

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2025-2026

Éric Heyer et Xavier Timbeau

Sciences Po, OFCE

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

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

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

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

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

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

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

Deux études spéciales complètent et enrichissent l'analyse conjoncturelle.

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

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

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