ont baissé significativement. La Chine a principalement compensé en exportant vers les pays émergents hors Asie, en particulier en Afrique et au Moyen-Orient et dans

5. Il est également possible que négociateurs américains et européens aient été sur la même longueur d'onde mais que le président républicain déforme délibérément le contenu de ces accords pour les présenter comme d'incroyables succès personnels.

une moindre mesure vers les pays de l'ASEAN, dont Thaïlande, Indonésie, Malaisie, Viêt Nam, Philippines. Dans le dernier cas, il pourrait s'agir d'un phénomène de « reroutage » des exportations chinoises, c'est-à-dire le transit des exportations chinoises vers les États-Unis par un pays intermédiaire sans réelle valeur ajoutée pour contourner les droits de douane. Le Viêt Nam, qui a déjà joué ce rôle d'intermédiaire lors de la première guerre commerciale en 2018, voit sa part augmenter à la fois dans les exportations chinoises et dans les importations américaines. Ce reroutage pourrait ainsi concerner entre 20 % et un tiers des pertes d'exportations chinoises vers les États-Unis. En dehors du Viêt Nam, les États-Unis importent également moins depuis le Canada et davantage depuis l'Europe⁶.

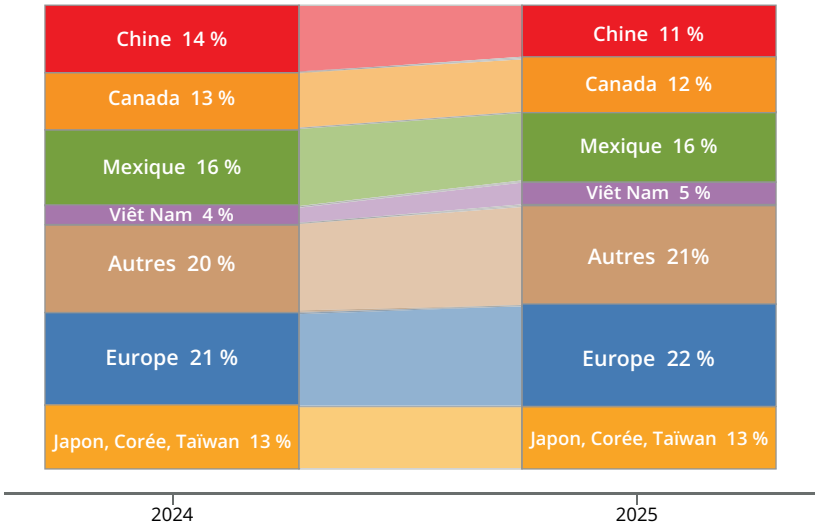
Graphique 5.1. Parts des différentes zones dans les exportations chinoises



Note : Les exportations sont calculées sur la période janvier-août.
Sources : China Customs, prévision OFCE octobre 2025.

6. Les données de commerce de biens entre les États-Unis et l'Europe peuvent cependant être difficiles à interpréter, notamment en raison des statistiques irlandaises.

Graphique 5.2. Parts des différentes zones dans les importations américaines



Note : Les importations sont calculées sur la période janvier-août. Celles depuis la Suisse sont exclues, en raison d'importations exceptionnelles d'or au début de l'année 2025.
Sources : US Census, prévision OFCE octobre 2025.

5.3. Qui paie la taxe douanière pour le moment ?

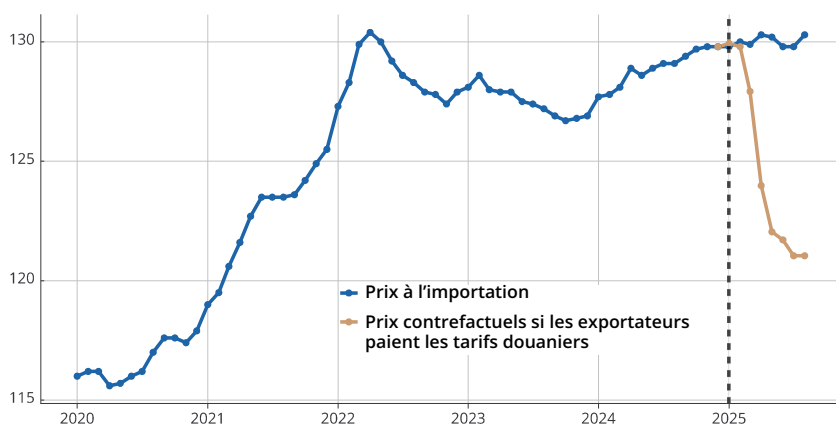
Corollaire immédiat de la hausse du tarif effectif moyen, les recettes fiscales liées aux droits de douane sont en forte hausse aux États-Unis. Elles sont passées de 6 milliards de dollars par mois en 2024 à 28 milliards de dollars en juillet. Pour une année pleine, la hausse des recettes pourrait être comprise entre 240 et 300 milliards de dollars, soit environ 1 point de PIB américain.

Qui paie cet impôt ? Les éléments disponibles aujourd’hui indiquent qu’il s’agit principalement des ménages et des entreprises américaines. C’est ce que suggèrent les données du Bureau of Labor Statistics sur le prix des biens importés aux États-Unis, qui est mesuré avant prise en compte des droits de douane⁷. Le graphique 5.3 montre que ceux-ci n’ont pas évolué significativement à la baisse comme ils auraient dû le faire si les exportateurs n’avaient pas répercuté les droits de douane sur leurs clients américains⁸. Calculer la part déjà répercutée sur le consommateur est plus complexe et dépend des hypothèses effectuées

7. <https://www.bls.gov/mxp/>

sur la dynamique des prix en l'absence de droits de douane. En s'appuyant sur le travail de Cavallo *et al.* (2025)⁹, Hufbauer et Zhang (2025) suggèrent que les entreprises américaines n'auraient répercuté pour le moment que 20 % des hausses de droits de douane sur les consommateurs¹⁰. Une autre étude calcule en revanche un « *passthrough* » de 70 % vers les consommateurs¹¹. Cette dernière ne distingue cependant pas finement entre biens domestiques et biens importés à l'inverse de la première. Une interprétation alternative est que les droits de douane ont non seulement un impact mécanique sur l'inflation américaine mais aussi un impact indirect en permettant aux producteurs domestiques d'augmenter plus facilement leurs prix.

Graphique 5.3. Prix à l'importation aux États-Unis



Note : Les prix contrefactuels sont calculés en supposant que le prix des importations après droits de douane restent à leur niveau de décembre 2024.

Sources : Bureau of Labor Statistics, prévision OFCE octobre 2025.

8. Le prix « contrefactuel » repose sur l'hypothèse que le prix après droits de douane est maintenu à son niveau de décembre 2024. Bien évidemment, ce contrefactuel constant est critiquable. Il est possible qu'en l'absence de droits de douane, les prix auraient monté. Par ailleurs, le mouvement de dépréciation du dollar observé depuis janvier peut aussi avoir fait monter les prix à l'importation. De nouvelles données seront nécessaires pour trancher la question. Les hausses de droits de douane sont toutefois importantes par rapport aux mouvements habituels des prix à l'importation, y compris les mouvements causés par des dépréciations du taux de change effectif du dollar. L'impact des mouvements de celui-ci sur les prix à l'importation est limité à court terme par la forte proportion d'importations dont le prix est fixé directement en dollar et par les mécanismes de couverture du risque de change.

9. Cavallo A., P. Llamas et F. Vazquez, 2025, « *Tracking the short-run price impact of US tariffs* », *draft paper*, 10 septembre.

10. Hufbauer G. C. et Y. Zhang, 2025, « *Who is paying for Trump's tariffs? So far, it's US businesses* », *Blog Realtime Economics*, 16 septembre.

11. The Budget Lab, 2025, « *Short-run effects of 2025 tariffs so far* », 2 septembre.

5.4. Un impact modéré sur la croissance économique

La guerre commerciale devrait provoquer un ralentissement de la croissance du commerce international. Ainsi, les exportations mondiales devraient croître de 4,5 % entre le quatrième trimestre 2024 et le quatrième trimestre 2026 contre 6 % entre le quatrième trimestre 2022 et le quatrième trimestre 2024. Les exportations américaines ne progresseraient ainsi que de 0,8 % en 2025 et 1,9 % en 2026 contre 3,6 % en 2024. Les exportations allemandes stagneraient en 2025 et croîtraient de 1 % en 2026. Les exportations chinoises seraient également affectées en l'absence d'un accord commercial avec les États-Unis.

À l'échelle mondiale, des exportations plus faibles ont pour contrepartie des importations plus faibles et ont donc un effet neutre en première approximation sur le PIB. La recomposition du commerce international peut cependant induire une allocation moins efficace des ressources tandis que les recettes douanières supplémentaires aux États-Unis représentent une impulsion budgétaire négative si elles ne sont pas compensées par de nouvelles dépenses ou la baisse d'autres impôts. À ce stade, nous anticipons que ces deux effets négatifs resteraient contenus et seraient contrebalancés par un *policy mix* plus favorable (voir la synthèse internationale, « Jusqu'ici la croissance résiste », pour plus de détails). Une nouvelle escalade sino-américaine pourrait remettre en cause ce scénario et ouvrir une nouvelle période d'incertitudes.