Climats Hostiles

Perspectives 2025-2026 pour l'économie française, européenne et mondiale

Eric Heyer, OFCE, DAP, dir.
Xavier Timbeau, OFCE, dir.
Christophe Blot, OFCE, DAP, dir. adj.
Mathieu Plane, OFCE, DAP, dir. adj.
Céline Antonin, OFCE, DAP
Elliot Aurissergues, OFCE, DAP
Clémence Briodeau, OFCE, DAP
Bruno Coquet, OFCE (associé)
Sandra Daudignon, OFCE, DAP
Magali Dauvin, OFCE, DAP
Amel Falah, OFCE, DAP
Ombeline Jullien de Pommerol, OFCE, DAP
Sabine Le Bayon, OFCE, DAP
Pierre Madec, OFCE, DAP
Catherine Mathieu, OFCE, DAP
Christine Rifflart, OFCE (affiliée)
Raul Sampognaro, OFCE, DAP
Benoit Williatte, OFCE, DAP

Publié le : 2025-04-08

CONTACT

OFCE
10 place de Catalogne
75014 Paris, FRANCE
Tel : +33 1 44 18 54 24
https://www.ofce.sciences-po.fr

Climats Hostiles

Perspectives 2025-2026 pour l'économie française, européenne et mondiale

Eric Heyer, eric.heyer@sciencespo.fr
Xavier Timbeau, xavier.timbeau@sciencespo.fr
Christophe Blot, christophe.blot@sciencespo.fr
Mathieu Plane, mathieu.plane@sciencespo.fr
Céline Antonin, celine.antonin@sciencespo.fr
Elliot Aurissergues, elliot.aurissergues@sciencespo.fr
Clémence Briodeau, clemence.briodeau@sciencespo.fr
Bruno Coquet, bruno.coquet@sciencespo.fr
Sandra Daudignon, sandra.daudignon@sciences.fr
Magali Dauvin, magali.dauvin@sciencespo.fr
Amel Falah, amel.falah@sciencespo.fr
Ombeline Jullien de Pommerol, ombeline.julliendepommerol@sciencespo.fr
Sabine Le Bayon, sabine.lebayon@sciencespo.fr
Pierre Madec, pierre.madec@sciencespo.fr
Catherine Mathieu, catherine.mathieu@sciencespo.fr
Christine Rifflart, christine.rifflart@sciencespo.fr
Raul Sampognaro, raul.sampognaro@sciencespo.fr
Benoit Williatte, benoit.williatte@sciencespo.fr

Table des matières

Prévisions avril 2025, France et International **1**

I France : l'incertaine croissance 3

1 L'incertaine croissance **5**

1.1 2023-2024 : une croissance soutenue par le commerce extérieur et le secteur public 5

1.2 Une croissance pour 2025 rongée par l'incertitude 9

1.3 Une croissance atone à court terme qui augmente en 2026 15

2 Un marché du travail malmené **19**

2.1 Fin de cycle pour l'emploi 19

2.2 ... en rupture avec la trajectoire vers le plein emploi 20

2.3 ...marquée par le retrait du soutien public 22

3 Une consommation qui repose sur la baisse progressive du taux d'épargne **25**

3.1 Une faible inflation pour 2025 25

3.2 Un pouvoir d'achat qui stagnerait en 2025-2026 26

3.3 La lente baisse du taux d'épargne confrontée à l'incertitude 26

3.4 L'investissement des ménages (enfin) sur la voie du redressement 28

4 Des entreprises attentistes freinent sur l'investissement **31**

5 Une consolidation budgétaire insuffisante pour diminuer la dette à horizon 2026 **35**

6 Commerce extérieur : un rebond contrarié **39**

6.1 Le rebond du commerce extérieur a fortement contribué la croissance en 2023 et 2024 39

6.2 Des perspectives très incertaines pour 2025 et 2026 40

II International : à hue et à dia **43**

7 Climats hostiles **45**
7.1 Fin de la crise énergétique . . . 45
7.2 Donald Trump met l'économie mondiale sous tension . . . 47
7.3 La roulette russe . . . 49

8 Emploi : l'heure des corrections **53**
8.1 Le ralentissement des marchés du travail se poursuit . . . 53
8.2 En 2024, des trajectoires de croissance et de productivité contrastées . . . 54
8.3 Les cycles de productivité se referment en Europe et aux Etats-Unis . . . 55

9 Une baisse de l'inflation en demi teinte ? **57**
9.1 Après la crise énergétique . . . 57
9.2 La guerre commerciale menace-t-elle le retour de l'inflation à sa cible? . . . 61

10 Nouveau dilemme pour les banques centrales **63**

11 Finances publiques: la consolidation passe au second plan **67**
11.1 Politique budgétaire américaine : de l'expansion à la restriction . . . 67
11.2 Zone euro : la relance allemande éclipse la consolidation budgétaire . . . 68

12 Trade Wars : l'empire contre-attaque **75**
12.1 Scénario . . . 75
12.2 Un impact économique limité sous nos hypothèses . . . 77
12.3 Des risques majeurs . . . 78

III Analyses pays **81**

13 Allemagne: l'investissement public au chevet de la croissance **83**
13.1 2024: deuxième année consécutive de récession . . . 83
13.2 Une reprise progressive, qui s'accélère en 2026 . . . 85

14 Italie : l'investissement reste le moteur de la croissance **89**

15 Espagne: les beaux jours ne sont pas près de s'assombrir ? **95**
15.1 Espagne, *pays de l'année* . . . 96
15.2 La croissance restera soutenue en 2025... . . . 97
15.3 ...malgré quelques nuages qui pourraient assombrir l'horizon . . . 98

16 Royaume-Uni : Navigation à vue **101**

17 USA : Donald Trump peut-il casser la croissance ? 107

17.1 L'activité ralentit... 108

17.2 ... et l'inflation se maintient 109

18 Japon : une sortie de la déflation qui grève le pouvoir d'achat des ménages 113

19 Chine : impossible n'est pas chinois 119

Références&Annexes 125

Références 125

Prévisions avril 2025, France et International

Perspectives 2025-2026 pour l'économie française, européenne et mondiale

Citation

Heyer E. et Timbeau X (sous la direction de)., Antonin C., Aurissergues E., Blot C., Briodeau C., Coquet, B., Daudignon S., Dauvin M., Falah, A., Jullien de Pommerol O., Le Bayon S., Madec P., Mathieu C., Plane M., Rifflart C., Sampognaro R., Williatte B. (2025). *Climats Hostiles, prévision d'avril 2025 de l'OFCE*, Département Analyse et Prévision, Revue de l'OFCE n°189.

partie I

France : l’incertaine croissance

Chapitre 1

L’incertaine croissance

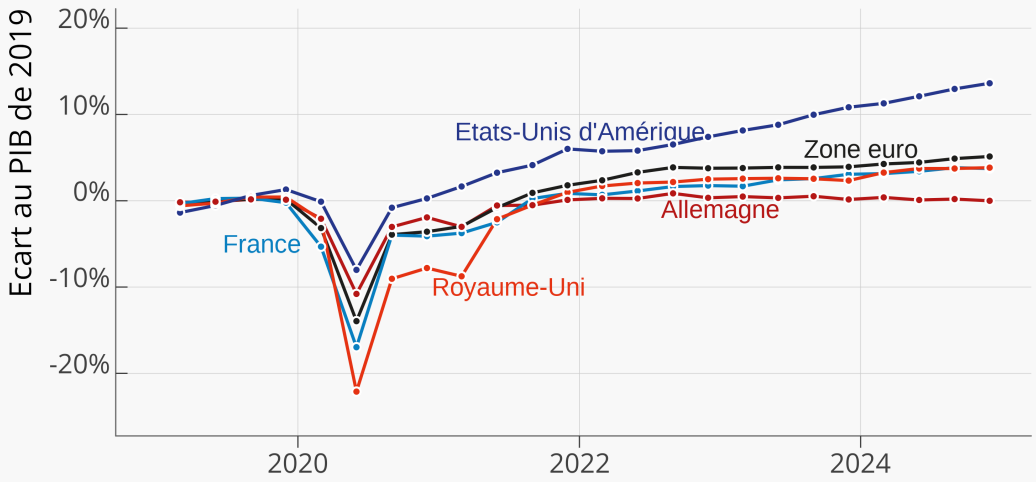
1.1 2023-2024 : une croissance soutenue par le commerce extérieur et le secteur public

Fin 2024, le PIB de l’économie française se situait 4 % au-dessus de son niveau pré-Covid (4ème trimestre 2019), soit une performance relativement proche de celle de la zone euro (4,9 %), et cet écart s’est réduit au cours des deux dernières années (encadré 1).

Encadré 1. Quel bilan pour l’économie française cinq ans après le Covid ?

Cinq ans après le début de la crise Covid, le PIB de la France se situe, fin 2024, 3,7 % au-dessus de son niveau de 2019, en-deçà de la dynamique de PIB de la moyenne de la zone euro (5,1 %) et très éloigné de la croissance des Etats-Unis (13,6 %). En revanche, elle a enregistré une dynamique beaucoup plus favorable que l’Allemagne (0 %), tandis qu’elle est au quasiment au même niveau que le Royaume-Uni (+ 3,8 %) (figure 1.1).

Figure 1.1. PIB en écart à fin 2019



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

Sources : Eurostat, INSEE, Destatis, BEA, ONS, prévision OFCE avril 2025.

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

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

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

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

En %	PIB en fin d'année	PIB en moyenne annuelle	PIB par habitant	PIB par UC*[a]	Pouvoir d'achat par UC*[a]
2019-2024	4,0	3,5	1,6	0,6	4,3

[a]UC: Unité de consommation
Sources : Insee.

Avec la création nette de près de 2 millions d'emplois, dont environ 1,6 million dans le secteur marchand (comprenant près de 400 000 non-salariés), le taux de chômage s'est réduit de 1 point, atteignant 7,4 % en 2024.
Après avoir atteint en moyenne un déficit commercial (en biens et services) de -2,4 % du PIB sur la période 2022-2023, suite au déclenchement de la guerre en Ukraine et la crise énergétique, la balance commerciale en biens et services de la France est revenue en 2024 au même niveau qu'en 2019 (-0,7 % du PIB).
Principale ombre au tableau (tableau 1.2), le déficit public s'est très largement creusé sur la période, passant de -2,4 % du PIB à 5,8 %, et la dette publique a augmenté de 15 points de PIB.

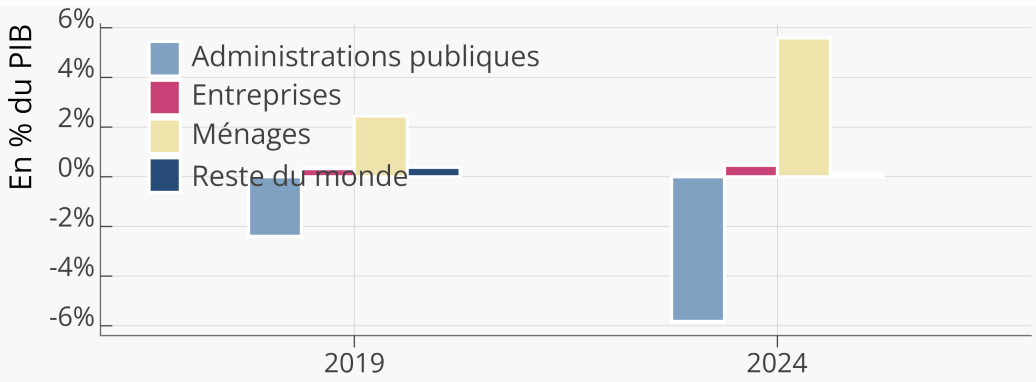
Tableau 1.2. Variation des grandes variables macroéconomiques entre 2019 et 2024

	Taux d'épargne[a]	Taux de chômage[b]	Balance commerciale[c]	Déficit public[c]	Dette publique[c]
2019	14,6	8,4	-0,7	-2,4	97,9
2024	18,2	7,4	-0,7	-5,8	113,0

[a]en % du RDB [b]en % de la population active [c]en % du PIB
Sources : Insee.

Cette analyse macroéconomique se retrouve clairement dans l'évolution des comptes d'agents. En effet, les entreprises présentent en 2024 une capacité de financement légèrement positive et proche de celle de 2019 (graphique comptes_agents). De même, notre situation financière vis-à-vis du reste du monde est proche de l'équilibre et relativement similaire à celle de 2019. En revanche, les ménages ont clairement accumulé des capacités financières depuis le Covid, avec une hausse de plus de 3 points de PIB entre 2019 et 2024. A l'inverse, le besoin de financement des administrations publiques s'est creusé de 3,7 points de PIB. Bien que les situations financières des ménages sont hétérogènes, cela suggère que la bonne dynamique du pouvoir d'achat au niveau macroéconomique et le haut niveau d'épargne, a été soutenu par des transferts publics non financés.

Figure 1.2. Situation des secteurs institutionnels en 2019 et 2024



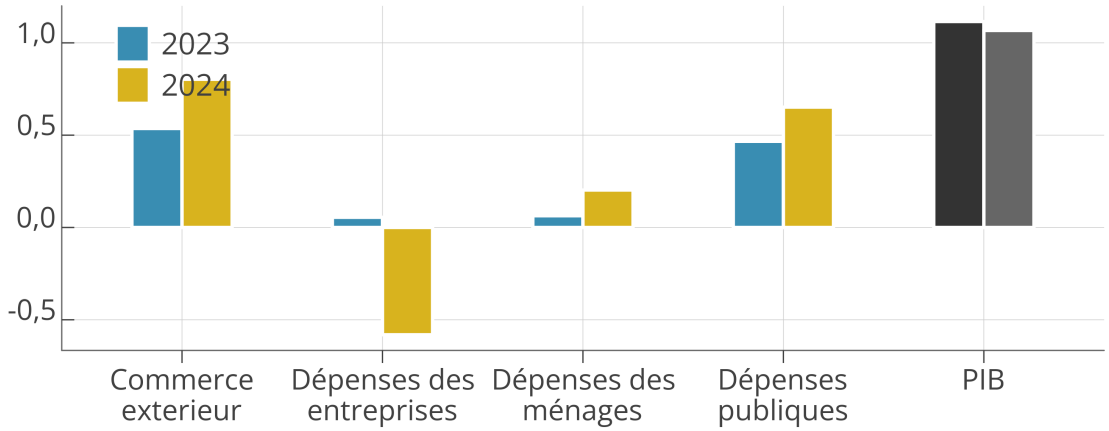
Lecture : En 2019, les administrations publiques avaient un besoin de financement de l'ordre de 2,4 % du PIB. Celui-ci c'est accentué pour atteindre 5,8 % du PIB en 2024.

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

Sources : Insee, prévision OFCE avril 2025.

En 2023 et 2024, la croissance française a fait preuve d'une certaine résistance, en comparaison à celle de la zone euro (+1,1 % en moyenne annuelle sur 2023-2024 contre 0,3 % pour la zone euro), tirée par le net redressement du commerce extérieur (contribution de 0,7 point de PIB par an en moyenne) et le dynamisme des dépenses publiques (consommation et investissement publics qui ont contribué pour 0,6 point de PIB annuel sur 2023-2024) (figure 1.3). A l'inverse, les dépenses des entreprises (investissement et variations de stocks) ont réduit le PIB de -0,5 point sur 2023-2024 et les dépenses des ménages (consommation et investissement) ont contribué à seulement de 0,1 point par an à la croissance du PIB au cours des deux dernières années.

Figure 1.3. Contribution des composantes du PIB à la croissance



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

Sources : Insee, prévision OFCE avril 2025.

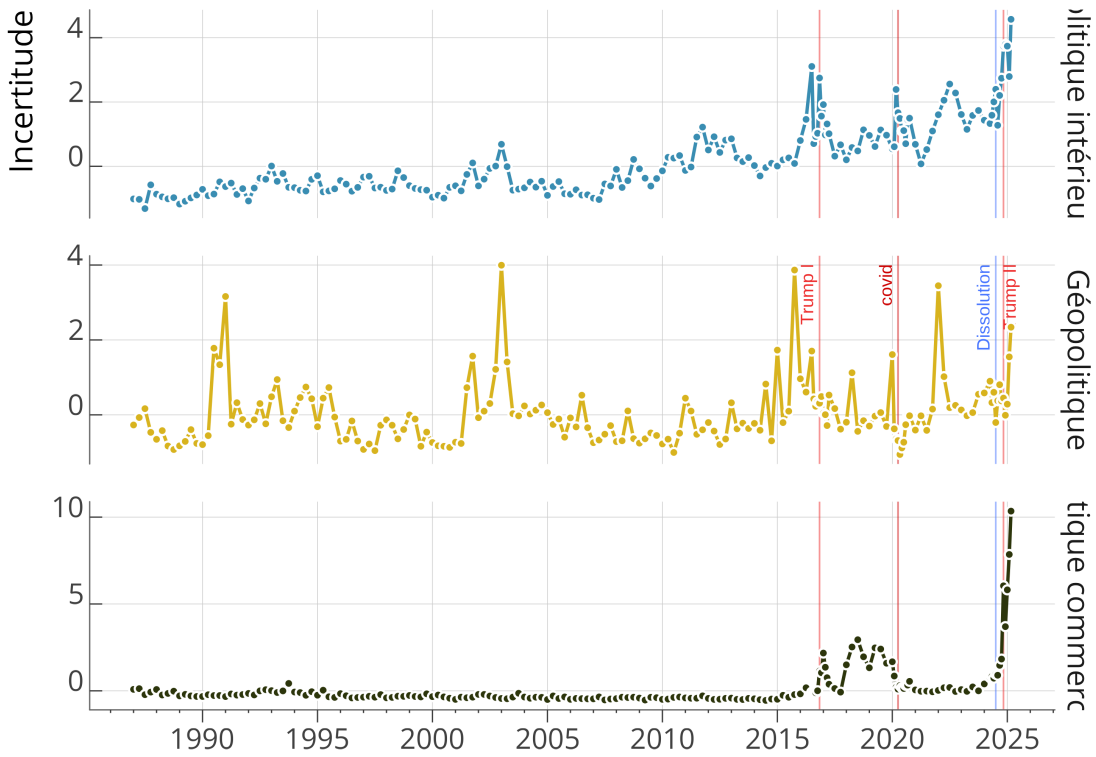
1.2 Une croissance pour 2025 rongée par l'incertitude

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

La hausse de l'incertitude nationale faisant suite à l'instabilité politique depuis la dissolution de l'Assemblée Nationale et la censure du bugdet conduirait à amputer la croissance de -0,3 point de PIB en 2025 (après -0,1 point en 2024)[1]. Malgré le vote de la loi de finances initiale 2025, les incertitudes sur le plan national restent très élevées, et même en supposant qu'elles se dissipent progressivement dans les mois à venir, la croissance du PIB gardera des stigmates au cours de l'année en cours. S'ajoutent un montée des incertitudes internationales et des tensions géopolitiques depuis l'élection de D. Trump, dont les effets négatifs attendus sur la croissance française représentent également -0,3 point de PIB en 2025 (figure 1.4).

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

Figure 1.4. Indicateurs d'incertitude pour la France



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

Sources : https://www.policyuncertainty.com, https://www.matteoiacoviello.com, téléchargées le 7 avril 2025, prévision OFCE avril 2025.

Dernier point connu : mars 2025.

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

Encadré 2. Quel impact économique d'une relance par les dépenses de Défense ?

Les récentes déclarations du Président Macron et du Ministre des Armées suggèrent que le budget de la défense sera revu à la hausse par rapport à ce qui était prévu

Tableau 1.3. Cadrage macroéconomique pour l'économie française

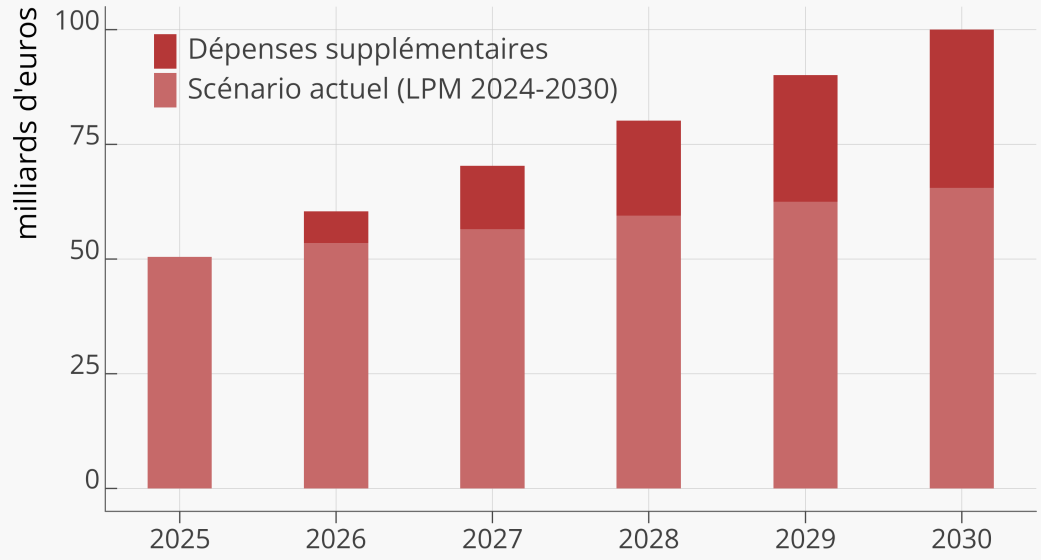
En % du PIB	2023	2024	2025	2026
Croissance hors choc	**1,5**	**1,4**	**1,4**	**1,4**
Politique monétaire et taux longs	-0,7	-0,6	0,3	0,6
Politique budgétaire	0,3	0,5	-0,4	-0,5
dont politique budgétaire des partenaires	0,0	-0,3	0,0	0,1
Energie	-0,5	-0,1	0,1	0,0
Incertitude globale	0,0	-0,2	-0,6	0,0
dont politique nationale	0,0	-0,1	-0,3	0,0
Effets indirects par la demande mondiale[a]	-0,1	0,1	-0,2	-0,2
Autres effets[b]	0,6	0,2	-0,1	-0,2
Croissance observée et prévue	**1,1**	**1,1**	**0,5**	**1,1**

[a]hors transmission des politiques budgétaires des partenaires par la demande mondiale [b]dont les effets sur les chaines d'approvisionnements, l'impact des Jeux Olympiques de Paris, les conséquences de la politique commerciale.
Note de lecture: L'incertitude globale conduit à réduire la croissance du PIB de 0,2 point en 2024, 0,6 point en 2025. En 2025, la politique monétaire et les taux, ainsi que l'énergie contribuent positivement à la croissance du PIB (+0,4 pt), tandis que la politique budgétaire, l'incertitude et les autres chocs contribuent négativement (-1,2 pt). Finalement, la croissance prévue du PIB en 2025 est 1,4 + 0,4 - 1,3 = + 0,5 %.
Note: La croissance hors choc correspond à la croissance potentielle (1,2 %), plus la fermeture de l'*output-gap* (estimé à -1,3 point de PIB en 2024) et l'acquis potentiel sur la croissance.
Sources: Insee, prévision OFCE avril 2025.

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

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

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



Sources : Insee, prévision OFCE avril 2025.

La question de l'effet multiplicateur des dépenses de défense est complexe. A court terme, la logique keynésienne prédit un effet multiplicateur sur l'activité d'autant plus grand que la propension marginale des ménages à consommer leur revenu est élevée, que l'effet de l' augmentation anticipée des ventes sur l'investissement domine l'effet de l'augmentation du coût de financement, et que la balance commerciale réagisse peu. Les estimations du multiplicateur budgétaire en général varient entre 0,3 et 2 en fonction de la méthode utilisée pour l'estimer et de la définition du multiplicateur retenue (Ramey, 2019). Au-delà des déterminants traditionnels, le multiplicateur pourrait également dépendre de la composition de la dépense. Malizard (2015) documente qu'une augmentation des dépenses militaires d'équipement (e.g., dissuasion, opérations d'armement, infrastructures, prospective et préparation de l'avenir, etc) aurait un effet positif sur l'investissement privé tandis que les dépenses hors équipement (personnel et fonctionnement, hors pensions) le réduirait[(b)]. A noter cependant que, contrairement à des investissements classiques, une grande partie des équipements militaires ont pour vocation à dissuader l'ennemi et à ne pas être utilisés ce qui limite leur effet d'entraînement sur le reste de l'économie.

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

A ce stade, nous avons retenu dans notre prévision un multiplicateur lié au surplus de

dépenses liées à la défense de 0,8 pour 2026, financé par une réallocation des dépenses publiques.

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

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

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

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

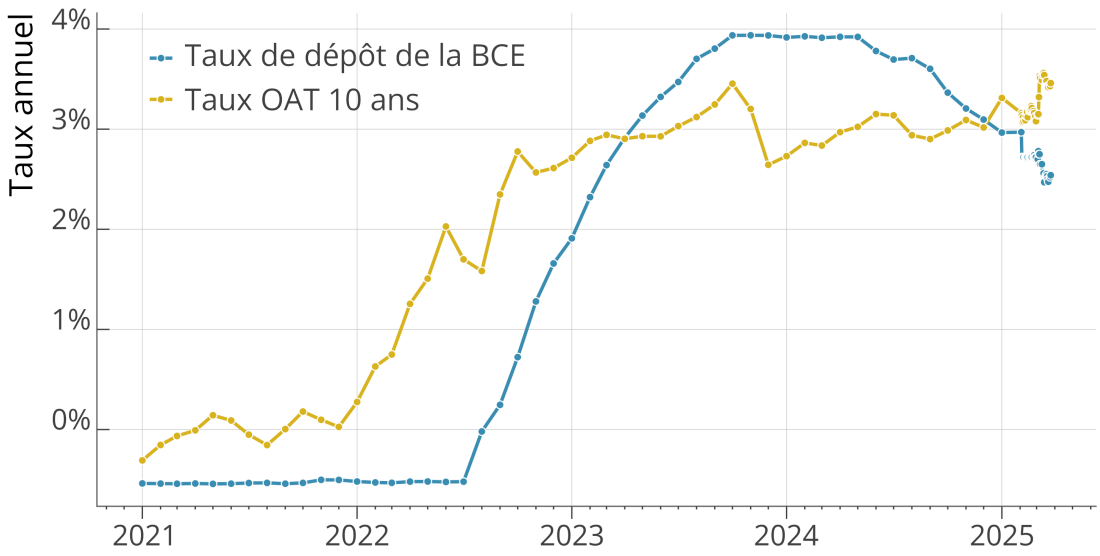
(b) Pour fixer les idées, on peut prendre l'exemple de la R&D dans les semi-conducteurs financée par le Département de la Défense américain pendant la Guerre Froide. Ayant bénéficié de financements, des entreprises comme Fairchild Semiconductor et Texas Instruments avaient développé des transistors et des circuits intégrés pour les systèmes de guidage de missiles, les radars et les programmes spatiaux, et avaient par la suite adapté ces technologies à un usage civil. Texas Instrument avait, entre autres, développé la première calculatrice de poche (TI-2500).

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

pondération de la sensibilité de ¾ - ¼ taux longs/taux courts pour les ménages et 40 % / 60 % pour les entreprises.

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

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



Sources : Eikon Thomson Reuters, prévision OFCE avril 2025.
Dernier point connu : mars 2025.

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

Mais il y a surtout les conséquences économiques de la mise en place de nouveaux tarifs douaniers aux Etats-Unis sur le reste du monde, et en particulier sur l'Europe et la France avec la possibilité de la mise en place de mesures douanières de rétorsion par l'UE. Selon les données des douanes françaises, les exportations françaises de biens à destination des Etats-Unis représentaient 49 milliards d'euros en 2024, soit 7,5 % de nos exportations industrielles et agricoles (et 5 % des exportations totales et 1,7 % du PIB de la France). Selon la Direction Générale du Trésor, les principaux secteurs exportateurs par ordre d'importance sont l'aéronautique, les produits pharmaceutiques et les boissons, ces 3 secteurs représentant environ 35 % des exportations totales vers les Etats-Unis. A l'inverse, les importations américaines en France représentaient 53 milliards d'euros, soit 5,3 % des importations totales et 1,8 point de PIB. Les principaux produits importés des Etats-Unis sont dans l'ordre les hydrocarbures, les biens de l'aéronautique et de l'industrie pharmaceutique, ces 3 secteurs re-

présentant 57 % des importations en provenance des Etats-Unis. La France enregistrait donc un déficit commercial industriel de 4 milliards d'euros vis-à-vis de Etats-Unis[2]. Sur la base d'une hausse de 10 % des tarifs douaniers américains sur les produits européens, sans tenir compte des effets induits sur le commerce international des autres pays, les exportations françaises totales reculeraient de 0,4 % (dont 8 % pour les seules exportations françaises aux Etats-Unis) au bout de deux ans, ce qui pourrait conduire à une perte directe de 0,13 point de PIB d'ici à fin 2026[3], hors mesures de rétorsions commerciales, de bouclage macroéconomique international ou d'effets financiers.

1.3 Une croissance atone à court terme qui augmente en 2026

Sur la base des informations et données conjoncturelles les plus récentes, nous estimons que la croissance du PIB serait de 0,1 % au 1er trimestre 2025 (voir encadré 3) et de 0,1 % au 2ème trimestre (tableau 1.6). Ainsi, la France échapperait à la récession technique bien qu'une partie du mauvais chiffre du dernier trimestre de 2024 soit imputable au contrecoup des JO (qui a généré un supplément d'activité de 0,2 point de PIB trimestriel au 3ème trimestre 2024).

Encadré 3. *Nowcast* du PIB morose au T1 2025

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

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

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

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

[2]Voir les analyses de l'OFCE publiées dans les *Policy Brief* n°128 et n°130

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

consommation des ménages–, 4 variables financières et monétaires et 1 variable liée à l'évaluation de l'incertitude de politique économique.
Sur la base de ce modèle, estimé depuis janvier 1995 et après avoir effectué la présélection des variables sur la période pré-Covid, notre estimation de la croissance du PIB au 1er trimestre 2025 est de +0,1% (après -0,1 % au T4 2024). La faiblesse de l'activité s'expliquerait essentiellement par celle des indicateurs liés à la production (tableau 1.5). Compte tenu des délais de publication des indicateurs utilisés, cette prévision a été réalisée avec 67 % des variables pré-selectionnées effectivement observées.

Tableau 1.5. *Nowcast* du PIB au premier trimestre 2025

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

Notes de lecture : Si toutes les variables entrant dans le modèle de *nowcasting* étaient à leur moyenne de long terme, la croissance du PIB du trimestre en cours serait estimée à +0,23 %. Les variables d'activité et d'incertitude contribuent négativement (respectivement -0,17 pt et -0,01 pt) tandis que les autres groupes de variables contribuent positivement (+ 0,08 pt) au chiffre estimé du T1.)
Note : Le *nowcast* tient compte des données disponibles jusqu'au 26 mars 2025.
Sources : calculs OFCE, prévision OFCE avril 2025.

Une version plus détaillée du modèle ici utilisé sera publiée (avec des mises à jour régulières) avant le début de l'été 2025.

(a) Voir par exemple, Bessec et Julien (2024) « *Un modèle à facteurs à fréquence mixte pour le nowcasting du PIB français* », Document de Travail de la Banque de France, n. 975 ou Phunt (2023), "*Guide pratique des enquêtes de conjonctures & protocole de prévision en temps réel",* Documents de Travail DG Trésor, n. 2023/2.

(b) Choix méthodologique largement mobilisé dans la littérature. Pour le cas français nous pouvons mettre en avant Bessec, M et Doz, C. (2012). Prévision à court terme de la croissance du PIB français à l'aide de modèles à facteurs dynamiques. *Économie & prévision,* 199(1), 1-30. .

(c) Voir Bańbura, M., and Modugno, M. (2014). « *Maximum likelihood estimation of factor models on datasets with arbitrary pattern of missing data* », Journal of Applied Econometrics, 29(11), 133–160.

(d) Voir Bai, J., and Ng, S. (2008). « Forecasting economic time series using targeted predictors », Journal of Econometrics, 146(2), 304–317

La croissance serait tirée par la consommation des ménages (voir la partie Ménages) alors que la consommation publique marque le pas avec le tournant de la consolidation budgétaire, après plusieurs années de croissance dynamique, et un effet particulièrement marqué au 1er trimestre 2025 en raison des conséquences du blocage des dépenses lié à la loi spéciale. En revanche, l'investissement public soutiendrait la croissance en 2026 avec la hausse marquée des dépenses militaires, et le commerce extérieur ne contribuerait pas négative-

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

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

[a]En volume, aux prix chaînés. [b]FBCF : Formation Brute de Capital Fixe ; APU : Administrations Publiques. [c]Biens et services. [d]Demande intérieure hors variation de stocks. [e]Contribution à la croissance du PIB. [f]Evolution de l'indice des prix de consommation harmonisés (IPCH, sauf USA et France IPC). Pour les trimestres, glissement annuel (T/T(-4)) des prix. Pour les années, croissance moyenne annuelle des prix. [g]Au sens du BIT, en % de la population active. Pour les trimestres moyenne trimestrielle, pour les années, moyenne annuelle. [h]En % du PIB annuel, en fin d'année. [i]Variation annuelle du déficit public (APU) primaire structurel, en points de PIB.
Sources : INSEE, prévision OFCE avril 2025.

ment à la croissance, malgré la politique commerciale de D.Trump, dont les effets négatifs pour la France seraient compensés par la relance européenne, notamment allemande.

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

Chapitre 2

Un marché du travail malmené

2.1 Fin de cycle pour l'emploi …

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

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

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

Le constat est similaire dans le champ salarié marchand non agricole : une baisse de 1,1 % de la productivité apparente du travail par rapport à 2019 et de 1,5 % si l'on considère la productivité par tête. Le ralentissement de la productivité observé ces dernières années ne

[1] La productivité du travail considérée ici consiste en le ratio du PIB et de l'emploi **total** (tous secteurs, salariés et non-salariés) tels que mesurés par les comptes nationaux.

peut être dissocié de l'essor de l'emploi des jeunes, dopé par l'apprentissage. La politique en faveur de l'apprentissage apparaît comme le principal facteur de cet affaissement, expliquant à elle seule près d'un tiers de l'écart à la tendance passée, suivie par la politique de soutien aux entreprises (17%) et la baisse du coût du travail principalement liée au retard d'indexation des salaires aux prix (13%)[2].

En prévision, nous anticipons 245 000 destructions nettes d'emplois dans le secteur marchand entre fin 2024 et fin 2026 (tableau 2.1). Parmi celles-ci, 40 % seraient imputables à la réduction massive de la politique de l'emploi, tandis que la réduction des aides aux entreprises et le retour de la durée du travail à son niveau de 2019 contribueraient pour un peu moins d'un tiers au rattrapage de productivité dans le secteur marchand. Le renchérissement du coût du travail découlant du rattrapage des salaires et la hausse du chômage expliqueraient 30 % des gains de productivité attendus sur la période.

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

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

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

2.2 … en rupture avec la trajectoire vers le plein emploi

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

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

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

Tableau 2.1. Évolution du marché du travail

	2024		2025				2024	2025	2026
	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Evolution en milliers									
Emploi salarié	13	-17	-30	-23	-34	-44	86	-132	-100
Marchand	-14	-30	-20	-26	-37	-47	-26	-130	-115
dont *politique de l'emploi*	-41	-4	-4	-7	-16	-25	43	-53	-48
Non marchand	27	13	-11	4	3	3	105	-1	15
dont *politique de l'emploi*	-5	-5	-3	-6	-7	-8	11	-25	-6
Emploi non salarié	6	6	5	5	5	5	20	20	20
Emploi total	**19**	**-11**	**-25**	**-18**	**-29**	**-39**	**107**	**-111**	**-81**
dont *politique de l'emploi*	-47	71	-10	-14	-24	-29	54	-77	-54
Evolution en %									
Emploi total	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	-0,4	-0,3
Population active	0,2	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4
Taux de chômage	**7,4**	**7,3**	**7,5**	**7,6**	**7,7**	**7,9**	**7,4**	**7,7**	**8,3**

Notes de lecture: Au 4e trimestre 2024, 11 000 emplois ont été détruits en France, dont 30 000 dans le secteur marchand. Le taux de chômage représentait 7,3 % de la population active, en baisse par rapport au trimestre précédent du fait d'une baisse de la population active (-0,2 %).
Note: Les trois dernières colonnes comparent le niveau de l'emploi (en moyenne trimestrielle) du 4e trimestre à un an d'intervalle.
Sources: Insee, Dares, prévision OFCE avril 2025.

du marché du travail, qui traduit potentiellement un découragement croissant[3].

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

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

Par ailleurs, la Loi pour le plein emploi, si elle venait à modifier le comportement des personnes interrogées par l'enquête Emploi, pourrait avoir un impact sur le nombre d'individus considérés au chômage et par conséquent sur le taux de chômage (évalué entre 0,1 et 1,1 point de population active[4]), mais nous ne l'inscrivons pas dans notre compte central.

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

[4] Voir M. Dauvin, *Quel effet pourrait-on attendre de la réforme du RSA sur le taux de chômage en 2025?*, Blog OFCE, 11

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

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

Note de lecture: 11 000 emplois ont été détruits et le nombre de chômeurs a reculé de 63 000 en moyenne au 4e trimestre 2024. Au total, on recense 74 000 actifs en moins qu'au trimestre précédent. L'évolution de la population active s'explique par une augmentation tendancielle de celle-ci (+39 000), l'effet des politiques de l'emploi (hors formation) (+8 000), d'un effet de flexion (-2 000), et d'un résidu correspond à l'écart entre l'évolution de la population active et les trois premiers composants de celle-ci (-118 000). La tendance de la population active esr basée sur les projections de population active de 2022, y compris effet de la réforme des retraites 2023 et celle de l'Assurance chômage de 2023.
Sources: Insee (Enquête emploi pour le chômage, Comptes Nationaux Trimestriels pour l'emploi), Dares, prévision OFCE avril 2025.

2.3 …marquée par le retrait du soutien public

La Loi de Finances Initiale 2025 prévoit une baisse importante des crédits alloués aux programmes 102 et 103[5] de la mission « Travail, emploi et administration des ministères sociaux ». Ceux-ci diminuent de 17 % entre 2024 et 2025, soit une économie budgétaire ex-ante de 3,7 milliards d'euros. Plus précisément, le montant des crédits d'intervention dédiés aux dispositifs d'insertion dans l'emploi baisse d'un milliard d'euros, ce que nous retenons pour notre prévision (tableau 2.3)[6].

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

L'année 2025 marque la suppression des Emplois francs. Une étude de la Dares[9] avait mis en évidence un fort effet d'aubaine (77 %) pour ce dispositif, contre un effet emploi très limité (5 %). En supposant une durée moyenne de contrat de deux ans, le nombre de bénéficiaires (47 000 fin juillet 2024) devrait chuter rapidement en 2025, pour atteindre 19 000 au qua-

février 2025.

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

[6] À défaut d'éléments pour 2026, nous prolongeons par défaut les dynamiques prévues pour 2025, sauf mention spécifique.

[7] Dans le PLF 2025, cela représente un peu plus de plus de 600 millions d'euros d'autorisations d'engagement en moins en 2025 par rapport à 2024.

[8] Ce sont des dispositifs que l'on nomme *à guichet fermé.*

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

Tableau 2.3. Emplois aidés 2025-2026 : Bénéficiaires, variations des bénéficiaires, effets emploi au T4

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

Note de lecture: Au dernier trimestre 2024, plus d'un million de contrats d'apprentissage étaient en cours, soit 26 000 de plus qu'un an. Avec un effet emploi moyen de 60%, cela correspond à 16 000 créations nettes d'emploi.
Notes: Le nombre de bénéficiaires pour chaque année correspond à la moyenne du 4e trimestre et la variation des effectifs est exprimée sur un an. L'effet emploi mesure les emplois créés (ou détruits) qui ne l'auraient pas été sans (ou avec).
Sources: PoEm - Dares, prévision OFCE avril 2025.

trième trimestre, avant de quasiment disparaître fin 2026.

Concernant les contrats CUI-CIE (Contrats Uniques d'Insertion – Contrats d'Initiative Emploi), les autorisations d'engagement sont supprimées (-99 %), et les crédits de paiement sont exclusivement destinés à financer les 5 000 bénéficiaires encore en poste fin 2024. Nous retenons ainsi un nombre nul de nouveaux bénéficiaires à compter du quatrième trimestre 2025.

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

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

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

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

[11] Les *Entreprises* d'Insertion, les *Associations intermédiaires*, les *Entreprises de Travail Temporaire d'Insertion*, les *En-*

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

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

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

treprises d'Insertion par le Travail Indépendant.

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

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

Chapitre 3

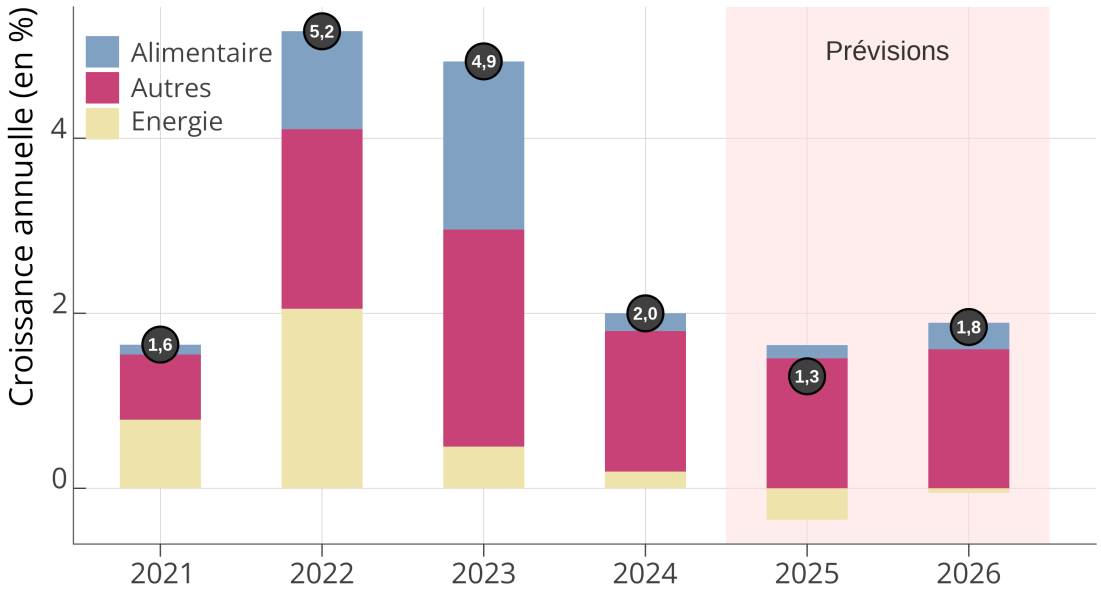
Une consommation qui repose sur la baisse progressive du taux d'épargne

3.1 Une faible inflation pour 2025

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

En 2024, l'inflation est revenu en moyenne à 2 %, les prix de l'alimentaire et de l'énergie ne contribuant pour 0,4 point alors que ces deux composantes (représentant près d'un quart de la pondération de l'indice des prux à la consommation (IPC)) ont contribué pour 3,2 points en 2022 et 2,4 points en 2022. En 2025, la progression de l'IPC s'établirait à 1,3 % en moyenne annuelle. La décrue des prix de l'énergie, avec la diminution actée de 13 % des tarifs de l'électricité en février 2025, contribuerait à réduire l'inflation de -0,4 point en 2025 et les prix de l'alimentaire ne contribuerait plus qu'à hauteur de 0,1 point. En 2026, l'inflation resterait maîtrisée mais repartirait à la hausse (1,8 %), notamment sous l'effet de la hausse des salaires.

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



Sources : Insee, prévision OFCE avril 2025.

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

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

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

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

Depuis 2020, le taux d'épargne des ménages n'est jamais revenu à son ratio moyen d'avant-crise, qui se situait à 14,6 % du RDB en moyenne au cours de la décennie 2010. Les ménages

Tableau 3.1. Compte des ménages

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

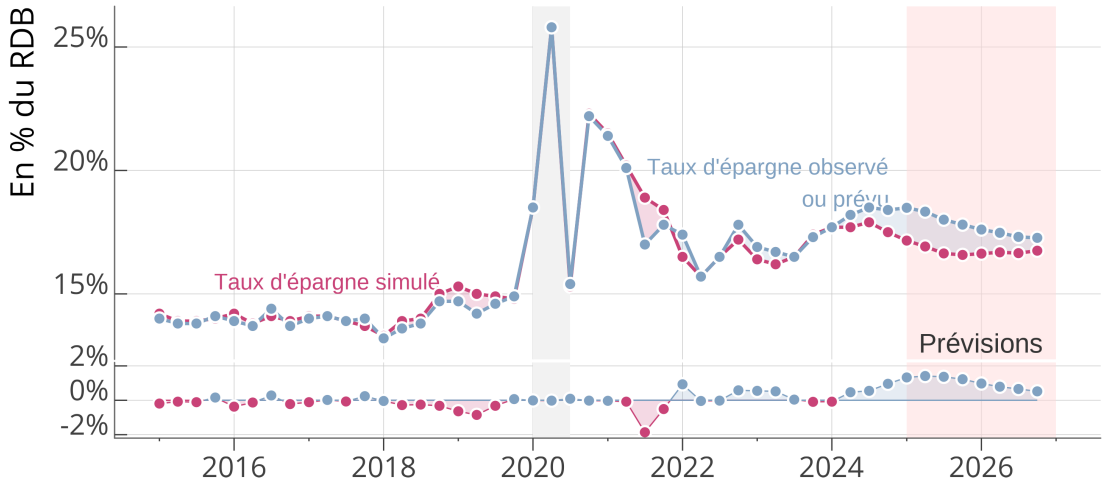
[a]RDB : revenu disponible brut [b]Déflaté par les prix à la consommation
Sources: Insee, prévision OFCE avril 2025.

n'ont pas réduit leur sur-épargne pour faire face au choc inflationniste, ce qui leur aurait permis de lisser les effets de l'inflation sur leur consommation. Bien au contraire, le taux d'épargne est reparti à la hausse depuis la mi-2022, augmentant de près de 3 points de RDB et atteignant 18,4 % fin 2024 (figure 3.2). Au cours des quatre dernières années, les ménages ont accumulé près de 19 points de revenu annuel en « sur-épargne », soit environ 300 milliards d'euros courants, chiffre qui ne tient pas compte de la dépréciation réelle de leur patrimoine. Or, la valeur réelle des patrimoines a baissé depuis 2022 sous l'effet de la taxe inflationniste[1].

Selon nos prévisions, le taux d'épargne resterait en moyenne à un niveau élevé en 2025 (18,2 % en moyenne, soit le même niveau qu'en 2024) mais commencerait à baisser à partir du second semestre sous l'effet notamment du fort repli de l'inflation et la baisse des taux d'intérêts. La disparition de la taxe inflationniste et une épargne moins rémunératrice nominalement pousserait les ménages à réduire progressivement leur taux d'épargne. La baisse prévue du taux d'épargne est cependant plus modérée que ce qu'indique notre équation (figure 3.2) en raison des effets liés à l'incertitude. En effet, on peut observer depuis la mi-2024 un écart qui s'amplifie entre le taux d'épargne observé et l'estimation du taux d'épargne basée sur les déterminants traditionnels de l'évolution du taux d'épargne. Cet écart qui s'est amplifié avec la censure du budget devrait continuer à rester élevé en 2025 avec l'arrivée de D.Trump à la Maison Blanche. Le taux d'épargne que nous inscrivons en prévision en 2025 est 1,3 point au-dessus de ce que nous indique notre équation, reflétant le haut niveau d'incertitude. En 2026, le taux d'épargne baisserait de façon plus franche et atteindrait 17,4 %, soutenant la consommation malgré un pouvoir d'achat qui n'augmente pas. Cependant, bien que prévu en baisse, le taux d'épargne s'établirait fin 2026, encore près de 3 points de revenu au-dessus de son niveau pré-Covid.

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

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



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

Sources : Insee, prévision OFCE avril 2025.

Dernier point connu : T4 2024.

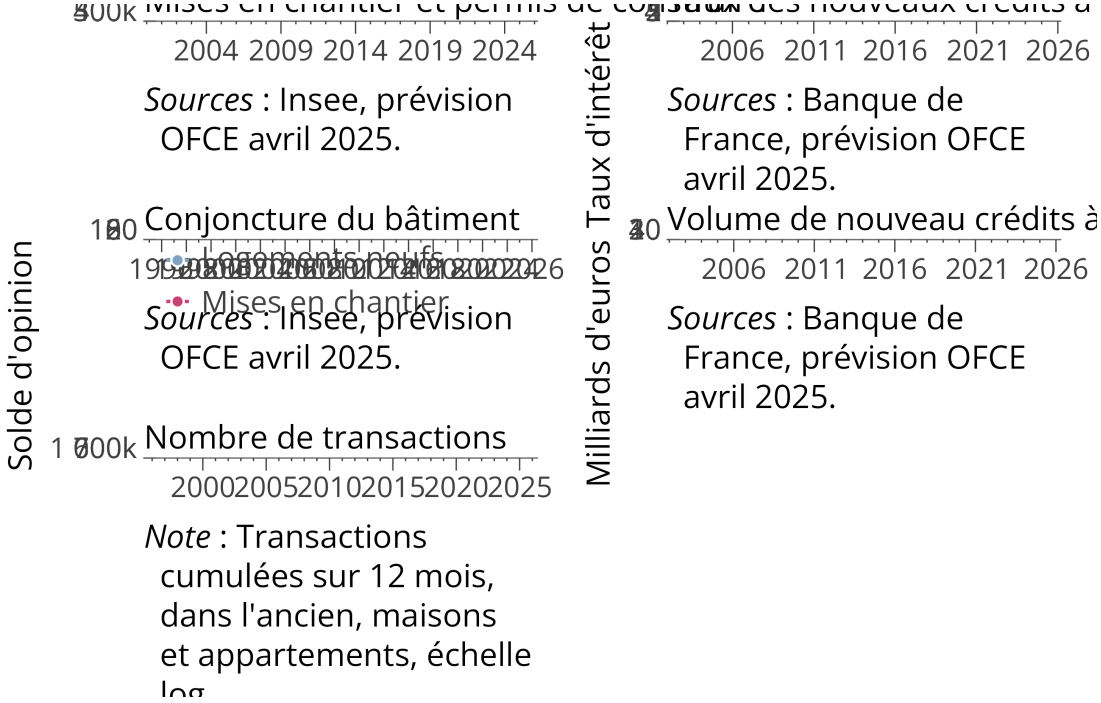
3.4 L'investissement des ménages (enfin) sur la voie du redressement

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

Par la suite, l'augmentation du volume des crédits à l'habitat accordés aux ménages (figure 3.3 *d*) a eu pour conséquence de soutenir de nouveaux les transactions dans l'ancien (figure 3.3 *e*). Cette (légère) reprise des transactions dans l'ancien devrait contribuer positivement au redressement de l'investissement des ménages au travers de ses composantes fiscale (les DMTO) et travaux.

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

Figure 3.3. Eléments conjoncturels du secteur du logement résidentiel



Sources : Insee, prévision OFCE avril 2025.

Sources : Insee, prévision OFCE avril 2025.

Note : Transactions cumulées sur 12 mois, dans l'ancien, maisons et appartements, échelle log

Sources : Banque de France, prévision OFCE avril 2025.

Sources : Banque de France, prévision OFCE avril 2025.

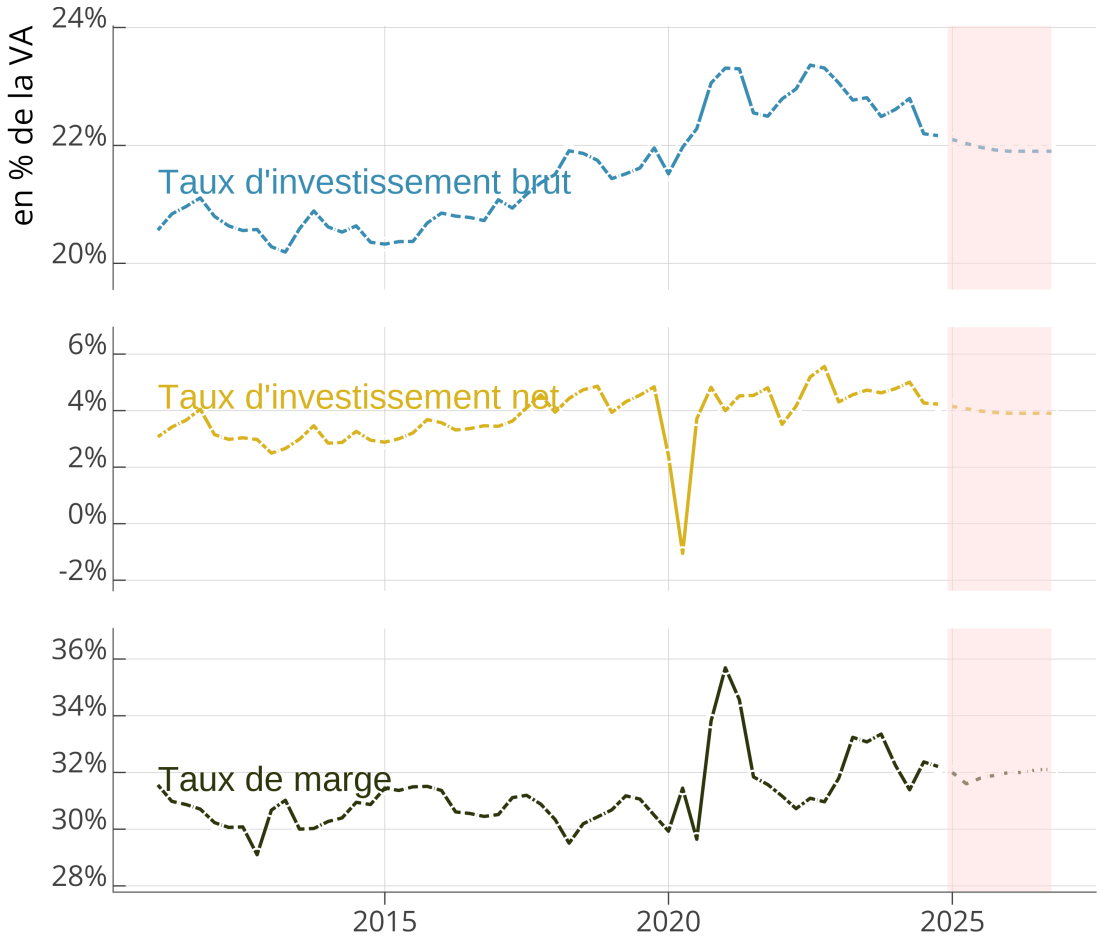
Chapitre 4

Des entreprises attentistes freinent sur l'investissement

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

[1] Voir l'INSEE

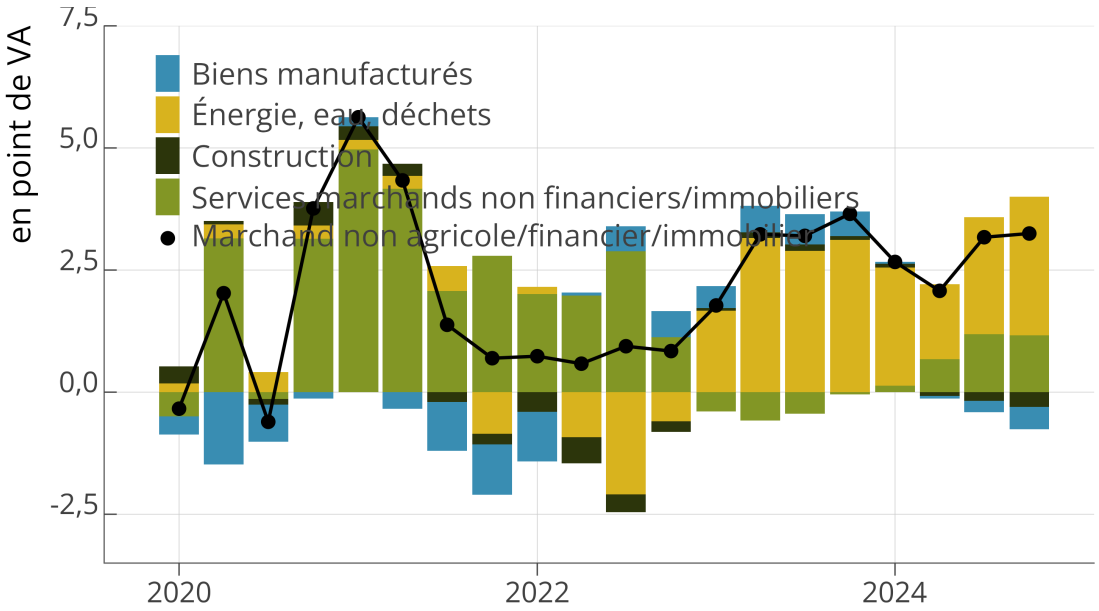
Figure 4.1. Taux d'investissement et taux de marge des SNF



Sources : Insee, prévision OFCE avril 2025.

Le taux de marge (EBE/VA) des SNF s'est replié fin 2024, de 0,2 point de valeur ajoutée par rapport au 3e trimestre, pour atteindre 32,2 % de la valeur ajoutée. En moyenne sur l'année 2024, il a reculé de 0,8 point par rapport à 2023. Au niveau sectoriel, ce recul s'explique principalement par la baisse du taux de marge dans l'industrie, pénalisée par une progression limitée des prix de valeur ajoutée ainsi qu'un repli de la production, mais atténuée par la reprise dans les services marchands. D'un point de vue macroéconomique, la situation financière globale des entreprises reste néanmoins favorable, le taux de marge des SNF fin 2024 demeurant plus d'un point au-dessus de son niveau d'avant la crise sanitaire. Toutefois, cette bonne tenue des marges masque une importante hétérogénéité entre branches d'activité. Elle est essentiellement portée par la branche de l'énergie (figure 4.2), bénéficiant de la hausse des prix de ses produits. Les marges se sont également améliorées dans les services depuis fin 2019, en particulier les services de transport et aux entreprises. Selon nos prévisions, le taux de marge se replierait début 2025, atteignant 31,6 % de la valeur ajoutée au 2e trimestre, sous l'effet d'une hausse de la fiscalité sur les entreprises. Il se redresserait ensuite, porté par des gains de productivité supérieurs à la hausse du salaire réel en 2026.

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



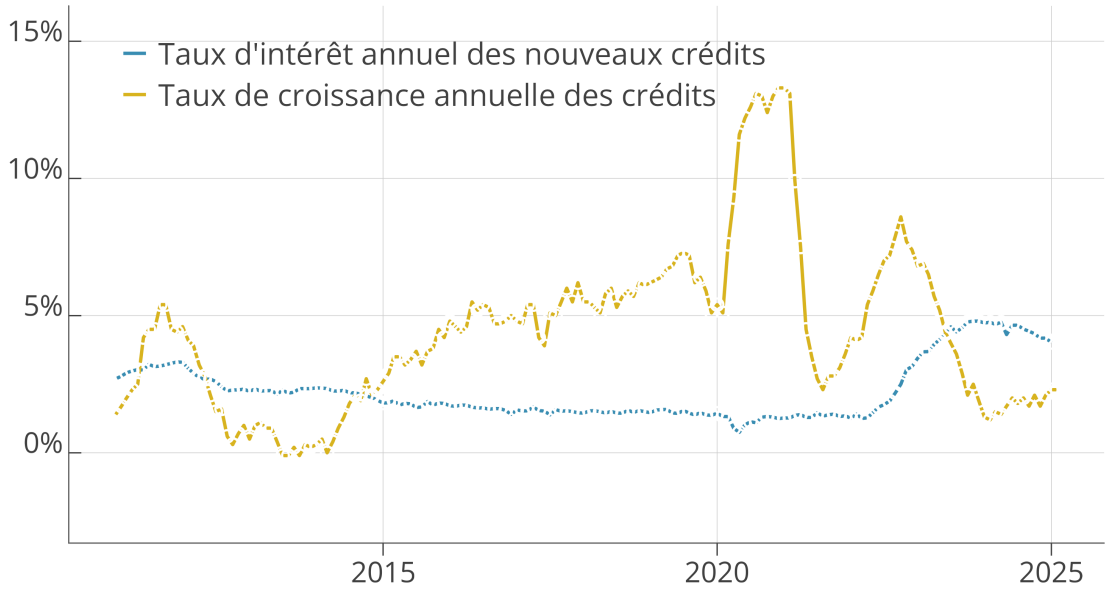
Sources : Insee, prévision OFCE avril 2025.

L'hétérogénéité des situations, malgré une situation macroéconomique relativement favorable, se reflète dans les défaillances d'entreprises qui ont atteint un niveau record en 2024 : 66 121 en décembre cumulé sur douze mois (contre 59 342 en moyenne de 2010 à 2019)[2]. Elles ont augmenté de 17,4 % en glissement annuel, bien que le rythme continue de ralentir. Cette progression est notamment due à un phénomène de rattrapage, après la réduction significative des défaillances, liée aux dispositifs de soutien à l'économie pendant la crise sanitaire. On estime que plus de 120 000 entreprises devraient encore être concernées par ce rattrapage[3].

Enfin, le ralentissement de l'investissement en 2024 s'explique aussi du côté du financement. Depuis juin 2024, la BCE a engagé une baisse de ses taux directeurs, mais elle ne s'est que partiellement répercutée sur le coût de financement des entreprises, encore contraint par la hausse des taux longs en 2024 (figure 4.3). L'effet de soutien à l'investissement des entreprises reste donc modéré. Ainsi, en décembre 2024, le taux d'intérêt moyen des nouveaux crédits bancaires reculait à 4,2 %, tandis que la croissance des encours de crédits des entreprises atteignait 2 %. Cette progression, portée par la hausse des crédits à l'investissement compensant le repli des crédits de trésorerie, reste néanmoins en-deçà des 5 % observés en moyenne en 2019. Par ailleurs, après une forte baisse au 2e trimestre, l'autofinancement des entreprises – leur épargne brute rapportée à leur investissement – est remonté à 89 % fin 2024, un niveau toutefois inférieur à sa moyenne de 98 % sur la période 2011-2019.

[2]Voir les défaillances d'entreprises selon la banque de France
[3]Bruno Coquet, Éric Heyer, 2025, « La productivité retrouve des couleurs », OFCE Policy brief 142, avril 2025

Figure 4.3. Taux d'intérêt et taux de croissance des nouveaux crédit



Sources : Banque de France, prévision OFCE avril 2025.

Chapitre 5

Une consolidation budgétaire insuffisante pour diminuer la dette à horizon 2026

Alors que l'essentiel des dispositifs publics mis en oeuvre pendant la pandémie de Covid-19 et le choc énergétique et inflationniste devaient s'éteindre, le déficit public de 2023 a surpris le gouvernement et les observateurs[1]. En 2023, la France a affiché un déficit public de 5,4 % du PIB alors que le pays dispose du 3ème taux d'endettement public (au sens de Maastricht) plus fort de l'union monétaire après la Grèce et l'Italie.

Avec des finances publics dégradées et le retour de l'application des règles de la gouvernance européenne (renouvelées), l'heure des comptes devait sonner pour la France après des années de politique budgétaire fortement mobilisée[2]. Ainsi, le Conseil de l'Union Européenne a ouvert une procédure de déficit excessif à l'encontre de la France mi-2024. Le déficit public s'est établit à 5,8 % du PIB en 2025 (tableau 5.1). Le calendrier électoral a retardé, puis empêché, le vote de mesures correctives en cours d'année malgré les signaux d'alerte sur la présence d'un nouveau dérapage budgétaire.

Pourtant, la dissipation des mesures d'urgence liées aux crises des années antérieures, aurait dû améliorer *spontanément* le solde public de 1,1 point de PIB mais cet effet a été largement contrebalancé par une impulsion budgétaire hors charges d'intérêt de 0,9 point de PIB et la hausse de la charge d'intérêts de 0,1 point de PIB. Au regard de ces éléments, la hausse du déficit s'explique essentiellement par les surprises négatives sur les recettes publiques[3], décevantes au regard du niveau de l'activité. A lui seul, cet effet d'élasticité expliquerait une dégradation du solde budgétaire de 0,4 point de PIB au cours de l'année 2024[4].

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

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

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

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

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

En 2025, l'essentiel de la consolidation proviendra des hausses de prélèvements obligatoires (0,7 point de PIB). Parmi les mesures nouvelles en prélèvements obligatoires qui concernent les entreprises représentent 0,5 point de PIB[6]. L'essentiel des hausses de fiscalité concerne la contribution exceptionnelle sur les grandes entreprises (0,3 point de PIB), même si le chiffrage d'une telle mesure reste soumis à des nombreux aléas[7]. Parmi les autres mesures affectant les entreprises nous pouvons compter notamment le reprofilage des exonérations de cotisations patronales (0,1 point de PIB net des effets sur l'impôt sur les sociétés) et la sortie des boucliers tarifaires, programmée avant le vote de la LFI 2025 (0,1 point de PIB). Les ménages verront leur fiscalité s'alourdir de 0,2 point de PIB avec la fin des boucliers tarifaires (0,1 point de PIB) et la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus (0,1 point de PIB).

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

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

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

[5] Voir Madec, Plane et Sampognaro (2024) *Après la censure : impact économique et budgétaire de la Loi spéciale pour 2025*.

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

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

Tableau 5.1. Évolution des finances publiques (en pts. de PIB)

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

Sources : Textes budgétaires, prévision OFCE avril 2025.

publics. Au total, le déficit public est attendu à 5,5 % de PIB pour 2025.

La politique budgétaire gardera une orientation restrictive en 2026. Selon nos prévisions la consolidation budgétaire primaire serait de 0,7 point de PIB, malgré une hypothèse de hausse de 0,2 point de PIB des dépenses militaires (encadré), ce qui implique implicitement un financement de la hausse du budget de la défense par des économies sur d'autres poste des dépenses publiques. Par ailleurs, à défaut de détail plus précis, nous avons supposé qu'en 2026 les nouvelles mesures en prélèvements obligatoires ne contribueront pas à l'ajustement budgétaire. Selon nos hypothèses, la totalité de l'impulsion budgétaire négative viendra donc d'un effort en dépenses publiques primaires. Il faut noter que ce scénario suppose que l'extinction des contributions exceptionnelles des grandes entreprises et des hauts revenus seront compensées par des nouvelles recettes. Nous supposons donc que ce programme sera en ligne avec les derniers programmes pluriannuels, à la base des engagements européens de la France. Ceci suppose que les plans initiaux ne seront pas atténués lors des débats parlementaires, ce qui peut être une hypothèse forte compte tenu du contexte politique[8]. La charge d'intérêts augmenterait de 0,3 point de PIB. Au total, nous anticipons un déficit public en légère diminution qui atteindrait 5,3 % de PIB pour l'année 2026.

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

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

Chapitre 6

Commerce extérieur : un rebond contrarié

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

Entre 2019 et 2022, Le commerce extérieur français a été lourdement impacté par une succession de chocs majeurs. La crise sanitaire a provoqué l'arrêt de certaines industries exportatrices lors du premier confinement, ainsi que celui plus durable des flux touristiques. Les difficultés financières des compagnies aériennes les ont conduites à reporter leurs commandes aéronautiques, pénalisant l'un des secteurs exportateurs les plus dynamiques. Un autre, celui du luxe et des produits cosmétiques, a été fortement affecté par les faibles flux de voyageurs dans les aéroports et les confinements successifs en Chine. Vint ensuite la crise énergétique. La France est devenue importatrice nette d'électricité en 2022 en raison de l'arrêt de plusieurs centrales nucléaires. La forte hausse des prix de l'électricité et du gaz, consécutive à l'invasion de l'Ukraine, a réduit la compétitivité des industries intensives en énergie comme la chimie ou la metallurgie. En plus des crises énergétiques et sanitaires, certains secteurs ont été touchés par des chocs spécifiques. Les exportations automobiles se sont contractées avec la baisse généralisée de la demande en Europe et la concurrence des constructeurs chinois, tandis que les exportations agricoles ont été fortement pénalisées par la mauvaise récolte en 2024 (avec un impact négatif de -0.2 pt de pourcentage sur la croissance du PIB selon l'INSEE[1]). A tout cela s'est ajoutée une évolution moins commentée mais importante : les gains de parts de marché des exportations chinoises depuis 2019. Portée par une dépréciation réelle significative[2], les exportations de la Chine se sont fortement accrues au détriment de ses concurrents, notamment européens. Si l'impact direct sur la France est moindre que sur l'Allemagne par exemple, les exportations françaises sont pénalisées en cascade par les pertes de parts de marché de ses principaux partenaires vis à vis de la Chine.

[1] Voir la note de conjoncture de l'INSEE de juillet 2024, Insee (2024).

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

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

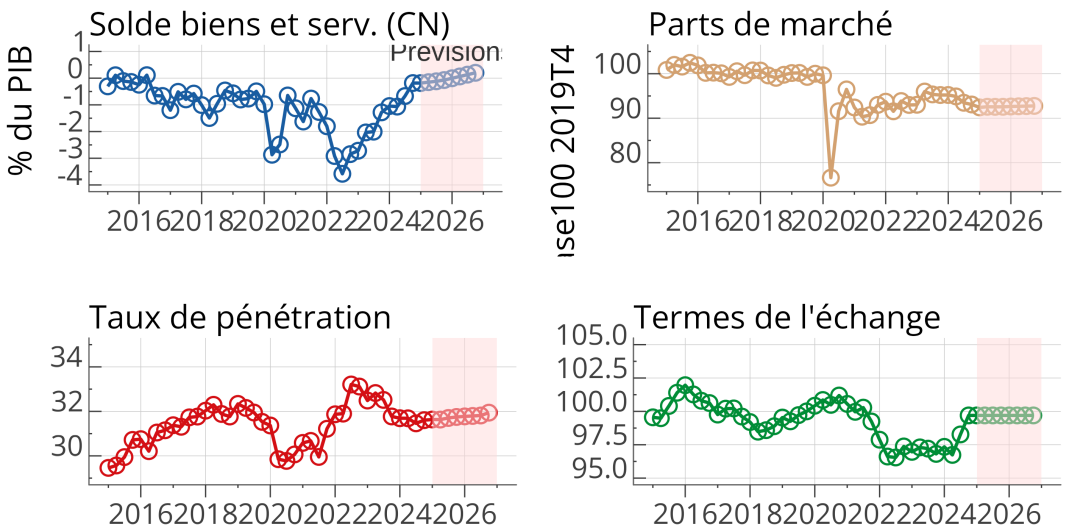
6.2 Des perspectives très incertaines pour 2025 et 2026

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

Ces éléments sont toutefois secondaires au regard des chocs qui viennent. Les hausses de droits de douane annoncés par l'administration Trump pourraient complétement bouleverser le commerce international. L'impact direct sur l'économie française devrait être mesuré. Nous retenons un effet négatif de 0,5 point de pourcentage sur les exportations et de 0,2 point de pourcentage sur le PIB d'ici à fin 2026 (voir synthese France). L'impact indirect (impact négatif sur la croissance de nos partenaires commerciaux, réorientation des exportations destinées aux Etats-Unis vers des marchés sur lesquels la France est implanté etc) est très incertain avec des risques majoritairement à la baisse. En revanche, les annonces européennes sur les dépenses de défense et le plan de relance massif annoncé par le nouveau gouvernement allemand constituent des aléas significatifs à la hausse.

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

Figure 6.1. Commerce extérieur français: les principales statistiques



Sources : Insee, prévision OFCE avril 2025.

partie II

International : à hue et à dia

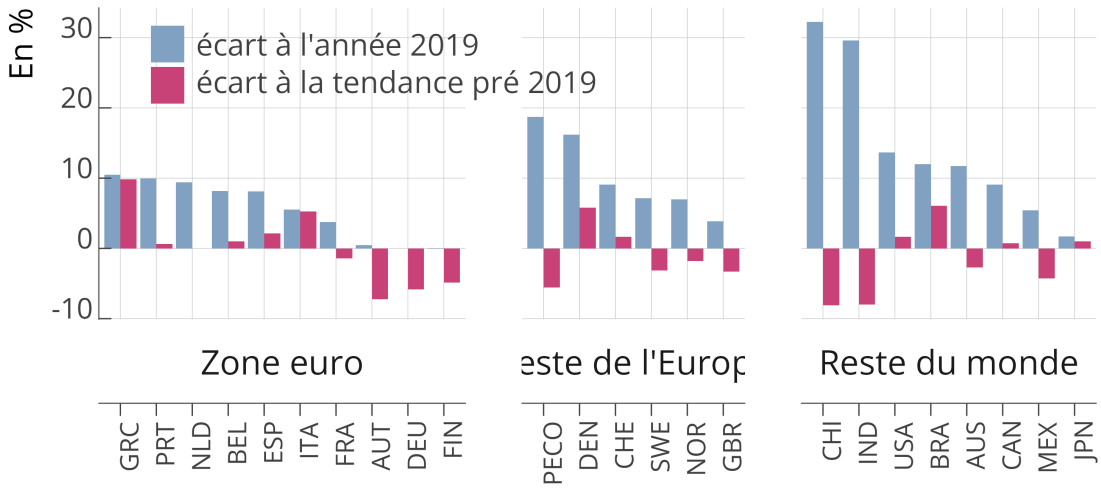
Chapitre 7

Climats hostiles

7.1 Fin de la crise énergétique

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

Figure 7.1. Niveaux de PIB au quatrième trimestre 2024



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

Sources : OCDE, Comptes nationaux, calculs OFCE., prévision OFCE

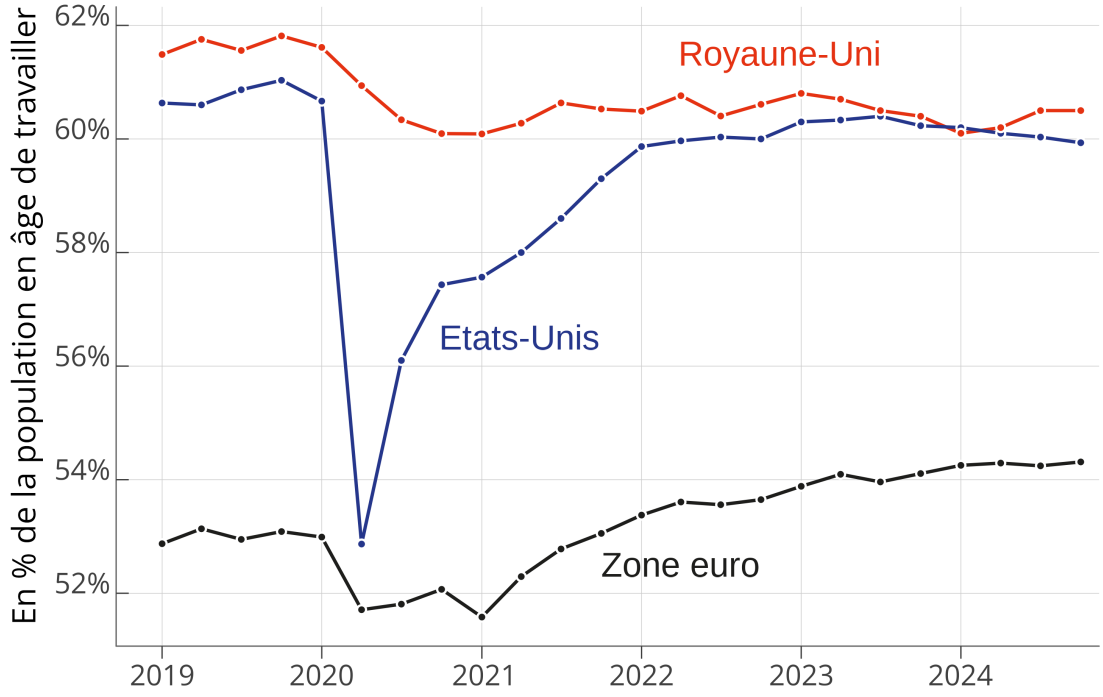
Après la forte hausse de 2021-2022, l'inflation a continué de baisser en 2024. Dans la zone euro, elle a reculé de 3,1 points passant de 5,5 % à 2,4 % en moyenne annuelle. La baisse est encore plus importante pour le Royaume-Uni (-4,8 points) même si l'évolution cumulée depuis 2019 indique une augmentation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

L'évolution du pouvoir d'achat du revenu disponible brut a été plus favorable en 2024 dans les pays européens, sauf en Espagne, où le ralentissement de l'inflation a été un peu moins marqué. Aux États-Unis, la hausse du revenu disponible nominal a été freinée par une moindre

croissance des revenus financiers et par une contribution des impôts aux revenus de nouveau négative[1]. Néanmoins, la consommation des ménages est restée un moteur de la croissance aux États-Unis alors qu'elle a été beaucoup moins dynamique en Europe et au Japon en raison de l'augmentation des taux d'épargne.

Paradoxalement, la faible croissance en Europe n'a pas eu pour conséquence une dégradation du marché du travail même s'il y a eu moins de créations d'emploi (voir partie Emploi). Le taux de chômage a même baissé dans la zone euro en 2024, notamment en Espagne et en Italie. Inversement, la situation s'est légèrement dégradée aux États-Unis avec une légère hausse du taux de chômage et une baisse du taux d'emploi (figure 7.2). Ces trajectoires ont pour corollaire celles de la productivité du travail qui est bien plus dynamique aux États-Unis que dans les pays de la zone euro ce qui alimente le diagnostic sur le décrochage de l'Europe[2].

Figure 7.2. Taux d'emploi



Sources : Eurostat, BLS, ONS, prévision OFCE avril 2025.

7.2 Donald Trump met l'économie mondiale sous tension

Comme il l'avait fait lors de son premier mandat, Donald Trump entend de nouveau user des droits de douane pour faire prévaloir les intérêts américains. Depuis son investiture, il a multiplié les annonces et déclenché une nouvelle guerre commerciale (voir Politiques commerciales). Néanmoins, alors que certaines sanctions sont rapidement appliquées, d'autres sont

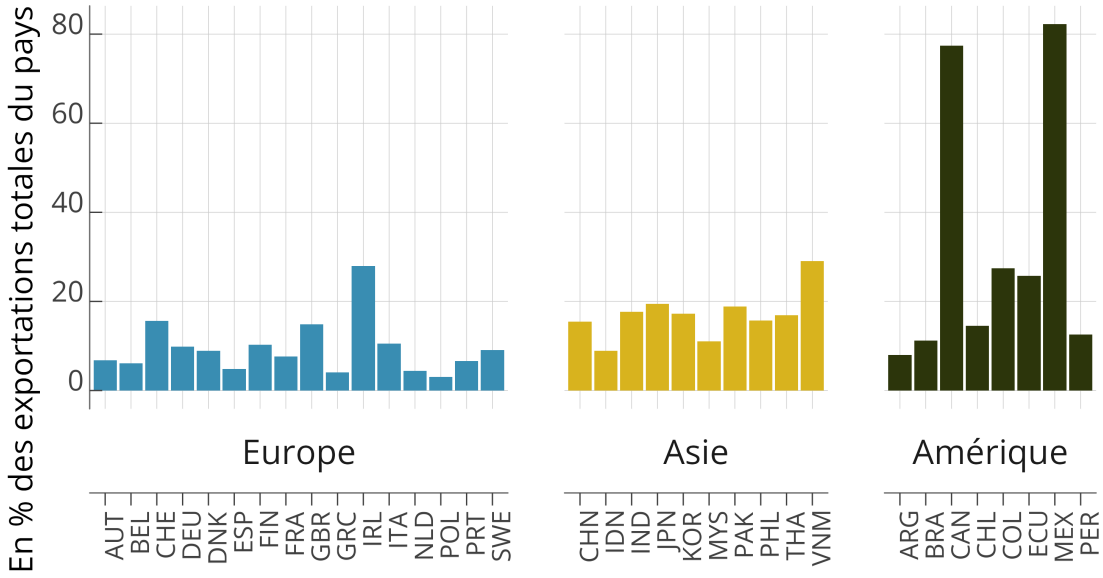
[1] En 2022, les impôts payés par les ménages avaient fortement baissé et contribué positivement (à hauteur de 2,1 points au revenu disponible).

[2] Voir les analyses de l'OFCE publiées dans les *Policy Brief* n°128 et n°130

annoncées mais avec une application immédiatement reportée. Notre scénario central prévoit une hausse moyenne de 10 points des droits de douane sur les produits importés par les États-Unis et suppose que les représailles seront limitées[3]. Au-delà des tarifs douaniers, les décisions du président américain ou de son partenaire Elon Musk sont source d'incertitude sur l'orientation de la politique commerciale ou les conditions d'exercice de leur activité pour les entreprises étrangères. A court terme, il en résulte un climat hostile aux affaires ce qui freinerait l'investissement ou la consommation outre-Atlantique. Les exportations vers les États-Unis devraient augmenter au premier trimestre 2025 en anticipation de tarifs plus élevés.

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

Figure 7.3. Part des exportations vers les Etats-Unis



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

Sources : OCDE, Comptes nationaux, calculs OFCE, prévision OFCE avril 2025.

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

La croissance mondiale baisserait à 2,9 % dès 2025 puis se stabiliserait à ce même niveau en 2026. Les économies développées pourront encore bénéficier de l'assouplissement monétaire passé. En Europe, la BCE et la Banque d'Angleterre continueront de baisser tandis que la Réserve fédérale devra faire face à une inflation plus élevée aux États-Unis et stabiliserait son taux directeur (tableau 7.2). En effet, alors que la stabilisation des prix de l'énergie ne devrait plus être un moteur de l'inflation ou de la désinflation, les banques centrales se montreront prudentes en raison des risques inflationnistes qui résulteraient des droits de douane. Aux États-Unis, l'inflation dépasserait de nouveau 3 % en fin d'année 2025. Sous l'hypothèse de représailles limitées de la part des pays européens, l'inflation en zone euro et au Royaume-Uni ne serait pas affectée directement par la guerre commerciale et reviendrait alors vers 2 %.

Les perspectives restent moroses dans les pays émergents et en développement pour 2025 et 2026, notamment en Asie ou là croissance passerait sous le seuil des 5 %. Au-delà du fléchissement attendu en Chine (à 4,5 % en 2026), ce sont les dragons d'Asie qui semblent les plus affectés dans la région par le changement en cours (Hong-Kong, Corée du Sud, Singapour, Taiwan). L'Amérique latine garderait un rythme de croissance autour de 2 % en moyenne, le fléchissement attendu au Mexique – en raison de sa forte dépendance aux États-Unis – et au Brésil étant compensé par la reprise en cours en Argentine. Davantage fragilisée que l'Asie sur le marché des changes, l'Amérique latine en subit l'impact sur les prix. L'inflation est repartie dans plusieurs pays, entraînant un nouveau durcissement des politiques monétaires, au Brésil notamment. En Asie, par contre, l'inflation reste contenue autour de 2 % mais la vigilance des banques centrales demeure.

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

7.3 La roulette russe

La multiplication des annonces depuis l'investiture de Donald Trump en janvier 2025 crée une forte incertitude sur la politique commerciale américaine, sur les objectifs de cette stratégie et sur les mesures de représailles que prendront les partenaires commerciaux des États-Unis. La guerre commerciale est bien déclarée et ne devrait faire que des perdants. Pour autant, il est difficile de lire le scénario qui sera finalement adopté et le niveau de droits de douane qui

s'appliquera *in fine* en moyenne en 2025 et 2026. La déclaration du 2 avril ouvre la possibilité de droits plus élevés : à peu près le double pour les pays de l'Union européenne et plus encore pour les biens importés de Chine. La situation récente a cependant montré que les sanctions sont susceptibles d'être reportées ou atténuées. S'il ne fait pas de doutes que Donald Trump assume une politique commerciale agressive, l'annonce du *Liberation Day* pourrait être un moyen de forcer les partenaires commerciaux des États-Unis à négocier un accord conduisant à ouvrir plus largement leur marché aux produits américains. Dans le cas d'une application stricte des droits annoncés le 2 avril, l'impact négatif resterait modéré pour les pays européens en 2025 et 2026 : de l'ordre de -0,2 point de PIB (Voir Politiques commerciales). L'impact serait plus conséquent pour la Chine en 2025. Les pays émergents et en développement pourraient être fortement fragilisés à la fois parce qu'ils pourraient subir une hausse très élevée des droits, et parce qu'ils auront plus de difficultés à absorber le choc en raison d'une part plus importante de leurs exportations à destination des États-Unis. Enfin, il ne semble pas qu'un scénario de représailles généralisées soit à l'ordre du jour. Certains pays privilégient déjà la négociation tandis que d'autres, Chine et Union Européenne principalement, pourraient opter pour des représailles ciblées. Néanmoins, les États-Unis pâtiraient des mesures de rétorsions avec une croissance annuelle qui pourrait passer sous les 1 %.

Enfin, cette multiplication des annonces a aussi suscité l'inquiétude des marchés financiers mondiaux qui ont fortement chuté. La baisse de l'indice américain S&P500 corrige en partie le boom qui avait été observé à la fin de l'été 2024 et qui reflètait des perspectives de croissance favorable sans doute dopée par les annonces de baisses d'impôts et d'allègement des contraintes règlementaires (figure 7.4). La baisse en cours traduit une révision à la baisse des anticipations de croissance mais elle pourrait aussi être le signe d'un désordre économique mondial durable résultant d'une remise en cause profonde des relations économiques internationales établies depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale. Le pire scénario serait celui d'une panique financière qui, couplée à une escalade sur les droits de douane, ferait basculer de nombreuses économies en récession.

Tableau 7.1. Prévisions de croissance mondiale (en %)

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

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

Figure 7.4. Indice boursier aux États-Unis (SP500) et en Europe (Eurostoxx50)

Tableau 7.2. Tableau des principales hypothèses

			2025				2024	2025	2026
	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Taux de change									
1 €=...$	1,10	1,07	1,05	1,10	1,10	1,10	1,08	1,09	1,10
1 $=...¥	149	152	152	150	150	148	151	150	145
1 £=...€	1,18	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,18	1,20	1,20
Taux directeur									
Etats-Unis	5,00	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	5,12	4,50	4,50
Japon	0,25	0,25	0,50	0,50	0,75	0,75	0,17	0,62	1,00
Zone €	3,75	3,25	2,50	2,25	2,00	2,00	3,69	2,19	2,00
Royaume-Uni	5,00	4,75	4,50	4,50	4,25	4,25	5,06	4,38	4,00
Matières premières									
Pétrole, en $[a]	79,8	74,6	75,2	75,0	74,0	72,0	80,5	74,0	70,0
Pétrole, en €[a]	72,7	69,9	71,4	68,2	67,3	65,5	74,4	68,1	63,6

Pour les valeurs annuelles, moyennes sur l'année. [a]Prix du baril de pétrole, Brent.
Source : Prévision OFCE avril 2025.

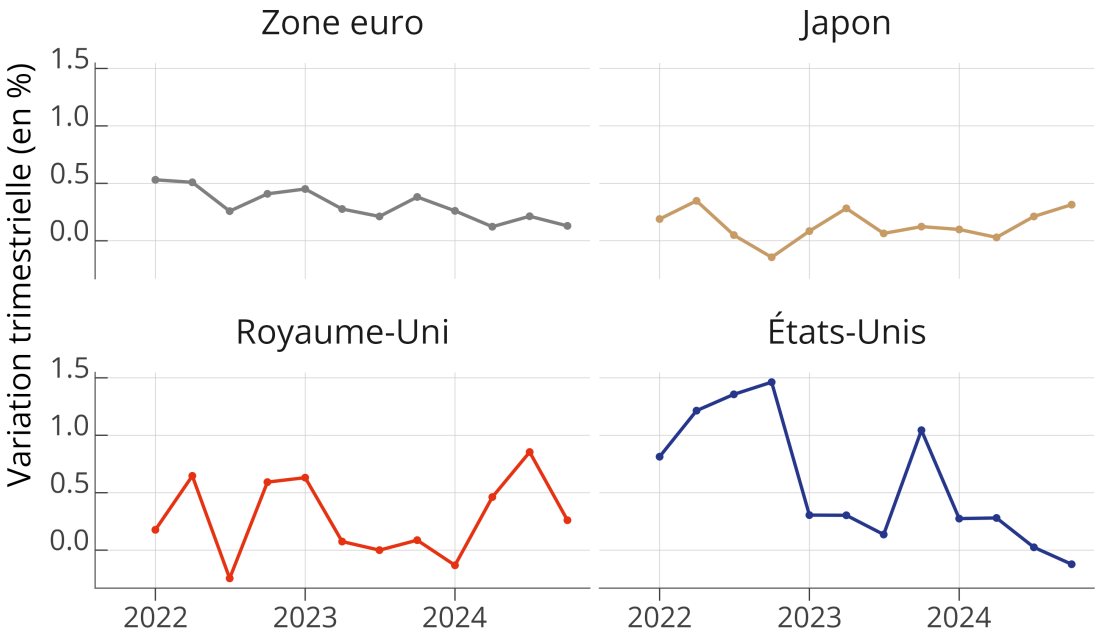
Chapitre 8

Emploi : l'heure des corrections

8.1 Le ralentissement des marchés du travail se poursuit

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

Figure 8.1. Créations d'emplois depuis 2022



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

Une forte hétérogénéité, en termes des trajectoires de croissance du PIB et de la productivité, est toutefois visible sur entre les derniers trimestres de 2023 et 2024[1]. Les Etats-Unis ont connu une progression du PIB (+3,5%) supérieure à celle de la productivité par tête (+3%), tandis que la population active augmentait légèrement (+0,2%) : on s'attendrait donc à une légère baisse du taux de chômage américain, aux différences de mesures près entre les enquêtes emploi et les comptes nationaux (tableau 8.1)[2]. Dans son ensemble, la zone euro présente une population active plus dynamique (+0,5%), mais un écart plus élevé entre les taux de croissance du PIB et de la productivité (+1,2% et +0,4%), qui mène donc à une baisse plus importante du taux de chômage. Dans le cas du Royaume-Uni, l'accroissement considérable de la population active (+1,6%) a été accompagnée par une croissance du PIB comparable (+1,5%), mais sans gains de productivité.

Au sein de la zone euro, des différences importantes sont visibles entre les quatre plus grandes économies. L'Espagne affiche une croissance de la population active comparable à celle de la zone euro (+0,5%), avec toutefois des taux de croissance du PIB et de la productivité très élevés (+3,5%, +3%). En comparaison, l'Italie a également connu une forte baisse du taux de chômage (-1,2 point de pourcentage, contre -1,7 ; c.f. figure 8.2) mais alors que la population active accusait un recul franc (-0.9%) et que la productivité déclinait (-0,5%).

[1] La productivité du travail considérée ici consiste en le ratio du PIB et de l'emploi **total** (tous secteurs, salariés et non-salariés) tels que mesurés par les comptes nationaux.

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

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

	Population active	Productivité par tête	PIB
Allemagne	0.6	-0.1	-0.2
Espagne	0.5	1.4	3.5
France	0.9	0.3	0.6
Italie	-0.9	-0.5	0.6
Zone euro	0.5	0.4	1.2
Japon	0.6	0.5	1.2
Royaume-Uni	1.6	0.0	1.5
États-Unis	0.2	2.0	2.5

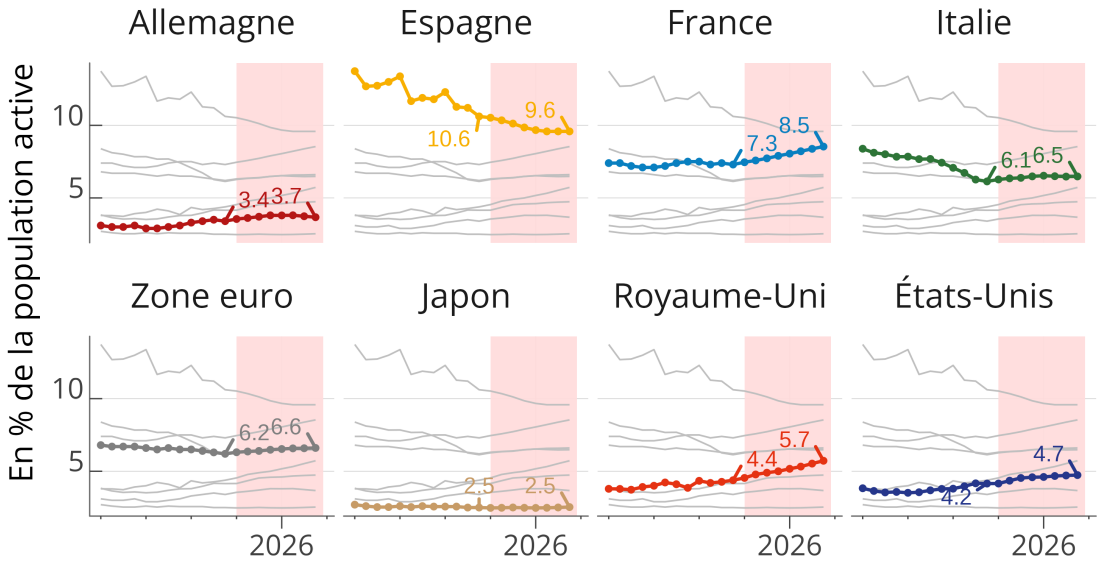
Notes: Evolution sur un an entre le T4 2023 et T4 2024. La productivité apparente du travail est calculée comme le ratio du PIB à l'emploi total, tels que mesurés par les comptes nationaux. *Sources*: OCDE, calculs OFCE.

En France, le taux de chômage a légèrement baissé dans un contexte où la croissance du PIB (+0,6%) et de la productivité (+0,5%) a été modeste ; enfin, dans le cas allemand, une légère hausse du taux de chômage s'est produite en 2024 (+0,3 point), les performances en termes de productivité s'étant avérées presque aussi mauvaises que l'évolution du PIB (respectivement -0,1% et -0,2%).

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

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

Figure 8.2. Prévisions OFCE des taux de chômage



Sources : OCDE, prévision OFCE avril 2025.

Chapitre 9

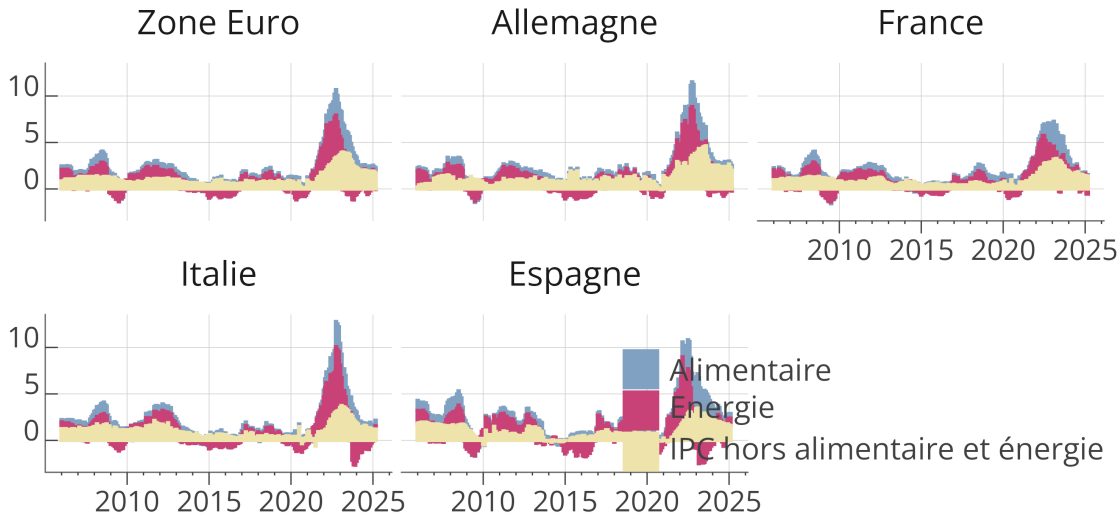
Une baisse de l'inflation en demi teinte ?

9.1 Après la crise énergétique

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

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

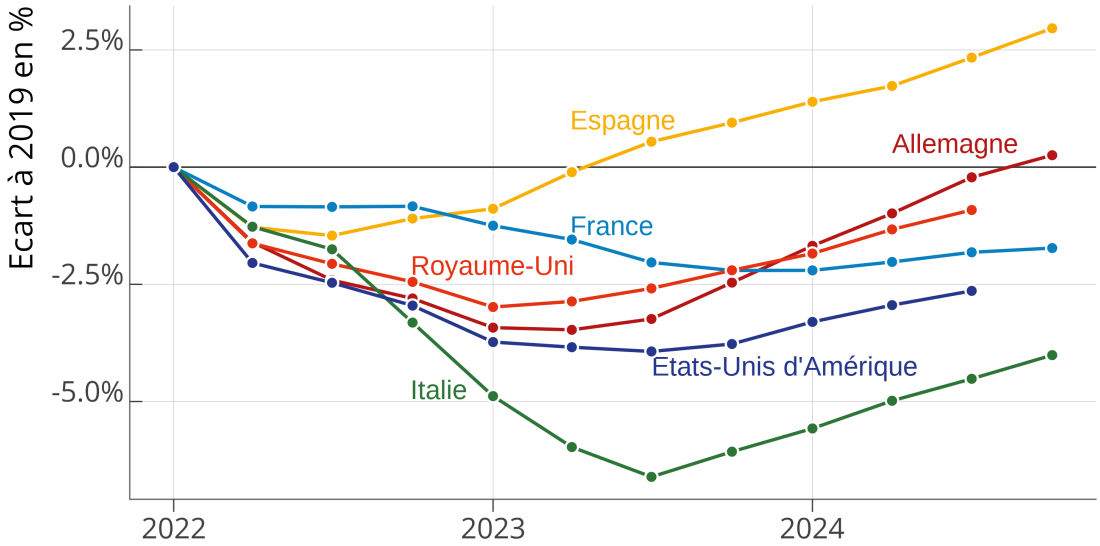
Figure 9.1. Evolution de l'IPCH et ses composantes



Sources : Eurostat, calculs OFCE.
Dernier point connu : mars 2025.

L'évolution récente de l'inflation illustre une asymétrie marquée : sa baisse est bien moins rapide que sa montée. Plus de deux ans après le pic, l'inflation reste au-dessus de la cible des banques centrales, expliquant ainsi leur prudence. Ainsi, pour rappel, le taux directeur de la Réserve fédérale a été maintenu à 4,5 % depuis novembre. De son côté, la BCE a certes continué à baisser les taux mais à un rythme relativement modéré : 1,5 point en 9 mois (pour plus de détails voir Politiques monétaires). La dynamique salariale, en particulier la hausse des salaires nominaux puis réels, a sans doute contribué à freiner le retour à une inflation plus faible. Depuis le troisième trimestre 2021, l'évolution des salaires réels a suivi deux dynamiques distinctes. Durant la période de forte inflation entre 2021 et 2022, la hausse des prix a nettement dépassé celle des salaires nominaux, entraînant une baisse marquée des salaires réels. Cependant, à partir de 2023, on observe un début de rattrapage avec une progression plus rapide des salaires nominaux, permettant une atténuation de la perte de pouvoir d'achat. Malgré cette reprise, les salaires réels restent toujours en deçà de leur niveau de 2021, accusant un retard d'environ 2 % (figure 9.2). Cette dynamique contribue à une désinflation plus lente, notamment dans les services où les tensions salariales restent présentes.

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



Note : Salaires par tête (D11), déflatés de l'IPC(H).
Sources : Eurostat, prévision OFCE avril 2025.

Derrière cette moyenne européenne, de fortes disparités subsistent entre les grandes économies de la zone euro. La France se distingue par un taux d'inflation particulièrement bas en ce début d'année aux mois de février et mars: 0,9 % en variation annuelle, soit son premier passage sous la barre des 1 % depuis début 2021. La baisse des prix de gros de l'électricité a plus que compensé la hausse de la fiscalité, entraînant une chute de 13 % des prix de l'électricité en février. À l'inverse, l'Espagne et l'Allemagne affichent une inflation en ligne à la moyenne européenne, avec respectivement 2,2 % et 2,3 %. L'Italie, quant à elle, présente un taux d'inflation plus modéré (2,1 %), mais sa tendance reste haussière et marquée par une certaine volatilité. En revanche, au Royaume-Uni, l'inflation est toujours à des niveaux relativement élevés, même si elle a ralenti en février à 3,7% après 3,9% en janvier.

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

Encadré 4. **La crise inflationniste a-t-elle durablement entraîné une divergence du niveau des prix ?**

Si l'inflation tend à converger vers 2 % en moyenne dans la zone euro, cette stabilisation masque d'importantes disparités de niveaux de prix entre les pays. Depuis le début de la crise inflationniste au troisième trimestre 2021, les prix ont augmenté en moyenne

de 16,6 %. Mais cette hausse ne s'est pas répartie de manière homogène : l'Allemagne enregistre la plus forte progression avec un indice de 118,2 fin 2024, suivie de près par l'Italie (117,8) et l'Espagne (116,1), tandis que la France affiche un niveau plus modéré à 114,3. En l'espace de 13 trimestres, un écart de 4 points s'est ainsi creusé entre ces économies (@fig-ipc2).

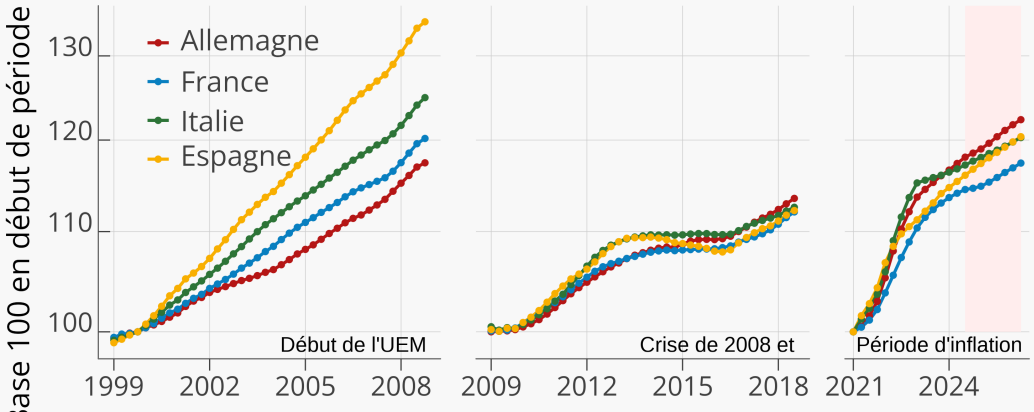
La question centrale est de savoir si ces écarts vont progressivement se résorber. Pour cela, l'analyse des crises économiques passées peut offrir des enseignements sur les dynamiques d'inflation à long terme.

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

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

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

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



Note : Indices de prix base 100 en 1999, 2009, 2021. Lissage sur 4 trimestres par moyenne mobile. La crise des subprimes commence au T1 2009 jusqu'en T1 2019, et la crise inflationniste commence au T3 2021 et finit au dernier point connu (T4 2024).
Sources : Eurostat, calculs et prévisions d'avril 2025 de l'OFCE.

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

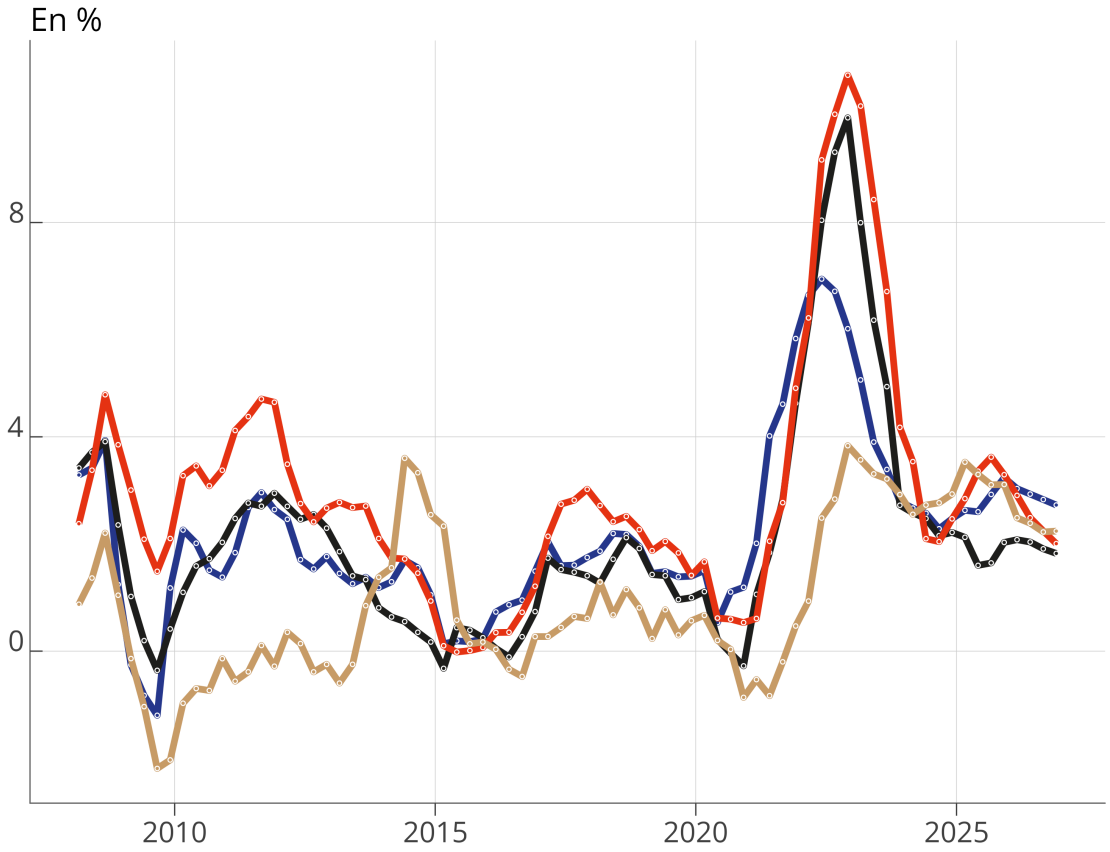
9.2 La guerre commerciale menace-t-elle le retour de l'inflation à sa cible?

La guerre commerciale relancée par Donald Trump aurait un impact direct sur les prix pour les consommateurs via l'application de droits de douane sur les produits importés aux États-Unis. Sous l'hypothèse d'une hausse des droits de douane de 10 points, l'inflation américaine repartira à la hausse en 2025 et devrait atteindre un pic à 3,2 % en fin d'année[1]. Elle diminuerait en 2026 mais de façon progressive. Sous l'hypothèse d'absences de mesures de représailles, le pouvoir d'achat des ménages européens seraient moins affecté et l'inflation continuerait de décélérer en 2025 (figure 9.4). Les prix de l'énergie ne contribueront plus à l'augmentation des prix. Les salaires alimenteront alors la hausse des prix, via une hausse des marges des entreprises. En effet, dans le détail en France l'inflation serait de 1,3 % puis 1,8 %, en Allemagne, elle atteindrait 1,9 % et 2,2 %. En Italie l'inflation serait de 1,6 % en 2025 avec les prix de l'énergie qui diminue et 1,7% en 2026. Enfin en Espagne, elle atteindrait 2,5 %

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

puis 1,9 %, à contre courant des autres pays. Au Royaume-Uni et au Japon, il faudrait attendre l'année 2026 pour observer une baisse notable de l'inflation. En effet, elle se maintiendrait au-dessus de 3 % en 2025 et ne convergerait vers 2 % qu'en fin d'année 2026.

Figure 9.4. Prévisions d'inflation



Chapitre 10

Nouveau dilemme pour les banques centrales

La réduction des taux de politique monétaire initiée à partir de l'été 2024 s'est poursuivie de façon hétérogène, les banques centrales continuant de surveiller attentivement l'évolution de l'inflation. Dans la zone euro, l'inflation est retombée temporairement sous la cible de 2 % en septembre, avant de remonter légèrement en lien avec les fluctuations de l'indice des prix de l'énergie (encadré 4). La BCE est restée prudente sur le rythme de son assouplissement monétaire. Sur les neuf derniers mois, le taux des facilités de dépôts a baissé de 1,5 point, pour s'établir à 2,5 % en mars 2025. Les baisses de taux ont été plus modérées au Royaume-Uni du fait d'un rebond de l'inflation à 3 % en début d'année. Aux États-Unis, la désinflation a très nettement marqué le pas en 2024 si bien que la Réserve fédérale a décidé d'une pause depuis décembre. Enfin, le Japon continue de faire face à une situation différente, avec une inflation qui se maintient depuis maintenant près de 3 ans au-dessus de 2 % après une longue période déflationniste. La Banque du Japon a poursuivi la normalisation très progressive de sa politique monétaire, avec une hausse du taux directeur d'un quart de point décidée lors de la réunion de janvier 2025.

Avec la hausse annoncée des droits de douane, les banques centrales pourraient, comme en 2022 suite à la flambée des prix de l'énergie, devoir arbitrer entre l'objectif de stabilité des prix et celui de la croissance. Néanmoins, l'impact inflationniste de la guerre commerciale déclenchée par les États-Unis se reflèterait surtout dans la dynamique des prix outre-Atlantique avec une inflation moyenne en hausse : 2,8 et 2,9 % en 2025 et 2026 contre 2,5 % en 2024. Bien que supérieure à la cible de la Réserve fédérale, l'inflation serait plus modérée que celle observée entre 2021 et 2023. Parallèlement, la croissance marquerait un peu le pas et le taux de chômage passerait de 4,2 % fin 2024 à 4,7 % fin 2026. Dans ces conditions, la Réserve fédérale mettrait un terme à son cycle de baisse des taux au moins jusqu'à la fin du mandat de Jerome Powell, en mai 2026. L'orientation de la politique monétaire américaine, et probablement l'indépendance de facto de la Réserve fédérale, dépendra ensuite du successeur que désignera Donald Trump. Dans la zone euro, l'inflation moyenne se stabiliserait autour de la cible de la BCE qui poursuivra la baisse des taux pour soutenir l'activité. Nous prévoyons deux baisses supplémentaires puis un *statu quo* en 2026. Outre-Manche, la BoE suivrait un rythme

de baisse similaire à celui mis en œuvre dans la zone euro. Au Japon, la BoJ augmenterait de nouveau son taux directeur à deux reprises : une fois en 2025 et une autre en 2026, où il atteindrait 1 %.

Étant donné les délais de transmission de la politique monétaire, le changement d'orientation opéré par les banques centrales permettrait de soutenir la croissance en 2025 et plus encore en 2026. Même sous l'hypothèse de stabilité des taux – comme nous l'anticipons pour les États-Unis – l'arrêt du cycle de hausses se traduira par un soutien à la croissance[1].

Au-delà des décisions des banques centrales, l'efficacité de la politique monétaire dépend en grande partie de la transmission des variations de taux courts aux taux de plus long terme, publics et privés. Or, la baisse des taux longs observée depuis la fin de l'année 2023 est de moindre ampleur que la hausse observée à partir de 2021 et qui avait précédé le resserrement des politiques monétaires[2]. La période récente se caractérise même par une remontée des taux souverains, de l'ordre de 0,3 point dans les principaux pays de la zone euro au cours du mois de mars. Aux États-Unis, la hausse – de plus de 1 point – fut observée pendant la campagne présidentielle puis après la victoire de Donald Trump.

Comment expliquer cette remontée des taux souverains ? Premièrement, les taux longs ont peu baissé parce que la réduction des taux directeurs des banques centrales a été modérée et que les marchés anticipent sans doute la fin de ce cycle de baisses. Pour la BCE, la baisse réalisée et prévue d'ici la fin de l'année 2025 serait de 2 points après une hausse de 4,5 points entre juillet 2022 et septembre 2023. Aux États-Unis, la cible de la Réserve fédérale est passée de 0,25 % à 5,5 % entre mars 2022 et juillet 2023, alors que la baisse de cette même cible se limiterait à 1 point. Deuxièmement, parallèlement aux décisions sur les taux d'intérêt, les banques centrales ont aussi réduit la taille de leur bilan (figure 10.1) ce qui correspond à une forme de restriction quantitative active – comme dans le cas de la BoE qui revend une partie des titres qu'elle détenait – passive dans le cas de la BCE ou de la Réserve fédérale qui ne vendent pas d'actifs mais ne renouvellent qu'une partie des titres arrivant à échéance(Du, Forbes et Luzzetti, 2024). Ces évolutions du portefeuille d'actifs des banques centrales influencent donc les marchés de dette souveraine et peuvent se traduire par des taux longs relativement plus élevés[3]. (Choi *et al.*, 2022) ont proposé de quantifier l'impact de ces politiques de bilan sur l'orientation de la politique monétaire américaine en calculant un taux proxy. Il en résulte un durcissement implicite de la politique monétaire plus important puisque le taux proxy est en moyenne plus élevé que le taux cible de la Réserve fédérale depuis fin 2021. Pour la zone euro, l'application de la même méthode conduit à une estimation plus faible du taux proxy[4] et sur la période récente, la baisse est légèrement moins importante que celle du taux €STR (le taux au jour le jour). Enfin, les annonces sur l'orientation de la politique budgétaire pourraient également se refléter dans les taux longs. De fait, la victoire de Trump aux élections présidentielles américaines laissaient présager d'un fort creu-

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

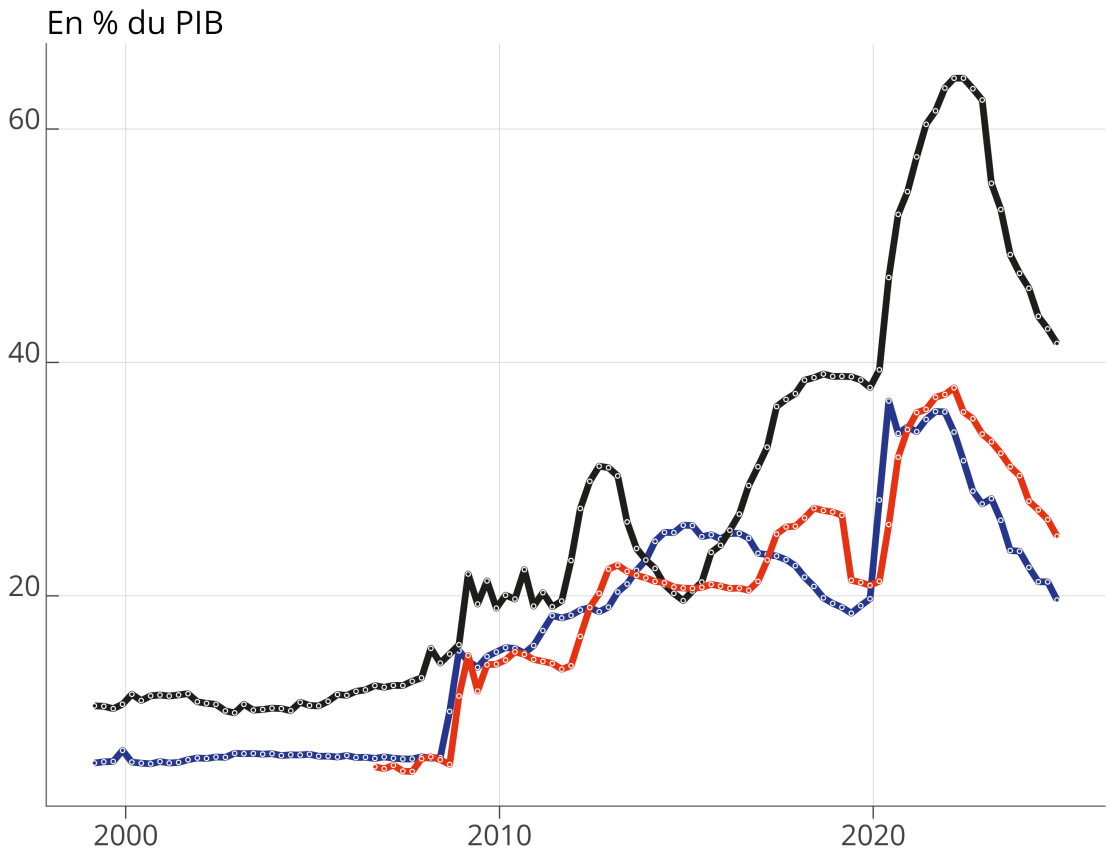
[2] Entre octobre 2023 et février 2025, le taux long dans la zone euro et aux États-Unis a baissé de 0,3 et 0,4 point respectivement alors qu'ils avaient augmenté de 3,3 et 3,2 points entre août 2021 et octobre 2023.

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

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

sement des déficits en raison des promesses de baisses d'impôts[5]. Ces mesures, conjuguées à l'anticipation des droits de douane plus élevés ont également augmenté les anticipations d'inflation ce qui se reflète donc dans les taux nominaux[6]. Plus récemment, ce sont les annonces européennes et en particulier allemandes pour accroître les budgets de la défense qui pourraient indiquer une orientation moins restrictive ou même expansionniste de la politique budgétaire ce qui pourrait se répercuter sur les taux via l'impact de ces mesures sur les anticipations de croissance et d'inflation. Il pourrait alors en résulter des taux longs qui se stabilisent à leur niveau actuel ce qui pourrait atténuer légèrement l'impact expansionniste de la politique monétaire.

Figure 10.1. Bilan des banques centrales



[5]Le projet d'amélioration de l'efficacité des dépenses publiques fédérales pourrait cependant atténuer cette orientation expansionniste de la politique budgétaire (**voir USA**).

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

Chapitre 11

Finances publiques: la consolidation passe au second plan

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

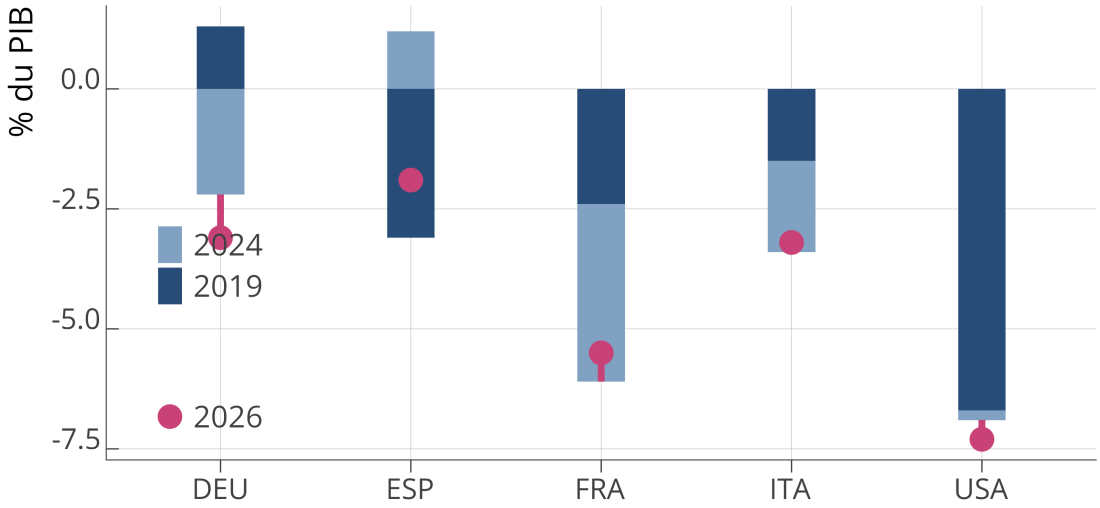
11.1 Politique budgétaire américaine : de l'expansion à la restriction

Le scénario de politique budgétaire américaine en 2025 et 2026 est marqué par une forte incertitude. En effet, le gouvernement Trump prévoit à la fois un choc fiscal positif marqué par de fortes baisses d'impôts, mais également des coupes massives dans les dépenses[1]. Au total, selon nos hypothèses, l'effet de baisse des dépenses (de l'ordre de 100 milliards de dollars dès 2025 puis 200 milliards supplémentaires en 2026) dominerait en 2025, alors que l'essentiel des baisses d'impôts aurait lieu en 2026 : l'impulsion budgétaire[2] serait ainsi de -0,2 % du PIB en 2025 et de 0,3 % en 2026. Quant au solde public, il se dégraderait, passant de 7,0 % du PIB en 2024 à 7,7 % en 2026 (figure 11.1), tandis que la dette publique augmenterait de près de 5 points en deux ans, pour atteindre 128,4 % du PIB en 2026.

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

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

Figure 11.1. Evolution des soldes publics en zone euro et aux Etats-Unis depuis 2019



Lecture : le solde public allemand était de 1.3% du PIB en 2019 et de -2.2% en 2024. Il atteindrait -3.1% en 2026 selon les prévisions OFCE.

Sources : FMI, Eurostat.

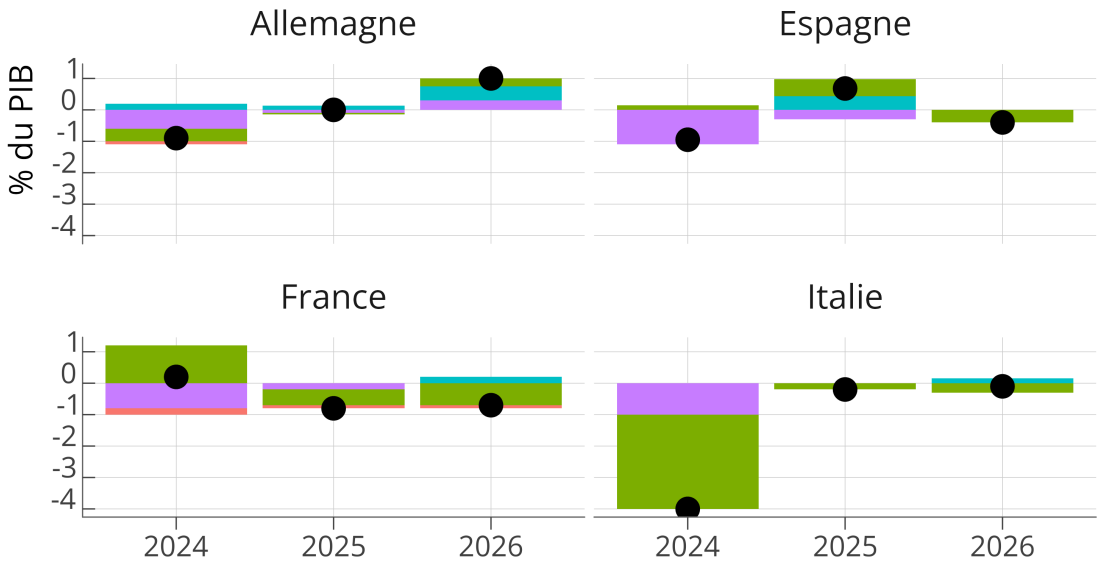
11.2 Zone euro : la relance allemande éclipse la consolidation budgétaire

Entre 2019 et 2023, pour faire face aux crises de la Covid et de l'énergie, les gouvernements de la zone euro ont mis en place des plans de soutien qui se sont traduits par une augmentation des niveaux de dette publique. Avec la normalisation de l'inflation, notamment énergétique, les mesures de soutien à l'énergie connaissent un effet d'attrition (figure 11.2). En revanche, les dépenses liées à la défense devraient augmenter - dans des proportions variables - , dès 2025 en Espagne, et à partir de 2026 en France et en Italie. En Allemagne, l'augmentation des dépenses liées à la défense, initiée en 2022, devrait se poursuivre[3]. Sur la stratégie budgétaire en 2025-2026, les trajectoires divergent. En France, l'heure est à la consolidation budgétaire : l'impulsion budgétaire en 2025 représenterait 0,8 % du PIB. L'Italie est dans la même perspective, mais avec une consolidation beaucoup plus faible (0,2 % du PIB en 2025). Le très fort ajustement structurel observé en 2024 est lié à la fin du superbonus, ainsi qu'à une forte élasticité des recettes fiscales à la croissance. En 2025, le gouvernement italien devait faire 0,5 % d'ajustement structurel, mais il mise sur le fait que l'élasticité des recettes observée en 2024 serait de nature permanente, et prolonge la baisse des impôts qui devait initialement expirer en 2025. C'est pourquoi nous inscrivons un ajustement structurel plus faible en prévision. *A contrario*, l'Espagne, avec une prévision de croissance de 2,3 %, verrait son solde public s'améliorer et l'endettement public se réduire malgré une impulsion budgétaire positive (0,8 point de PIB). Quant à l'Allemagne, elle a décidé de tourner le dos à l'austérité en

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

votant un plan de relance budgétaire massif début 2025[4]. En 2026, la France poursuivrait la consolidation budgétaire, rejointe par l'Espagne, alors que l'Italie connaîtrait une impulsion nulle.

Figure 11.2. Impulsion budgétaire décomposée



Sources : calculs des auteurs, prévision OFCE avril 2025.

Encadré 10. Le tournant budgétaire historique de l'Allemagne

Le 14 mars 2025, un accord a été trouvé entre les chrétiens-démocrates de la CDU/CSU, les sociaux-démocrates du SPD, et les Verts pour voter un plan d'investissements massif dédié aux infrastructures et à la défense. Le texte prévoit trois mesures : l'exemption du calcul de la règle d'or des dépenses de défense supérieures à 1 % du PIB ; la création d'un fonds spécial hors budget ayant une capacité d'emprunt de 500 milliards d'euros sur douze ans, destiné aux investissements dans les infrastructures ; l'augmentation de la capacité d'endettement des Länder. Nous faisons l'hypothèse d'une impulsion budgétaire nulle en 2025 et équivalente à 40 milliards d'euros (1 point de PIB) en 2026. Cela contribuerait à relever la croissance allemande d'un point, notamment à travers les canaux de l'investissement privé et de la consommation publique.

La relance allemande aura un impact positif sur les autres pays de la zone euro. Dans notre prévision d'octobre 2024, nous inscrivions une trajectoire de réduction des déficits publics pour l'Allemagne en 2025, avec une impulsion négative de 0,7 % du PIB, qui devait se poursuivre en 2026. La révision de notre scénario, qui inclut le plan d'investissement dédié aux infrastructures et à la défense, nous conduit à inscrire un ajustement nul en 2025, et fortement positif (1 % du PIB) en 2026 (@tip-budget). Ainsi, par rapport au contrefactuel de notre précédente prévision, la croissance des grands pays voisins de l'Allemagne serait positive-

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

ment affectée par sa relance budgétaire. Nous estimons que dans les cas de la France, de l'Italie, du Royaume-Uni, l'impact serait de 0,1 point de croissance supplémentaire en 2025 et de 0,2 point en 2026. Cette estimation fait l'hypothèse que la part des dépenses orientée vers des entreprises européennes resterait inchangée. Or, dans un contexte de fragmentation accrue du commerce international et de recentrage européen – notamment pour les dépenses militaires – , l'impact pourrait être amplifié.

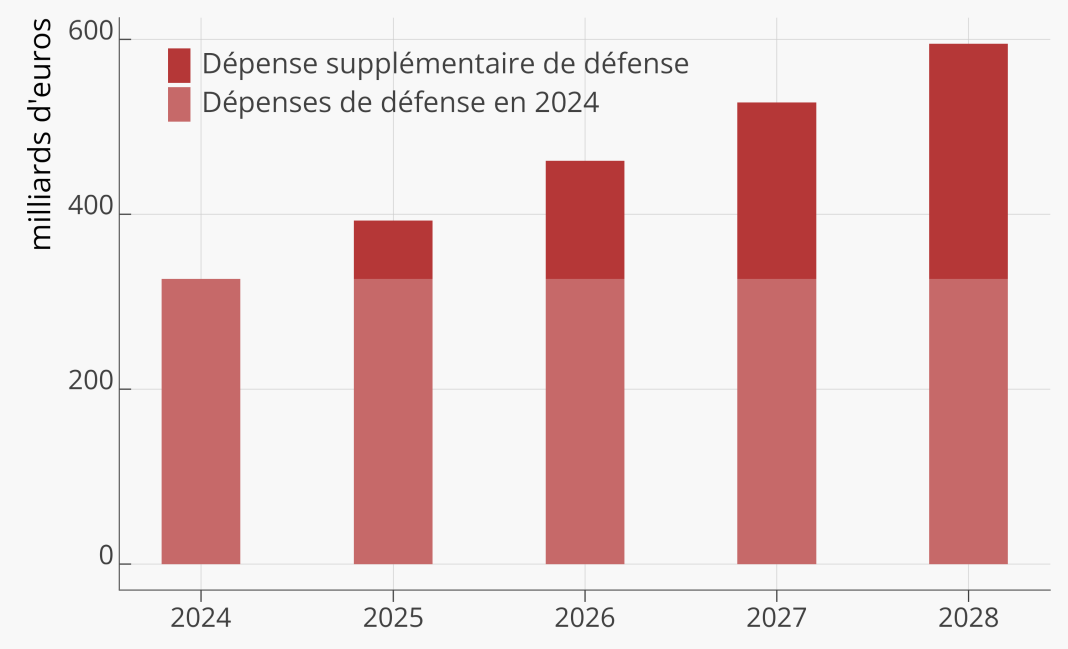
Encadré 6. Plan ReArm Europe/Préparation à l'horizon 2030

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

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

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

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

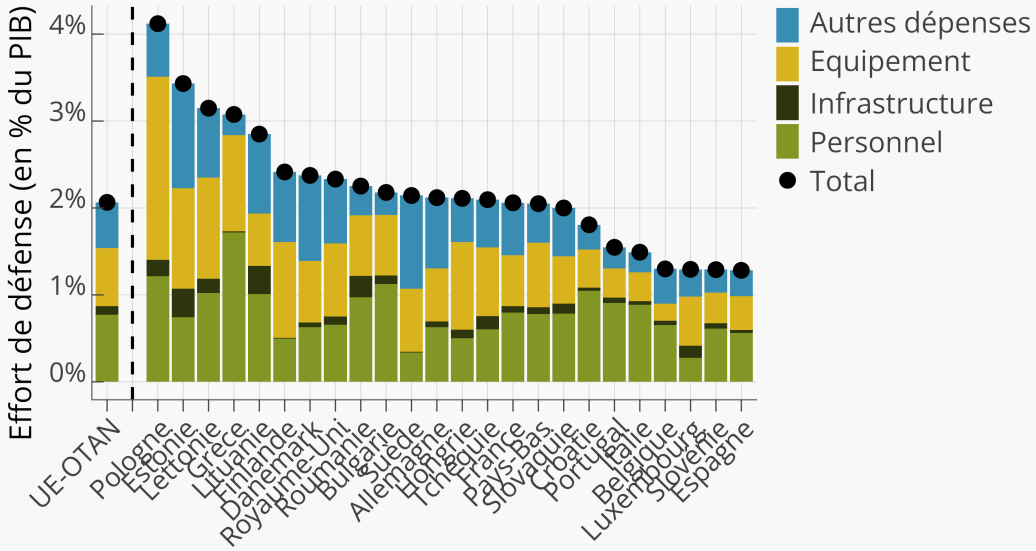


Cette mesure pourrait bénéficier à tous les pays membres, notamment aux pays sous procédure pour déficits excessifs dont la France, dont les marges de manœuvre budgétaire sont très faibles. Elle augmentera la marge de manœuvre budgétaire des « bons élèves » avant qu'ils ne fassent l'objet d'une procédure concernant les déficits excessifs (e.g., l'Allemagne, l'Espagne) et des « mauvais élèves » (e.g., la France, l'Italie) avant qu'ils n'aient à fournir des efforts budgétaires supplémentaires. La définition des dépenses de défense prises en compte reste à préciser mais un calcul rapide nous permet d'évaluer celles de la France à 0,4 point de PIB en 2025 par rapport à l'objectif fixé[(a)]. On imagine tout de même mal des pays comme la France ou l'Italie considérer s'écarter de l'objectif fixé (encore moins à hauteur d'1,5 point de PIB) au risque de voir leur note être dégradée par les agences de notation, et la prime de risque sur la dette s'envoler.

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

sécurité et de défense avec l'UE comme le Japon par exemple (voir Commission européenne (2025b),Conseil européen (2025b),Conseil européen (2025a)).

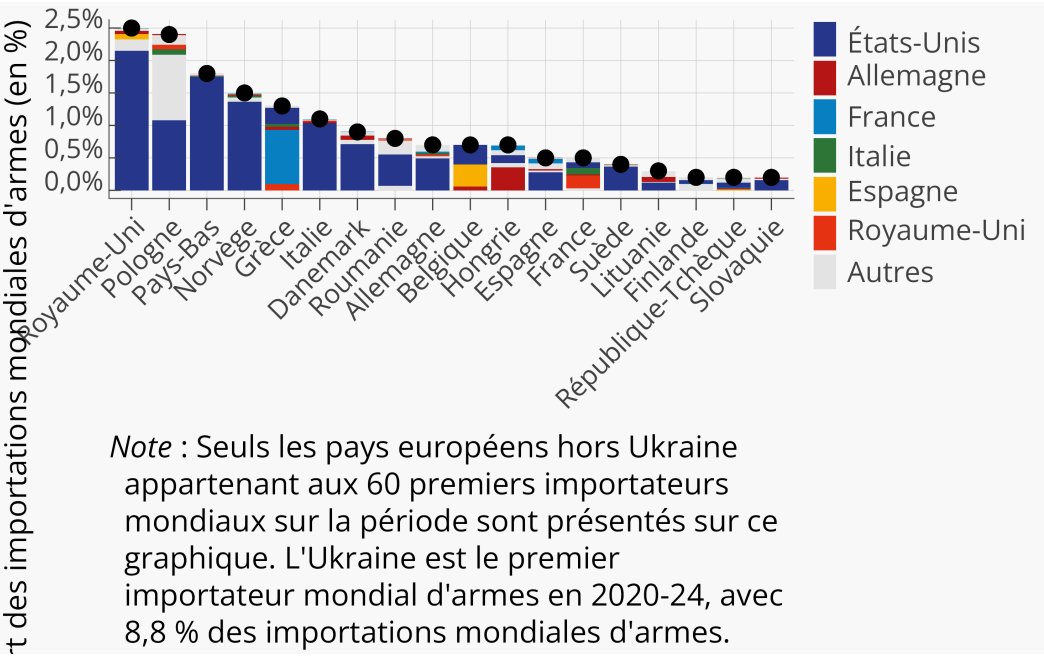
Figure 11.4. Dépenses publiques de défense des pays UE-OTAN (+ Royaume-Uni) (2024)



Sources : OTAN, prévision OFCE avril 2025.

Les critères d'éligibilité de cette facilité de prêt semblent assez contraignants pour des pays comme l'Italie par exemple, dont la quasi-totalité des importations d'armes provient des Etats-Unis (figure 11.5). Par ailleurs, elle devrait entraîner une réallocation de la demande vers les pays du groupe UE-Ukraine-AELE/EEE qui ont déjà une industrie de la défense importante et spécialisée dans les domaines ciblés. Cela pourrait profiter à des pays comme la France et la Suède dont le ratio dépenses publiques de défense sur PIB est légèrement au-dessus de la moyenne de l'UE[(d)] (figure 11.4) et qui importent peu d'armes (figure 11.5). A noter cependant que la mesure des importations dans les données du SIPRI (Stockholm International Peace Research Institute) est basée sur les coûts de production d'un ensemble d'armes de base, et vise à représenter le transfert de ressources militaires plutôt que sa valeur marchande[(e)].

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



(a) Le budget de la défense hors pensions s'élève à 39,2 et 50,5 milliards d'euros en 2021 et 2025 respectivement, soit une hausse de 0,4 point de PIB. Le déficit public toléré via l'activation de la clause dérogatoire pourrait donc s'élever à 5,8 points de PIB au lieu des 5,4 approuvés précédemment par le Conseil.

(b) Défense aérienne et antimissile, systèmes d'artillerie, munitions et missiles, drones et systèmes anti drones, mobilité militaire, intelligence artificielle, intelligence quantique, cyberdéfense, guerre électronique, capacités stratégiques et protection des infrastructures critiques

(c) Le groupe de pays membres de l'AELE et de l'EEE inclue l'Islande, le Liechtenstein et la Norvège.

(d) Les dépenses de défense totales des pays de l'UE s'élevaient à environ 1,9 point du PIB de l'UE en 2024 d'après l'Agence européenne de défense.

(e) Le SIPRI mesure les transferts internationaux d'armes en TIV (Trend Indicator Value), une unité de mesure qui reflète le coût de production des transferts. Si le prix de vente s'écarte significativement du coût de production, alors la valeur des imports d'armes pourrait être bien plus importante que celle suggérée sur le figure 11.5.

Chapitre 12

Trade Wars : l'empire contre-attaque

12.1 Scénario

Depuis son retour à la présidence des Etats-Unis, Donald Trump a décidé de relancer la guerre commerciale. Si le protectionnisme américain s'était surtout focalisé sur la Chine entre 2017 et 2021[1], il s'étend désormais au reste du monde. Les annonces de hausses des tarifs douaniers se sont multipliées. Les hausses effectives étaient déjà nombreuses avant le 2 avril, le « jour de la libération ». Des droits de douane de 25% avaient été imposés sur l'automobile, l'acier et l'aluminium, ainsi que sur les produits canadiens et mexicains[2], les produits chinois voyant quant à eux passer les tarifs douaniers de 10 à 20%. Ces augmentations étaient cependant limitées par rapport aux droits de douane « réciproques » annoncés le 2 avril. Ceux-ci incluent une hausse minimale des tarifs douaniers de 10 pt de pourcentage pour les pays dont le commerce extérieur est *déficitaire* avec les Etats-Unis. Pour les pays bénéficiant d'excédents avec les Etats-Unis, la hausse des tarifs douaniers est égale à la moitié du ratio de leur excédent sur la valeur de leurs importations en provenance des US. Cela donne des hausses de tarifs de 20 points avec l'Union Européenne, de 34 points avec la Chine (soit des droits de douane de 54% pour les produits chinois en tenant compte des hausses précédentes), 24 points pour le Japon ainsi que des hausses très substantielles pour plusieurs pays d'Asie et d'autres pays dont certains territoires inhabités.

Donald Trump semble avoir de longue date des opinions isolationnistes et protectionnistes. Les objectifs de cette politique ne sont pas pour autant parfaitement clairs. Les motivations affichées sont nombreuses et contradictoires. Les droits de douane pourraient ainsi être une source de revenus supplémentaires pour l'état fédéral. Sans en faire une proposition expli-

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

[2] Cependant, les produits qui entrent dans le cadre de l'accord de libre échange USMCA entre les 3 pays sont exemptés de droits de douane. Ces produits recouvrent 50% des exportations mexicaines et 38% des exportations canadiennes.

cite, il a durant sa campagne proposé de remplacer l'impôt fédéral sur le revenu par des tarifs douaniers. Dans l'esprit de l'administration Trump, cette taxe serait supportée par les pays étrangers et non les consommateurs et les entreprises américaines. Cette idée, développée par l'un des principaux conseillers économiques de Donald Trump, Stephen Miran (voir (Miran, 2024)) n'est pas absurde. Les Etats-Unis sont une « grande » économie et les tarifs douaniers peuvent être un moyen pour eux d'améliorer leurs termes de l'échange. La littérature estime ainsi que le tarif douanier optimal des Etats-Unis se situe entre 15 et 20% (voir (Costinot et Rodríguez-Clare, 2014) par exemple)[3]. Un deuxième objectif affiché est la réduction du déficit commercial américain, d'où des droits de douane plus élevés pour les pays bénéficiant d'un fort excédent bilatéral avec les Etats-Unis. En donnant un avantage compétitif aux entreprises américaines sur leur marché domestique, le protectionnisme réduirait les importations et permettrait une réindustrialisation. Enfin, Les tarifs douaniers semblent être vus comme un instrument de négociation pour obtenir des concessions, y compris sur d'autres sujets comme l'immigration clandestine, la lutte contre le trafic de drogue etc. Miran (2024) suggère que la maison blanche pourrait rechercher un accord global avec les principaux partenaires commerciaux, dans lequel l'administration américaine renoncerait aux tarifs douaniers en échange de l'engagement des autres pays à prendre des mesures pour réduire le déficit commercial américain. Ce fut le sens de l'accord commercial sino-américain signé à la fin de la première présidence Trump ou des accords du Plaza de 1985. Donald Trump n'a cependant pas été très explicite sur les concessions qu'il attendait des autres pays. L'idée défendue par Miran (2024) est un accord type Plaza sur les taux de change. Les pays ayant de fortes réserves de dollars en vendraient une partie pour déprécier la monnaie américaine. Un tel compromis (pas de droits de douane et un dollar faible) pourrait se révéler satisfaisant au regard des objectifs de réduction du déficit commercial et de réindustrialisation. Il ne permettrait cependant pas d'augmenter les revenus de l'état fédéral et surtout, se traduirait par une dégradation des termes de l'échange pour les Etats-Unis, une perspective qui ne semble pas aujourd'hui faire consensus au sein de l'administration américaine.

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

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

12.2 Un impact économique limité sous nos hypothèses

La baisse progressive des tarifs douaniers dans le cadre des accords du GATT puis de l'OMC a été l'un des faits majeurs de la deuxième partie du vingtième siècle. Elle a largement contribué au processus de mondialisation. Le dernier épisode de hausse généralisée des tarifs douaniers remonte aux années 30, avec en particulier le Hawley-Smoot act aux Etats-Unis dont le rôle dans l'aggravation de la grande dépression demeure un point de controverse. Il y a donc peu d'éléments empiriques pour évaluer l'impact d'une hausse massive des tarifs douaniers. Des modèles structurels du commerce international peuvent cependant apporter des éléments de réponse. Une hausse des tarifs douaniers représente une taxe distorsive qui empêche des échanges internationaux mutuellement avantageux, induisant des pertes permanentes sur le produit intérieur brut pour l'ensemble des économies. A plus court terme, le choc protectionniste est d'abord, toutes choses égales par ailleurs, un choc de politique budgétaire négatif caractérisée principalement par une hausse des taxes sur la consommation, avec un multiplicateur potentiellement élevé car l'effet inflationniste peut conduire la banque centrale à ne pas réduire son taux d'intérêt en réponse à la contraction budgétaire. Il implique ensuite un coûteux processus de réallocation des ressources. Ce coût dépend des rigidités réelles et nominales présentes dans les économies, qui limitent la vitesse à laquelle le processus de réallocation peut s'effectuer, et en amplifient les effets négatifs sur l'activité. Les prédictions des modèles structurels dépendent de la finesse de la représentation du commerce international et des hypothèses sur les effets de substitution d'une part (pour les pertes permanentes) et des hypothèses faites sur les rigidités réelles et nominales, et les réponses des politiques budgétaires et monétaires au choc de droits de douanes d'autre part (pour les pertes temporaires dues au processus de réallocation).

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

Une deuxième classe de modèles permet à la fois d'étudier les pertes permanentes et les pertes temporaires, au prix d'une analyse moins fine des premières. Le modèle G-cubed, développé dans (McKibbin et Wilcoxen, 2013), a été mobilisé par le Peterson Institute pour analyser les effets de la guerre commerciale (voir McKibbin, Hogan et Noland, 2024 ; et McKibbin et Noland, 2025). Il intègre des rigidités nominales sur les salaires, et donc du chômage, des règles de politique monétaire et des taux de change endogènes. Les résultats du modèle sur

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

	Sans représailles		Avec représailles	
	2025	2026	2025	2026
USA	-0.1	-0.4	-0.4	-0.9
Allemagne	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Canada	-0.1	-0.3	0.0	-0.1
Chine	-0.3	-0.2	-0.1	-0.6
Mexique	-0.1	-0.3	-0.2	-0.5

En 2026, le PIB des Etats-Unis serait inférieur de 0,4% à ce qu'il serait dans l'hypothèse où les droits de douane resteraient inchangés
Sources: McKibbin, Hogan & Noland, *The international economic implications of a second Trump presidency*

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

12.3 Des risques majeurs

La sous estimation des rigidités existantes dans le processus de réallocation est l'un des premiers facteurs. Cependant, si la hausse des tarifs douaniers reste au niveau que nous anticipons dans notre scénario, la réallocation à effectuer demeurerait limitée. Les hausses annoncées le 2 avril, des mesures de rétorsion beaucoup plus larges contre les produits américains, pourraient avoir un effet recessif plus important. Les effets de bord constituent un deuxième niveau de risque. Privés du débouché américain, certains pays, notamment la Chine, pourraient mettre en place des politiques de prix plus agressives, tandis que des pays très dépendant des exportations vers les Etats-Unis, comme le Canada ou le Mexique verraient leur

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

	Sans représailles		Avec représailles	
	2025	2026	2025	2026
USA	0.0	-0.1	-0.1	-0.4
Allemagne	0.0	0.1	0.0	0.1
Chine	-0.9	-0.9	-0.8	-1.2

Sources: McKibbin, Hogan & Noland, *The international economic implications of a second Trump presidency*

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

	Sans représailles		Avec représailles	
	2025	2026	2025	2026
USA	0.0	-0.1	-0.1	-0.2
Allemagne	-0.1	-0.2	-0.2	-0.4
France	0.1	-0.1	0.1	-0.2
Italie	0.0	-0.1	0.0	-0.2

Sources: McKibbin, Hogan & Noland, *Modeling a US-EU trade war: Tariffs won't improve US global trade balance*

monnaie se déprécier fortement. Cela constitue un risque additionnel non négligeable pour la croissance des pays européens. Les gouvernements européens pourraient alors être tentés de mettre en place leurs propres droits de douane pour limiter l'impact sur leurs économies. Une guerre commerciale généralisée et un nouvel épisode de « démondialisation » constituerait alors un troisième niveau de risque. Un autre scénario, plus positif, doit cependant être évoqué, celui dans lequel la guerre commerciale américaine conduit les pays à forts excédents commerciaux à relancer leur marché domestique par des politiques budgétaires et monétaires plus expansionniste. Le plan de relance du nouveau gouvernement allemand, ainsi que certains signaux faibles en provenance de Chine, peuvent appuyer dans une certaine mesure un tel scénario.

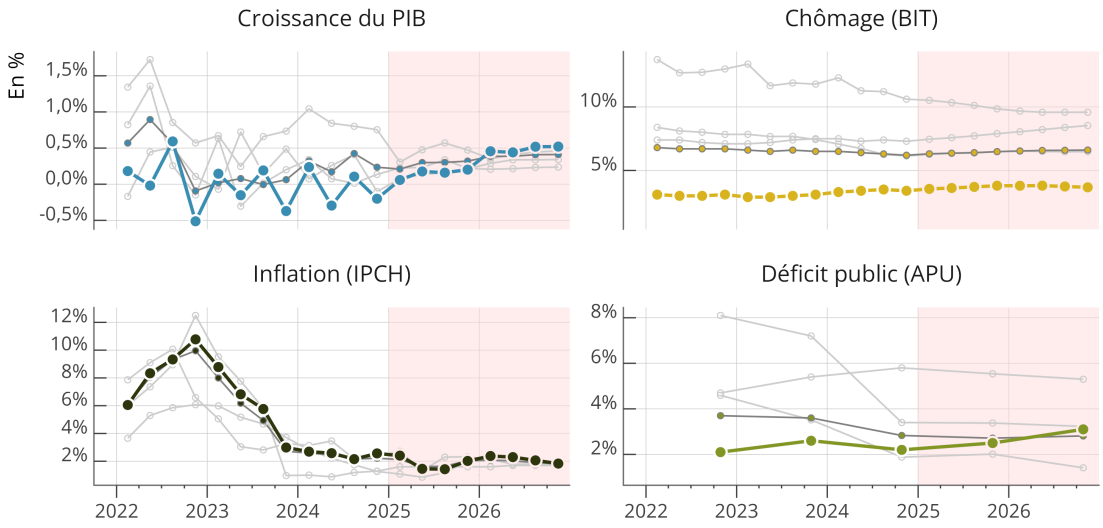
partie III

Analyses pays

Chapitre 13

Allemagne: l'investissement public au chevet de la croissance

Figure 13.1. Allemagne, principaux indicateurs économiques



Note : La zone euro est en gris foncé.
Sources : Destatis, Eurostat, prévision OFCE avril 2025.
Dernier point connu : T4 2024.

13.1 2024: deuxième année consécutive de récession

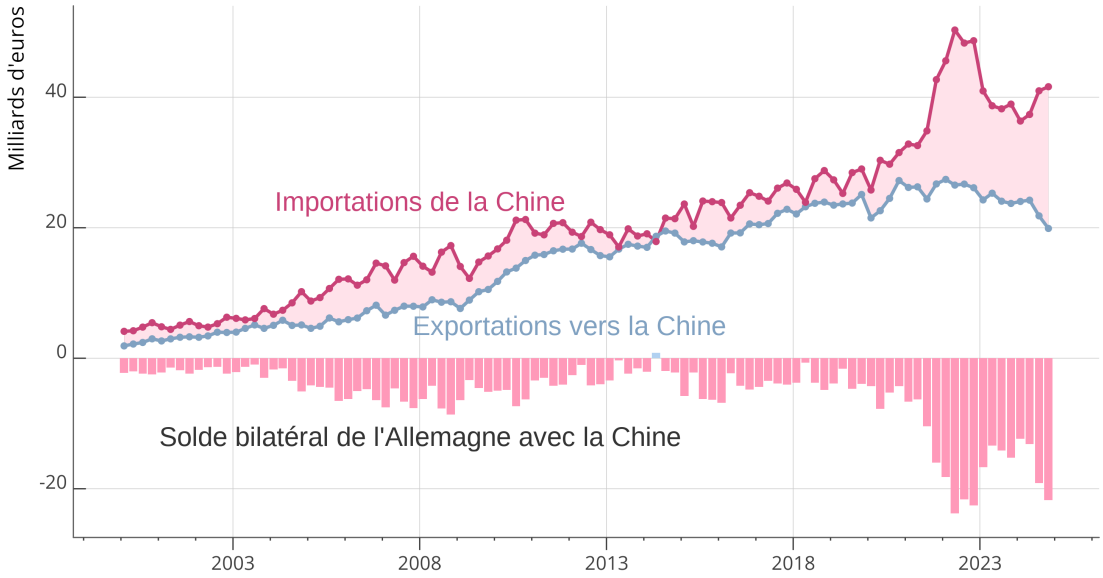
En 2024, le produit intérieur brut a reculé de 0,2 % par rapport à l'année précédente; fin 2024, il se situait à peine au-dessus de la moyenne de 2019 (figure 18.1). Cette piètre performance s'explique par trois facteurs : une faible consommation privée malgré le dynamisme du revenu disponible réel ; la baisse de production de l'industrie manufacturière, notamment liée à la perte de compétitivité-prix ; la crise dans le secteur de la construction avec une perte d'un

cinquième de la valeur ajoutée entre le quatrième trimestre 2019 et le quatrième trimestre 2024.

Si la consommation publique a fortement progressé (+3,5 % en 2024), les dépenses de consommation privée des ménages sont restées limitées, n'augmentant que de 0,3 % en 2024, malgré la progression soutenue du revenu disponible réel (+1,5 % en 2024), porté par des salaires réels dynamiques (+2,9 %). Ainsi, les ménages ont privilégié l'épargne en raison de l'incertitude économique et d'une conjoncture morose sur le front de l'emploi marquée par l'augmentation du taux de chômage ; le taux d'épargne a ainsi progressé d'un point pour s'établir à 11,4 % en 2024. En 2024, la forte croissance des salaires et l'affaiblissement de la productivité ont entraîné une très forte augmentation des coûts salariaux unitaires réels. Mais en réalité, il s'agit d'une normalisation, étant donné les baisses de salaires réels passées liées à la résurgence de l'inflation[1]. Sur le front de l'investissement privé, la FBCF s'est contractée de 2,6 % en 2024, avec une chute particulièrement marquée de l'investissement en machines et équipements (-5,1 % en 2024). Dans la construction, la FBCF a également reculé de 3,2 % en 2024 ; en revanche, le quatrième trimestre est en progression, en partie grâce aux conditions météorologiques clémentes. En 2024, la contribution du commerce extérieur à la croissance allemande a été fortement négative (-0,6 point), notamment en raison d'un recul des exportations. Ainsi, au 4e trimestre 2024, les exportations de biens et services ont considérablement baissé (-2,2%) par rapport au 3e trimestre 2024, malgré le dynamisme de la demande mondiale. Cela découle de la perte de compétitivité de l'industrie allemande, notamment vis-à-vis de la Chine : en 2024, les exportations de biens vers la Chine étaient inférieures de 20 % à leur niveau de 2019 (figure 13.2). Par ailleurs, la divergence s'accroît entre l'évolution de la valeur ajoutée brute en volume dans l'industrie manufacturière et dans le secteur des services. Au quatrième trimestre 2024, la valeur ajoutée de l'industrie manufacturière a baissé de 0,6 %, soit la septième baisse consécutive.

[1] Le niveau des salaires réel au quatrième trimestre 2024 est encore inférieur de 1,2 % à son niveau du quatrième trimestre 2019.

Figure 13.2. Solde bilatéral Allemagne-Chine



Champ : Marchandises en valeur.
Source : Destatis.

13.2 Une reprise progressive, qui s'accélère en 2026

Les élections fédérales du 23 février 2025 ont placé la CDU-CSU en tête des suffrages, avec 28,6 % des voix. Le chef de file de la CDU, Friedrich Merz, pressenti comme futur chancelier, a conclu un accord de principe pour former une coalition avec les sociaux-démocrates du SPD, arrivés en troisième position. Cet accord de gouvernement marque un tournant majeur pour la première économie européenne ; il prévoit notamment un investissement massif dans les infrastructures et dans la défense, ce qui devrait stimuler l'économie allemande à court terme et augmenter le potentiel de production à long terme (encadré 10). Ainsi, nous inscrivons une impulsion budgétaire de 1 % du PIB en 2026, qui se traduirait par un surcroît de croissance de 1 point.

En 2025, le PIB stagnerait ; la faiblesse de la conjoncture et le niveau élevé de l'incertitude pèseraient encore sur l'investissement, mais ces freins se lèveraient en 2026. Ainsi, l'Allemagne devrait connaître une reprise en 2026 avec une croissance de 1,5 % : outre la politique monétaire moins restrictive, c'est l'augmentation des investissements publics et privés qui soutiendrait la croissance. Etant donnée la forte dégradation du cycle de productivité depuis 2019, l'essentiel de cette croissance se traduirait par des gains de productivité par tête, et l'emploi stagnerait entre le dernier trimestre 2024 et le dernier trimestre 2026, avec pour corollaire une augmentation du taux de chômage (de 3,4 % à 3,8 % entre 2024 et 2026). Sous l'effet de la relance budgétaire, le déficit public devrait se creuser, atteignant 3,1 % du PIB en 2026, et la dette publique devrait passer de 63,3 % du PIB en 2024 à 65,2 % en 2026.

Malgré le stimulus budgétaire, plusieurs éléments pèseront sur la croissance. Le commerce extérieur apporterait une contribution négative : la hausse des droits de douane et la pers-

pective d'une fragmentation accrue du commerce mondial aura un effet négatif sur les exportations allemandes. Par ailleurs, le revenu disponible réel des ménages devrait stagner en 2025, avant de progresser faiblement en 2026. En effet, la baisse de l'inflation – liée en 2025 à la baisse des prix de l'énergie que nous inscrivons en prévision – devrait entraîner une moindre progression des salaires réels. Bien que le retour de la croissance et la baisse de l'inflation plaideraient pour la baisse du taux d'épargne – durablement plus élevé par rapport à la période pré-covid – , ce dernier baisserait très faiblement entre 2024 et 2026 en raison de l'incertitude économique et de l'augmentation du taux de chômage. Au total, la consommation privée augmenterait de 0,4 % en 2025 et 0,8 % en 2026.

Encadré 10. L'investissement public, clé de la reprise allemande

Le 14 mars 2025, un accord a été trouvé entre les chrétiens-démocrates de la CDU/CSU, les sociaux-démocrates du SPD, et les Verts pour voter un plan d'investissements massif dédié aux infrastructures et à la défense. Cet accord nécessitait un amendement de la Constitution (*Grundgesetz*) et devait donc être approuvé par les deux Chambres parlementaires à la majorité des deux tiers. Le 18 mars, le texte a été adopté par la majorité sortante du Bundestag, puis le 21 mars par le Bundesrat. Le texte prévoit trois mesures : 1) les dépenses dédiées à la défense ne seront soumises à la règle du frein à l'endettement que jusqu'à 1 % du PIB, les montants au-delà de cette limite pouvant être financés par des emprunts ; 2) un fonds spécial pour les investissements dans les infrastructures et la neutralité climatique sera inscrit dans la loi fondamentale[(a)]. Ces fonds ne sont pas pris en compte dans le frein à l'endettement et doivent être financés par des crédits à hauteur de 500 milliards d'euros sur 12 ans ; 3) les Länder pourront à l'avenir s'endetter à hauteur de 0,35 % du PIB, alors que la limite était fixée à zéro jusqu'alors.

A partir de ces informations, il existe une grande incertitude sur les montants investis en 2025 et 2026. Nous faisons l'hypothèse que les dépenses de défense, qui représentaient 2,1 % du PIB en 2024, atteindront 2,5 % du PIB en 2026, soit une dépense supplémentaire de 6 milliards d'euros en 2025 et de 20 milliards d'euros en 2026. Quant aux dépenses d'infrastructures, Dullien et al. (2021) de l'Institut IMK estimaient que le montant des investissements nécessaires à la modernisation de l'Allemagne atteignait 460 milliards d'euros cumulés sur dix ans, dont 100 milliards uniquement pour le réseau ferroviaire[(b)]. Etant donné le temps nécessaire à la mise en œuvre de ces projets d'infrastructures – notamment ferroviaires et routières - , nous faisons l'hypothèse d'un investissement public de 20 milliards d'euros en 2026 (0,5 % du PIB). Si l'on ajoute les autres mesures budgétaires, l'impulsion pour 2026 atteindrait 1 % du PIB. Avec un multiplicateur budgétaire proche de l'unité[(c)], cela contribuerait à relever la croissance allemande d'un point, notamment à travers les canaux de l'investissement privé et de la consommation publique (tableau 13.1).

Tableau 13.1. Impulsion budgétaire et effet économique

	2025	2026
Mesures énergie	-0,1	0,3
Autres mesures structurelles	0,0	-0,2
Dépenses militaires	0,1	0,5
Infrastructures	0,0	0,5
TOTAL	**0,0**	**1,0**
Multiplicateur budgétaire	0,9	1,0
Effet économique	**0,0**	**1,0**

(a) Les fonds spéciaux (*Sondervermögen*) sont des budgets exceptionnels créés en dehors du budget fédéral ordinaire, souvent destinés à financer des projets spécifiques comme la modernisation de l'armée ou la transition énergétique, sans affecter directement les règles strictes d'endettement de l'Allemagne. Il en existe 29 et le plus ancien date de 1951.

(b) Dullien, S., Jürgens, E., Pætz, C. et Watzka, S. (2021). Makroökonomische Auswirkungen eines kreditfinanzierten Investitionsprogramms in Deutschland, *IMK Report*, 168, Mai 2021.

(c) Le multiplicateur budgétaire est calculé comme la somme pondérée des multiplicateurs associés à chaque type de mesure.

Tableau 13.2. Prévisions 2025-2026 pour l'Allemagne

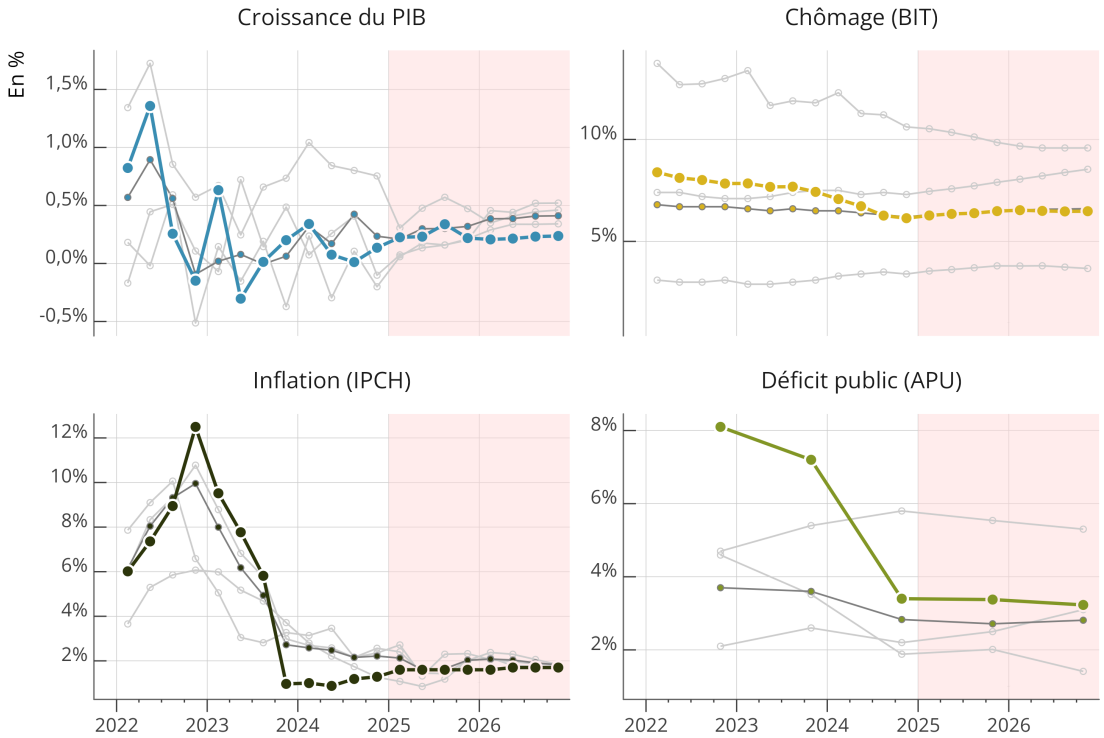
	2024		2025				2024	2025	2026
en %	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB[a]	**0,1**	**-0,2**	**0,1**	**0,2**	**0,2**	**0,2**	**-0,2**	**0,1**	**1,5**
PIB par habitant[a]	0,1	-0,2	0,0	0,2	0,1	0,2	-0,4	0,1	1,4
Consommation ménages[a]	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3	0,4	0,8
Consommation publique[a]	1,5	0,4	-0,2	0,4	0,4	0,7	3,5	2,0	2,9
FBCF totale[a,b]	-0,5	0,4	0,0	0,4	0,5	0,6	-2,6	0,3	4,1
dont : productive privée[a]	0,1	-0,4	0,2	0,5	0,6	0,8	-2,3	0,4	4,2
logement[a]	-1,1	0,8	-0,5	0,2	0,3	0,4	-4,9	-0,8	3,3
APU[a,b]	-1,6	2,9	0,3	0,4	0,4	0,4	2,7	1,9	4,7
Exportations[a,c]	-1,9	-2,2	0,3	0,2	0,2	0,2	-1,0	-2,0	1,4
Importations[a,c]	0,6	0,5	0,2	0,3	0,4	0,5	0,3	1,8	2,3
Demande intérieure[a,d,e]	0,4	0,2	0,0	0,2	0,2	0,3	0,4	0,7	1,9
Variations de stocks[a,e]	0,9	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,0	1,1	0,0
Commerce extérieur[a,c,e]	-1,1	-1,3	0,0	-0,0	-0,1	-0,1	-0,6	-1,7	-0,4
Inflation[f]	2,2	2,6	2,4	1,5	1,4	2,0	2,5	1,8	2,1
Taux de chômage[g]	3,5	3,4	3,5	3,6	3,7	3,8	3,4	3,7	3,8
Solde courant[h]	—	—	—	—	—	—	5,7	4,5	4,0
Déficit public[h]	—	—	—	—	—	—	2,2	2,5	3,1
Dette publique[h]	—	—	—	—	—	—	63	64	65
Impulsion budgétaire[i]	—	—	—	—	—	—	-0,9	0,0	1,0

[a]En volume, aux prix chaînés. [b]FBCF : Formation Brute de Capital Fixe ; APU : Administrations Publiques. [c]Biens et services. [d]Demande intérieure hors variation de stocks. [e]Contribution à la croissance du PIB. [f]Evolution de l'indice des prix de consommation harmonisés (IPCH, sauf USA et France IPC). Pour les trimestres, glissement annuel (T/T(-4)) des prix. Pour les années, croissance moyenne annuelle des prix. [g]Au sens du BIT, en % de la population active. Pour les trimestres moyenne trimestrielle, pour les années, moyenne annuelle. [h]En % du PIB annuel, en fin d'année. [i]Variation annuelle du déficit public (APU) primaire structurel, en points de PIB.
Sources : Destatis, prévision OFCE avril 2025.

Chapitre 14

Italie : l'investissement reste le moteur de la croissance

Figure 14.1. Italie, principaux indicateurs économiques



Note : La zone euro est en gris foncé.
Sources : Eurostat, prévision OFCE avril 2025.
Dernier point connu : T4 2024.

Après une expansion lors du premier semestre (+0,5%), l'économie italienne a stagné à partir de l'été 2024 (+0,1%). La contribution négative du commerce extérieur a particulièrement marqué le troisième trimestre (baisse des exportations de 0,3%, importations en hausse de 1,2%),

et a plus généralement représenté un frein à la croissance, contrastant avec la fin d'année 2023. Le revenu disponible brut réel des ménages a été dynamique durant la première moitié de 2024 (+2,1%), tandis que le taux d'épargne continuait à augmenter au-delà de sa moyenne pré-COVID (figure 14.2). L'inflation a légèrement augmenté depuis l'été, restant néanmoins à des niveaux faibles (1,3% au quatrième trimestre 2024, contre 0,9% au deuxième trimestre) : la composante énergétique a exercé une pression à la baisse via les effets de base tandis les hausses de salaires (+3,3% sur l'année) ont vu leur effet inflationniste être modéré par la baisse du taux de marge des entreprises. Le ralentissement du revenu disponible, freiné par la contribution négative des transferts sociaux nets et la stabilité des revenus du patrimoine, a conduit à une stagnation du pouvoir d'achat des ménages durant le second semestre ; la baisse du taux d'épargne a néanmoins permis à la consommation des ménages de continuer sa progression (+0,9%).

Figure 14.2. Taux d'épargne des ménages.

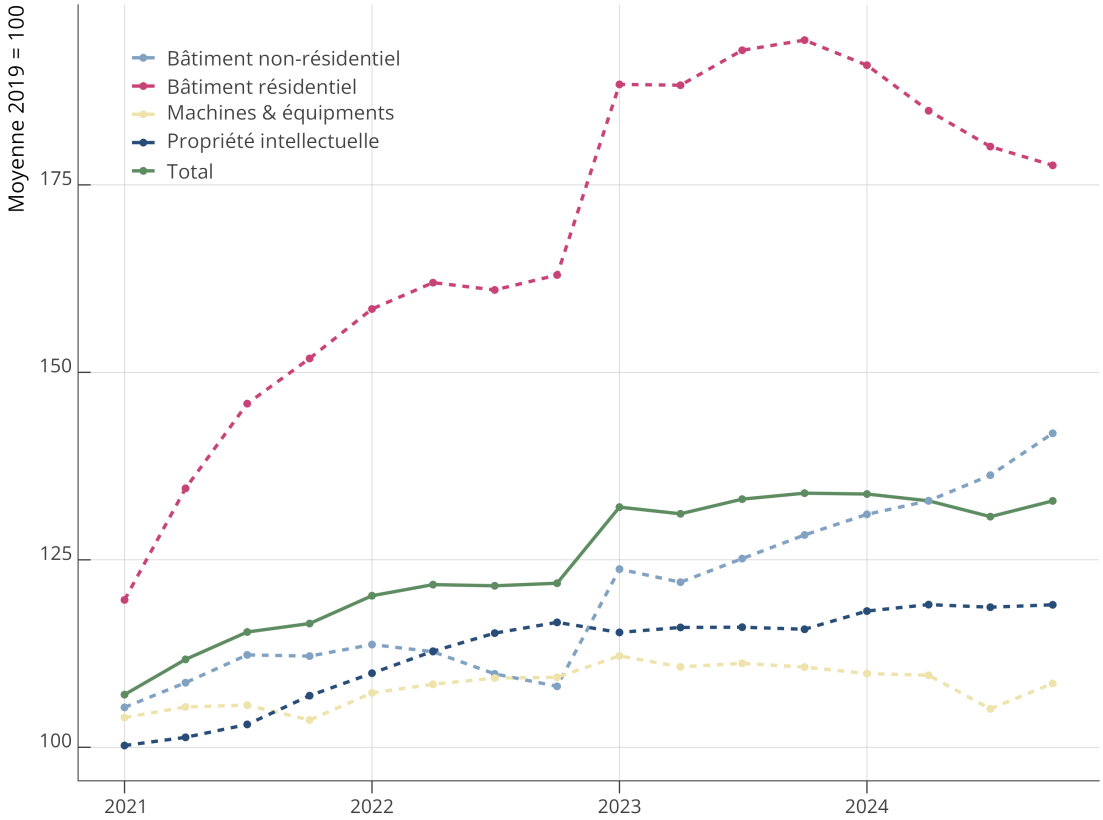
Sources: ISTAT, calculs OFCE. Note: la ligne en pointillés indique le taux d'épargne moyen sur la période 2015-2019.

La formation brute de capitale fixe, dont la forte augmentation (+32,8% en 2024 par rapport à 2019) avait soutenu la croissance au fil des crises, s'est repliée tout le long de l'année, excepté au dernier trimestre (figure 14.3). S'agissant de la construction, deux composantes de la politique budgétaire ont agit dans des sens opposés. D'une part, la très forte réduction du *Super Ecobonus* s'est traduite par une contraction de l'investissement en bâtiments résidentiels d'environ 8,5% (en volume) entre le pic du quatrième trimestre 2023 et la fin 2024[1].

[1] Le *Superbonus* consistait en un crédit d'impôt pour les travaux de rénovation énergétique (*Super Ecobonus*) et de

D'autre part, la mise en oeuvre de travaux publics dans le cadre du volet italien du plan de relance européen, malgré un rythme de dépense inférieur à celui prévu par le gouvernement italien, a permis à la construction non-résidentielle de connaître à son tour une forte croissance (+10,6%).

Figure 14.3. Formation Brute de Capital Fixe, par type d'actif.



Sources: ISTAT, calculs OFCE.

Bien que la croissance du PIB ait été modeste au second semestre, le taux de chômage italien a poursuivi sa baisse, atteignant un niveau historiquement bas en fin d'année (6,1% au quatrième trimestre, soit une baisse de 1,3 points de pourcentage depuis la fin 2023). S'il est vrai que le taux de participation a reculé en 2024 (-0.4 points de pourcentage) après avoir progressé durant les années post-COVID, cette baisse du chômage traduit surtout une poursuite des créations nettes d'emplois au cours de l'année (+ 275 000 emplois, salariés et non-salariés, et une hausse de 0,4 points du taux d'emploi). La bonne tenue du marché du travail reflète des pertes de productivité horaire (-0,3%), en particulier dans un secteur manufacturier souffrant des pertes de marchés, mais aussi une baisse de la durée moyenne du travail (-0.8% sur l'année dans le secteur marchand non-agricole). Celle-ci reste encore supérieure de 1,1% à sa moyenne d'avant-COVID, avec un écart particulièrement fort dans le secteur de

résilience antisismique (*Super Sismabonus*) de logements, allant jusqu'à 110% du montant des travaux. Afin d'éviter que les ménages ne soient contraints par leur dette fiscale, les crédits d'impôts octroyés pouvaient être transférés aux entreprises ou aux banques. Le taux a été abaisse à 90% pour 2023, puis 70% et 55% en 2024 et 2025, et les crédits d'impôts ne sont désormais plus transférables. Le coût total du *Superbonus* a été estimé à 160 milliards d'euros, aux côtés d'environ 60 milliards dépensés dans le cadre d'autres dispositifs de soutien à la rénovation.

la construction.

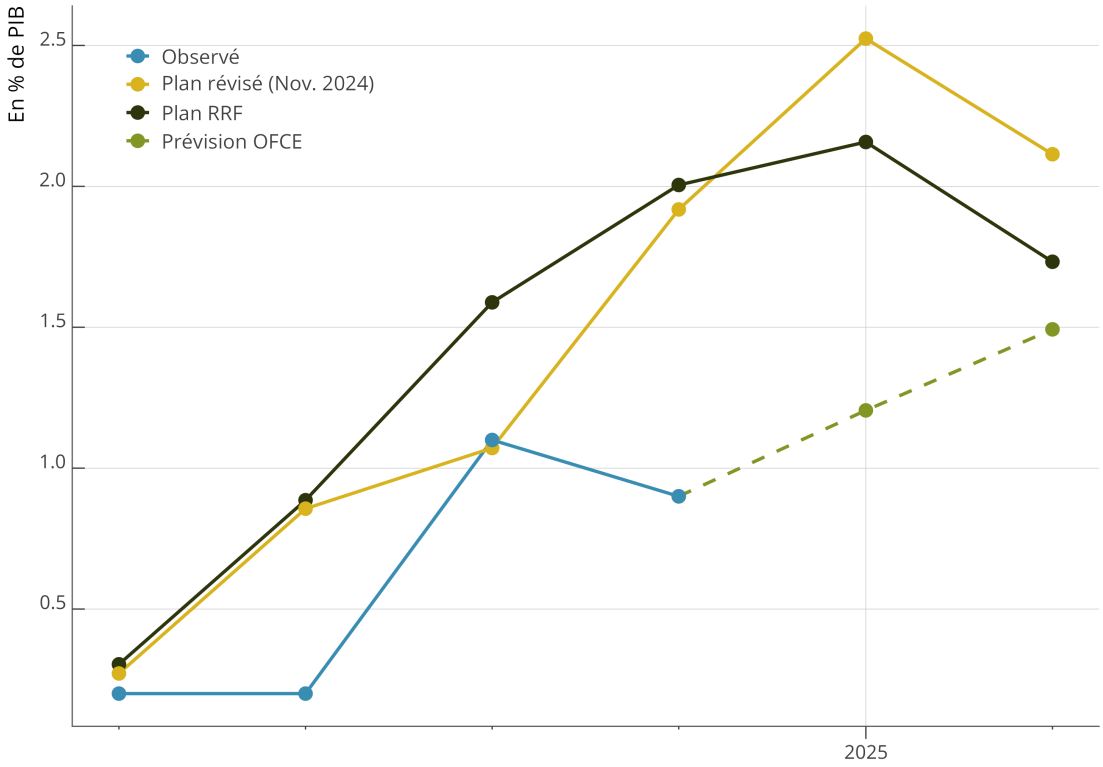
Malgré un affaiblissement de l'activité au second semestre 2024, la croissance économique devrait repartir en 2025 pour atteindre +0,8 % en moyenne annuelle. Tandis que la consommation des ménages continuerait à croître à un rythme modéré, le commerce extérieur n'apporterait aucune contribution nette, compte tenu de l'orientation actuelle de la politique commerciale des États-Unis. Bien que la croissance soit légèrement supérieure à son potentiel, une légère hausse du taux de chômage est attendue, en lien avec la fermeture du cycle de productivité en Italie, traduisant une moindre rétention de main-d'œuvre dans l'industrie.

A l'horizon de prévision, l'investissement et la consommation des administrations publiques seraient les composantes du PIB affichant les taux de croissance les plus élevés. La FBCF bénéficierait notamment d'un *policy mix* particulièrement favorable, entre baisse des taux directeurs et soutien par la politique budgétaire. Ce dernier se réaliserait malgré l'ouverture à l'été 2024 d'une procédure pour déficit excessif à l'encontre de l'Italie : en effet, les fonds du plan de relance européen devraient compenser en partie l'objectif d'amélioration du solde structurel d'environ 0,6 points de PIB par an[2]. Le scénario retenu en prévision est plus pessimiste que celui retenu par le gouvernement italien en Novembre 2024, qui prévoit l'utilisation complète des 137 milliards d'euros restants d'ici la fin de 2026[3] Néanmoins, nous anticipons une accélération des dépenses, d'environ 30 milliards d'euros par an en moyenne sur 2025-2026 (1,3% du PIB, figure 14.4). Outre les incertitudes sur le commerce mondial ainsi que les projets d'augmentation des dépenses militaires en Europe, la capacité de l'Italie, et notamment de ses administrations locales, à assurer la mise en oeuvre des nombreux projets représente donc un des principaux risques dans notre scénario.

[2]Notre scénario intègre également une augmentation des dépenses militaires d'environ 0,15% du PIB en 2026, qui ne serait pas comptabilisée dans la cible d'ajusement structurel.

[3]Au total, 194,4 milliards d'euros sont alloués à l'Italie dans le cadre de Next Generation EU. Notons que sur les 57,7 milliards de dépenses réalisées, 14 sont attribuées au *Superbonus*.

Figure 14.4. Trajectoires de dépenses du fonds de relance européen



Note : Les lignes noires et jaunes indiquent respectivement les trajectoires de dépenses du Plan de Relance et de Résilience italien prévues dans le Plan initial, et dans la version révisée de Novembre 2024.

Sources : Ministro per gli Affari europei, OpenPolis, Projet de Loi de Finances 2025., prévision OFCE avril 2025

Tableau 14.1. Prévisions 2025-2026 pour l'Italie

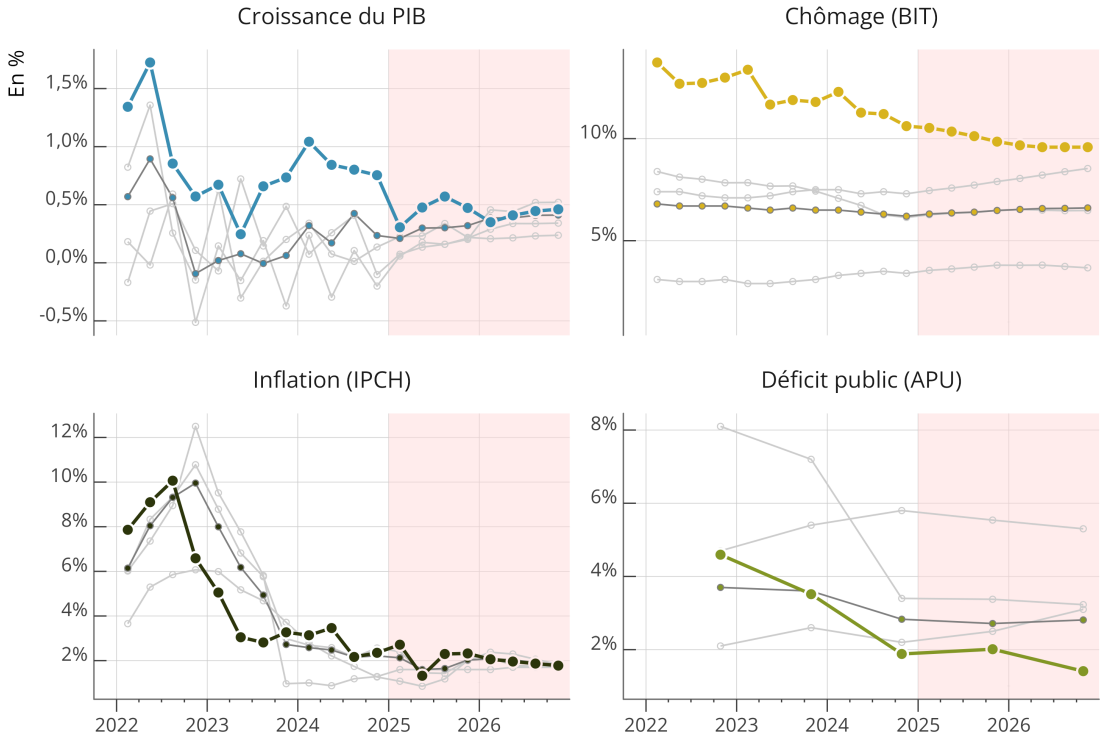
	2024		2025				2024	2025	2026
en %	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB[a]	**0,0**	**0,1**	**0,2**	**0,2**	**0,3**	**0,2**	**0,5**	**0,8**	**0,9**
PIB par habitant[a]	-0,0	0,1	0,3	0,2	0,4	0,2	0,5	0,8	1,0
Consommation ménages[a]	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,4	0,9	0,7
Consommation publique[a]	0,3	0,2	0,6	0,5	0,5	0,5	1,1	1,8	1,3
FBCF totale[a,b]	-1,6	1,6	0,9	0,3	0,3	0,3	0,0	1,5	1,2
Exportations[a,c]	-0,3	-0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	-0,3	-0,4	0,9
Importations[a,c]	1,2	-0,4	0,2	0,2	0,1	0,2	-1,5	0,8	1,0
Demande intérieure[a,d,e]	0,1	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	0,4	1,2	0,9
Variations de stocks[a,e]	0,0	-0,4	-0,2	0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,1	0,0
Commerce extérieur[a,c,e]	-0,4	0,1	0,0	-0,0	-0,0	0,0	0,3	-0,3	-0,0
Inflation[f]	1,2	1,3	1,6	1,6	1,6	1,6	1,1	1,6	1,7
Taux de chômage[g]	6,3	6,1	6,3	6,3	6,4	6,5	6,6	6,4	6,5
Solde courant[h]	—	—	—	—	—	—	1,4	1,6	1,7
Déficit public[h]	—	—	—	—	—	—	3,4	3,4	3,2
Dette publique[h]	—	—	—	—	—	—	135	137	139
Impulsion budgétaire[i]	—	—	—	—	—	—	-4,0	-0,2	-0,1

[a]En volume, aux prix chaînés. [b]FBCF : Formation Brute de Capital Fixe ; APU : Administrations Publiques. [c]Biens et services. [d]Demande intérieure hors variation de stocks. [e]Contribution à la croissance du PIB. [f]Evolution de l'indice des prix de consommation harmonisés (IPCH, sauf USA et France IPC). Pour les trimestres, glissement annuel (T/T(-4)) des prix. Pour les années, croissance moyenne annuelle des prix. [g]Au sens du BIT, en % de la population active. Pour les trimestres moyenne trimestrielle, pour les années, moyenne annuelle. [h]En % du PIB annuel, en fin d'année. [i]Variation annuelle du déficit public (APU) primaire structurel, en points de PIB.
Sources : IStat, Eurostat, prévision OFCE avril 2025.

Chapitre 15

Espagne: les beaux jours ne sont pas près de s'assombrir ?

Figure 15.1. Espagne, principaux indicateurs économiques



Note : La zone euro est en gris foncé.
Sources : Eurostat, prévision OFCE avril 2025.
Dernier point connu : T4 2024.

15.1 Espagne, *pays de l'année*

En 2024, l'Espagne s'est affirmée comme le moteur de la croissance de la zone euro, devançant ses voisins européens et obtenant le titre de « pays de l'année » décerné par *The Economist*[1]. Son PIB a progressé de 3,2 %, après une hausse de 2,7 % en 2023, surpassant largement la croissance annuelle du PIB en France, en Italie et en Allemagne.

Cette dynamique repose principalement sur une forte progression de la consommation des ménages, en hausse de 2,9 % sur l'année. Ce regain de consommation est lui-même porté par une nette augmentation du pouvoir d'achat, portée par la masse salariale. En effet, d'un côté les salaires ont connu une accélération notable, passant d'une croissance modérée de 4,5 % en début d'année à 5 % sur l'ensemble de 2024, après 5,8 % en 2023. De l'autre, l'emploi a également contribué à cette tendance avec une hausse de 2,2 % des effectifs salariés, permettant à l'économie espagnole de franchir la barre des 17 millions de salariés dans le secteur marchand, ramenant le taux d'emploi à 52,3%, des niveaux inédits depuis 2006, avant la crise des subprimes. Parallèlement, le taux de chômage est tombé à 10,6 % en fin d'année, marquant un plus bas historique depuis la période 2005/2006, avant la crise des subprimes et confirmant la solidité de la reprise espagnole.

La demande intérieure a également été soutenue par une accélération de la consommation publique, qui a progressé de 4,9 % en 2024 après 5,2 % en 2023. Ce rebond s'est accompagné d'un ralentissement de l'inflation, qui s'est établie en moyenne à 2,9 % sur l'année, contre 3,4 % en 2023, contribuant ainsi à l'augmentation du pouvoir d'achat et à la confiance des ménages.

Sur le front du commerce extérieur, la contribution est restée positive, grâce au dynamisme exceptionnel du tourisme. L'Espagne a accueilli 94 millions de visiteurs en 2024, soit une augmentation de 10 % par rapport à 2023. Cette performance a entraîné une hausse de 9 % des exportations de services, qui dépassent désormais leur niveau de 2019.

Seul point faible de ce tableau économique , l'investissement, qui bien que progressant de 2,3 % sur l'année, ne doit son accélération qu'au rebond de 3,4 % en fin d'année. La formation brute de capital fixe (FBCF) a ainsi à peine dépassé son niveau de 2019, illustrant le retard accumulé par l'Espagne par rapport à ses partenaires européens, surtout en matière de construction où la crise immobilière a laissé des traces pérennes.

D'ailleurs, le gouvernement a mis en place un plan de 12 mesures pour atténuer les effets de la crise du logement, qui continue de s'intensifier dans les grandes villes du pays. Ce plan présenté en janvier, s'axe autour de 3 mesures principales: l'augmentation de l'offre, une meilleure régulation, et des aides renforcées. L'augmentation significative des arrivées de nouveaux résidents a exacerbé la pénurie de logements, portant le déficit estimé à 200 000 unités par an, selon la Banque d'Espagne. Pourtant, l'investissement dans le logement n'a progressé que de 1,4 % en 2024, marquant un ralentissement par rapport à 2023 où il avait progressé de 2,1%.

Enfin, cette forte croissance a favorisé l'amélioration des finances publiques, consolidant la

[1] Le classement se base sur les 37 pays de l'OCDE, et un score est calculé en fonction de cinq indicateurs macroéconomiques et financiers (le PIB, la performance boursière, l'inflation, le chômage, et les équilibres budgétaires). Pour en savoir plus: « What Spain can teach the rest of Europe »

trajectoire de réduction des déséquilibres budgétaires. La dette publique a reculé à 101,8 % du PIB en fin d'année, tandis que le déficit s'établissait à 3,2 % au troisième trimestre -et atteindrait 2,8% sans la prise en compte des dépenses liées aux inondations de Valence d'octobre dernier- confirmant une amélioration progressive des comptes publics.

15.2 La croissance restera soutenue en 2025...

Les indicateurs de court terme d'activité sont, pour le premier trimestre de l'année bien orientés, et l'indicateur de prévision à court terme du PIB de l'Airef indique une variation trimestrielle de 0,7% pour le premier trimestre de l'année 2025, consolidant le rythme élevé de croissance de fin d'année 2024.

On s'attend à ce que le rythme de croissance ralentisse mais reste dynamique à 2% pour 2025 et 1,7% pour 2026 sous couvert d'une consommation publique réduit (2,9% pour 2025, après 4,9% en 2024 et 1,2% pour 2026).

Les gains de productivité de l'ensemble de l'économie, sont désormais stables, permettant à la productivité de rester proche de sa tendance de long terme. Par conséquent, le marché de l'emploi devrait poursuivre sa dynamique positive et continuer à créer des postes, dans la lignée de la tendance observée en février. En effet, le nombre d'affiliés à la Sécurité sociale, indicateur de l'emploi à court terme, a continué de progresser en données brutes, atteignant 21,2 millions, avec une hausse mensuelle de 100 340 inscrits par rapport à janvier, soit la deuxième plus forte augmentation pour un mois de février depuis 2007.

La reprise de l'investissement privé de fin d'année devrait perdurer en 2025, et contribuer positivement à la croissance du PIB grâce plusieurs facteurs : de meilleures conditions de financement adossées à une baisse du taux directeur de la BCE, une demande intérieure soutenue et le déploiement accru du programme NextGenerationEU puisque le 5ème versement devrait atteindre 25 milliards d'euros[2], et celui annoncé par le gouvernement pour soutenir la construction immobilière. Les indicateurs sont déjà biens orientés : l'indicateur du climat de la construction a atteint +5,7 points en janvier.

Cependant, comme on l'a déjà observé en février, l'inflation repart à la hausse à 2,9% par rapport à l'année dernière, après avoir atteint un point de bas de 1,7% en septembre 2024. Cela n'apparait pas totalement supprenant puisqu'en janvier la réduction de la TVA à un taux nul appliquée sur certains produits alimentaires de base, mis en place en janvier 2023 pour lutter contre l'inflation, a pris fin, et est revenu à 4% . Il est en de même pour l'éléctricité puisque le taux réduit de 10 % s'appliquait encore sous condition de prix (au-dessus de 45 €/MWh). Il est revenu au taux ordinaire de 21 % en janvier 2025.

Encadré 10. Vers une baisse du temps de travail pour 2026 ?

Bien que le projet ne fasse pas l'unanimité sur le plan politique, Pedro Sanchez entend poursuivre la réforme du marché du travail. Après avoir introduit fin 2021 une réforme

[2] Pour rappel, l'Espagne a déjà reçu 48 milliards d'euro du plan de relance européen depuis août 2021. Voir l'encadré 1 dans « Espagne: vers un atterrissage en douceur – Prévision de l'OFCE, automne 2024 »

majeure visant à limiter les contrats précaires, renforcer les négociations collectives et lutter contre les licenciements abusifs, il souhaite désormais s'attaquer à la durée de travail réglementaire.
Le gouvernement et les syndicats se sont ainsi accordés sur une réduction du temps de travail hebdomadaire, qui passerait de 40 à 37,5 heures en moyenne annuelle. Cette mesure, qui concernerait environ 12 millions de salariés, entraînerait une diminution de 6,2% du temps de travail annuel moyen, s'il on considère que le nombre de semaines travaillées reste constant. Porté par la ministre du Travail, Yolanda Diaz, ce projet revêt une dimension sociale, mettant en avant le « droit à la déconnexion » et un meilleur encadrement des heures travaillées.
Toutefois, bien que le texte ait été approuvé en Conseil des ministres, le 4 février, il devra encore rassembler une majorité parlementaire pour être appliqué dans toutes les entreprises d'ici au 31 décembre 2025. Il devrait faire l'objet d'amendements, car les syndicats patronaux, surtout la CEOE, jugent insuffisantes les compensations financières proposées par le gouvernement, pour limiter la hausse induite du coût du travail. Par ailleurs, plusieurs partis théoriquement alliés de l'exécutif, mais perçus comme proches des milieux économiques — notamment Junts, le parti séparatiste catalan (centre-droit), et le Parti nationaliste basque — demeurent réticents à adopter le texte en l'état.
Beaucoup d'interrogations restent en suspens concernant le comportement des entreprises sur le nombre d'heures supplémentaires, et leur marge, les gains de productivité ou sur les créations d'emplois. Nous n'avons ainsi, pour l'instant pas intégré cette réforme dans nos prévisions.

15.3 …malgré quelques nuages qui pourraient assombrir l'horizon

L'amélioration progressive des perspectives économiques en zone euro a été brusquement remise en question par deux événements majeurs. Tout d'abord, l'élection de Donald Trump a ravivé les tensions commerciales entre les États-Unis et le reste du monde, notamment avec la Chine, le Mexique et le Canada. Cette escalade protectionniste, marquée par l'instauration de nouveaux droits de douane, représente un risque de ralentissement pour la croissance mondiale et le commerce mondial. Bien que l'Espagne n'exporte qu'une part limitée de ses biens vers les États-Unis (environ 5 % du total), l'impact sur ses principaux partenaires européens entraîne une révision à la baisse des prévisions d'exportation pour 2025. Par ailleurs, cette guerre commerciale pourrait également engendrer des fluctuations des prix pour les consommateurs espagnols, renforçant la tendance haussière à l'oeuvre depuis le début de l'année.

Parallèlement, les tensions géopolitiques se sont intensifiées autour du conflit entre la Russie et l'Ukraine, notamment en raison des interventions de Trump. Face à cette situation, la présidente de la Commission européenne, Ursula von der Leyen, a annoncé un plan de réarmement pour l'Union européenne. Cette décision pose un défi particulier pour l'Espagne, dont le budget de défense, représentant 1,28 % du PIB, est le plus faible des pays de l'OTAN.

Tableau 15.1. Prévisions 2025-2026 pour l'Espagne

	2024		2025				2024	2025	2026
en %	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB[a]	**0,8**	**0,8**	**0,3**	**0,5**	**0,6**	**0,5**	**3,2**	**2,3**	**1,8**
PIB par habitant[a]	0,5	0,3	0,0	0,3	0,4	0,4	1,8	1,1	1,2
Consommation ménages[a]	1,2	1,0	0,4	0,5	0,6	0,4	2,9	2,8	1,7
Consommation publique[a]	2,5	0,4	0,6	0,5	0,3	0,3	4,9	2,9	1,2
FBCF totale[a,b]	-1,4	3,4	0,9	1,0	1,1	1,1	2,3	4,4	3,9
logement[a]	-2,0	1,6	1,0	0,9	0,9	0,9	2,6	2,7	3,4
Exportations[a,c]	0,4	0,1	0,5	0,6	0,6	0,7	2,9	1,8	2,6
Importations[a,c]	0,9	1,3	1,2	0,9	0,8	0,8	2,0	4,1	3,5
Demande intérieure[a,d,e]	0,9	1,2	0,5	0,6	0,6	0,5	3,0	2,9	1,9
Variations de stocks[a,e]	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,1	0,0
Commerce extérieur[a,c,e]	-0,1	-0,4	-0,2	-0,1	-0,0	-0,0	0,4	-0,6	-0,2
Inflation[f]	2,2	2,4	2,7	1,3	2,3	2,3	2,8	2,2	1,9
Taux de chômage[g]	11,2	10,6	10,5	10,3	10,1	9,9	11,3	10,2	9,6
Solde courant[h]	—	—	—	—	—	—	2,9	2,7	2,2
Déficit public[h]	—	—	—	—	—	—	1,9	2,0	1,4
Dette publique[h]	—	—	—	—	—	—	102	101	102
Impulsion budgétaire[i]	—	—	—	—	—	—	-0,9	0,7	-0,4

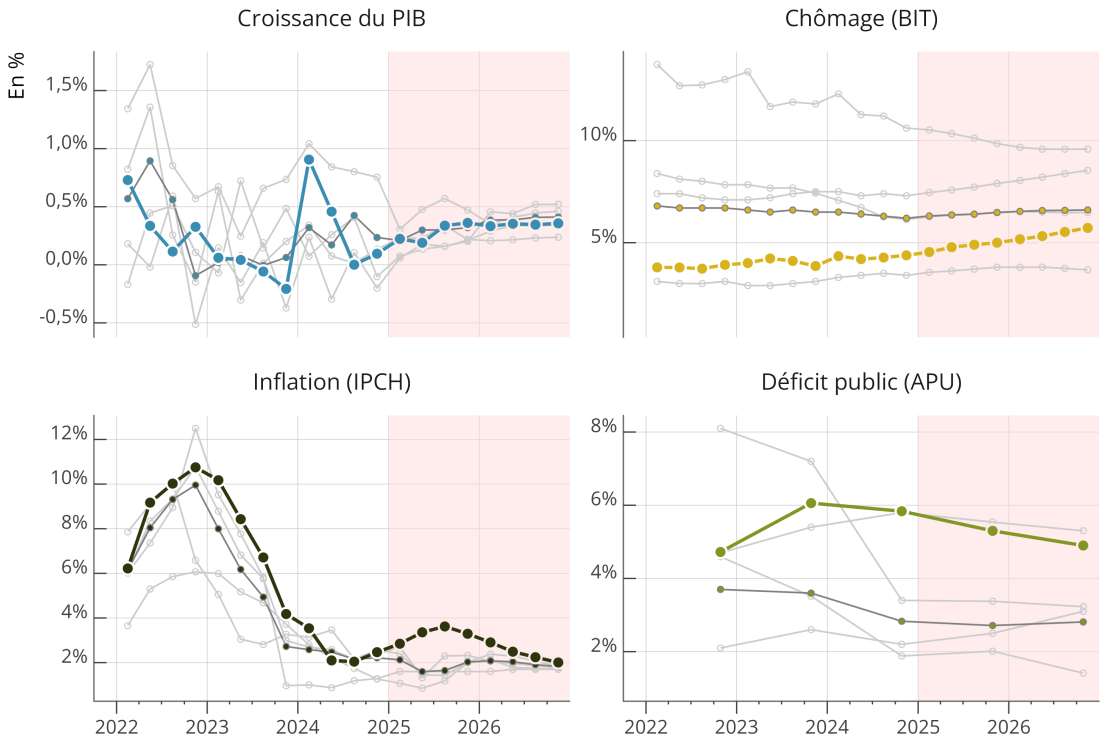
[a]En volume, aux prix chaînés. [b]FBCF : Formation Brute de Capital Fixe ; APU : Administrations Publiques. [c]Biens et services. [d]Demande intérieure hors variation de stocks. [e]Contribution à la croissance du PIB. [f]Evolution de l'indice des prix de consommation harmonisés (IPCH, sauf USA et France IPC). Pour les trimestres, glissement annuel (T/T(-4)) des prix. Pour les années, croissance moyenne annuelle des prix. [g]Au sens du BIT, en % de la population active. Pour les trimestres moyenne trimestrielle, pour les années, moyenne annuelle. [h]En % du PIB annuel, en fin d'année. [i]Variation annuelle du déficit public (APU) primaire structurel, en points de PIB.
Sources : Eurostat, prévision OFCE avril 2025.

Consécutivement, Pedro Sanchez a annoncé la mise en place d'un plan national visant à développer l'industrie de sécurité et de défense, pour atteindre les 2% du PIB d'ici 2029. Cependant, le premier ministre socialiste n'était déjà pas parvenu à faire adopter son projet de loi de finances, la question du financement de ces nouvelles mesures reste donc en suspens, même s'il compte les deployer sans vote du Parlement. On intègre ainsi des dépenses liées à la défense supplémentaire de 6 milliards d'euros par an en 2025 et 2026 (soient 0,43% du PIB), cela n'affectera néanmoins pas la trajectoire des finances publiques et celle de la décroissance de la dette, certes moins rapide.

Chapitre 16

Royaume-Uni : Navigation à vue

Figure 16.1. Royaume-Uni, principaux indicateurs économiques



Note : La zone euro est en gris foncé.
Sources : ONS QNA, Eurostat, prévision OFCE avril 2025.
Dernier point connu : T4 2024.

Après avoir renoué avec la croissance au premier semestre de 2024 (0,9 % au premier trimestre et 0,5 % au deuxième), le PIB britannique a stagné au troisième trimestre et a à peine augmenté au quatrième (+0,1 %). Cela laisse le Royaume-Uni à l'arrière du peloton des grandes économies industrialisées, avec un PIB supérieur de 4 % à son niveau d'avant crise COVID (en 2019), 3,7 % en France, 5,2 % dans l'ensemble de la zone euro, nettement devant

l'Allemagne (0,0 %) mais loin derrière les Etats-Unis (14,1 %).

L'inflation (mesurée selon l'indice des prix à la consommation harmonisé), qui avait atteint un pic à 11 % sur un an en octobre 2022, avait ralenti à 4 % sur un an en janvier 2024 et jusqu'à 1,7 % en septembre 2024. Au quatrième trimestre 2024, le niveau des prix à la consommation britanniques était nettement plus élevé, par rapport à son niveau d'avant crise, que celui de la France, proche de ceux de l'Allemagne et des Etats-Unis. Le ralentissement de la croissance et le retour de l'inflation vers la cible de 2 % ont conduit le Comité de politique monétaire (CPM) de la banque d'Angleterre à amorcer une première baisse de son taux directeur, de 0,25 point en août, puis d'autant en novembre et en février dernier, pour le porter à 4,5 %. Mais l'inflation a recommencé à accélérer en octobre pour atteindre 3 % en janvier 2025, surtout sous l'effet de la hausse des prix alimentaires et de l'énergie, tandis que l'inflation sous-jacente augmentait de 0,4 point, pour atteindre 3,7 %. Ce redémarrage de l'inflation a conduit le CPM à laisser son taux directeur inchangé lors de sa réunion de mars. L'inflation est revenue à 2,8 % sur un an en janvier (à 3,5 % pour l'inflation sous-jacente), mais elle remonterait à 3,6 % cet été sous l'effet de la hausse des prix de l'énergie (le régulateur britannique ayant relevé le plafond des prix du gaz et de l'électricité de 6 % à partir d'avril), avant de revenir vers 2 % à la fin de 2026, en l'absence de nouvelle hausse des prix de l'énergie. Le CPM baisserait graduellement son taux directeur, de 0,25 point au troisième trimestre 2025 puis de 0,25 point au premier trimestre 2026. Il veillerait à ce que l'inflation revienne vers 2 %, tout en évitant une trop forte baisse de la croissance. La baisse des taux d'intérêt allégerait le coût des emprunts et faciliterait une légère reprise de l'investissement en logement des ménages et ainsi que de l'investissement des entreprises.

Le Premier ministre Keir Starmer avait annoncé une « lumière au bout du tunnel » lors du congrès des travaillistes en septembre dernier. Mais à la fin mars 2025, l'heure était à la désillusion. Le ralentissement de l'activité au second semestre 2024, la révision à la baisse de la prévision de croissance à 1 % pour 2025 selon l'Office for Budget Responsibility (OBR), au lieu de 2 % en octobre dernier, le maintien de taux d'intérêt obligataires à taux fixe à 10 ans autour de 4,6 % ont fait fondre les marges de manœuvre budgétaires que s'est fixées Rachel Reeves, la chancelière de l'Echiquier, lors du budget de l'automne 2024. La politique budgétaire s'annonce désormais plus restrictive à l'horizon 2030 (encadré), *via* des coupes de dépenses sociales et une moindre hausse des dépenses publiques.
Selon le Spring Statement, présenté fin mars, la consommation publique augmenterait, en volume, de 3,7 % cette année et de 1,4 % l'an prochain ; l'investissement public de 4,7 % puis de 1,9 %. La consommation et l'investissement publics augmenteraient surtout au premier trimestre 2025 (fin de l'exercice budgétaire 2024-25) et ralentiraient à partir du début de l'exercice budgétaire 2025-26 (commençant en avril). Le gouvernement a en effet acté des revalorisations des salaires publics à son arrivée l'été dernier, et a décidé d'augmenter l'investissement public à très court terme (principalement dans les secteurs de la santé et de l'éducation). Il a par ailleurs limité les hausses de prestations sociales (dont la restriction des droits à l'allocation chauffage aux retraités les plus pauvres). Au total, les dépenses publiques progresseraient de 44,4 % du PIB en 2024-25 à 45 % en 2025-26 avant de baisser à 44,8 % en 2026-27. Les recettes progresseraient de 39,7 % du PIB en 2024-25 à 41,1 % en 2025-26 et 41,7 % en 2026-27. Une partie importante de la hausse de ces recettes provient de la hausse de taux de cotisations sociales employeurs, qui augmente de 1,2 point en avril

2025, soit un supplément de recettes attendu de près de 0,8 point de PIB en année pleine. Les recettes des impôts sur le revenu et le patrimoine augmentent aussi d'environ 0,3 point de PIB par an (notamment du fait de la non indexation des tranches du barême de l'IR). A court terme, les dépenses de défense seront augmentées pour atteindre 2,5 % du PIB en 2026, soit une hausse de 0,2 point de PIB, qui sera entièrement financée par la baisse de l'aide internationale (ramenée à 0,3 % du RNB).

L'impulsion budgétaire serait négative d'environ 0,8 point cette année et de 0,4 l'an prochain. Sous nos hypothèses de croissance, le déficit public serait ramené de 5,8 % du PIB en 2024 à 4,9 % du PIB en 2026. Le ratio de dette publique augmenterait de 101 % du PIB en 2024 à 104 % du PIB en 2026.

En 2024, le ralentissement de l'inflation, plus rapide que celui de la hausse des rémunérations, a contribué à augmenter le revenu disponible des ménages de près de 3 points en termes réels, en moyenne annuelle, sur une hausse totale de 3,8 %. Mais les ménages ont augmenté de 2,8 points leur taux d'épargne, en moyenne annuelle en 2024, pour le porter à 11,6 % au quatrième trimestre 2024, selon les Comptes nationaux publiés le 28 mars. Il est difficile de comprendre cette hausse du taux d'épargne au regard des déterminants habituels du taux d'épargne, dont l'évolution du pouvoir d'achat et de la situation du marché du travail. Les ménages ont été particulièrement prudents, alors que leur taux d'épargne était pourtant déjà supérieur à son niveau d'avant la crise COVID (7,9 % en moyenne entre 2000 et 2019). Cette année, la montée des tensions commerciales et des incertitudes géopolitiques, l'accélération temporaire de l'inflation et la remontée du taux de chômage inciteraient les ménages à garder un taux d'épargne élevé (11,1 %. en moyenne annuelle). Le taux d'épargne amorcerait une légère baisse en 2026 (10,5 % en moyenne annuelle), les incertitudes s'atténuant et l'inflation ralentissant, l'ampleur de la baisse étant limitée par la poursuite de la hausse du taux de chômage La consommation progresserait de 0,8 % en 2025 et de 1,5 % en 2026.

Le taux de chômage, de 4,4 % fin 2024, approcherait 5,7% à la fin 2026. Rappelons que l'ONS incite à la prudence quand à l'interprétation des données publiées dans la période récente sur le marché du travail britannique. Les taux de réponse de la collecte l'enquête sur les forces de travail ont en effet atteint de très bas niveaux depuis la sortie de la crise COVID, ce qui a conduit l'ONS à suspendre la publication de l'ensemble des résultats de l'enquête en octobre 2023 et à entreprendre une refonte du système de collecte, qui est toujours en cours. Selon les données actuelles, la productivité horaire du travail, qui avait chuté pendant la crise COVID avant de se redresser, avait retouvé en 2022 le niveau qu'elle aurait eu si elle avait continué à croître à un rythme tendanciel de 0,89 % an, estimé avant le début de la crise. Mais la productivité a baissé au cours des derniers trimestres et affichait une baisse de 0,6 % sur un an au quatrième trimestre 2024. Nous retenons dans notre scénario une accélération de la productivité à 1,1 % à l'horizon du quatrième trimestre 2026. Nous supposons qu'à court terme, comme le suggèrent les enquêtes de la Banque d'Angleterre, les entreprises freineront les hausses des salaires nominaux, afin de limiter l'impact sur leurs coûts de la hausse des cotisations sociales d'avril 2025, avant de réduire leurs effectifs. Un redressement plus rapide de la productivité du travail pourrait cependant avoir lieu, qui conduirait à une hausse plus forte du taux de chômage, mais nous avons préféré retenir une accélération plus modérée de la productivité du travail à court terme, dans l'attente de données plus solides sur le marché du travail.

La hausse des droits de douane américains est une mauvaise nouvelle de plus pour les exportateurs britanniques de marchandises, qui perdent déjà tendanciellement des parts de marché, particulièrement depuis 2023, du fait d'une compétitivité-prix dégradée. Depuis le 12 mars 2025, les importations d'acier et d'aluminium aux Etats-Unis, sont frappées d'une hausse de droits de douane de 25 %. Les importations d'automobiles le seront à partir d'avril. Les exportations britanniques d'acier et d'aluminium vers les Etats-Unis sont faibles (400 millions de livres en 2023 pour des importations de 176 millions), celles d'automobiles plus importantes (exportations 6 milliards, importations : 1 milliard), soit 1,8 % des exportations totales de marchandises. A ce jour, le gouvernement britannique ne souhaite pas prendre de mesures de représailles. Les Britanniques ont un léger déficit bilatéral avec les Etats-Unis sur les échanges de marchandises (2,5 milliards de livres en 2023), alors qu'ils dégagent un excédent sur les services (69 milliards de livres et exportent 126 milliards). C'est donc pour les exportations de services, non soumises à droits de douane, que l'enjeu est le plus important pour les Britanniques. Globalement, à l'horizon de la fin 2026, les exportations britanniques de biens et services ne progresseraient que modérément, sous l'effet d'une demande adressée peu porteuse et d'une compétitivité-prix défavorable.

La croissance du PIB britannique serait de 0,8 % cette année et de 1,4 % l'an prochain, résultant de la demande intérieure, tandis que le commerce extérieur aurait une contribution négative. Les tensions commerciales et les incertitudes géopolitiques constituent un aléa majeur à la baisse de notre prévision ; une réduction de la surépargne des ménages, accumulée depuis le début de la crise COVID, constituant un aléa à la hausse.

Encadré 10. Quelle orientation pour la politique budgétaire ?

Rachel Reeves avait souhaité qu'il n'y ait qu'un exercice budgétaire par an, à l'automne (au lieu de deux précédemment), en gardant la présentation d'un document intermédiaire, basé sur une actualisation des prévisions de l'OBR, au printemps, le « Spring Statement ». La chancelière avait aussi fixé deux règles budgétaires. La première est une « règle de stabilité », selon laquelle les dépenses courantes doivent être financées par les recettes courantes ; seul l'investissement peut être financé par l'endettement public. La deuxième est une « règle d'investissement », qui stipule que la dette du secteur public, nette des actifs financiers, doit baisser, rapportée au PIB. Le budget d'automne 2024 indiquait que cette règle serait respectée. Mais la croissance a été nettement inférieure à ce qui était prévu et l'OBR, dans le cadre du Spring Statement présenté le 26 mars, a abaissé sa prévision de croissance pour 2025 à 1 %, au lieu de 2 %. Les taux d'intérêt obligataires ont par ailleurs été un peu plus élevés que prévu. Pour l'exercice budgétaire 2024-25, débutant en avril, ils étaient, à 4,3 %, plus élevés de 0,2 point que prévu dans le budget d'automne, et, selon les prévisions de l'OBR, ils le resteraient à l'horizon 2029-2030 où ils seraient de 5,1 % (au lieu de 4,6 % prévus à l'automne). Ces révisions ont fait disparaître les marges de manœuvre qu'avaient la Chancelière pour respecter ses règles budgétaires. Rachel Reeves est restée ferme sur le fait que ces règles budgétaires sont non négociables et qu'elle n'augmenterait pas la fiscalité avant le prochain budget. Elle choisit donc de baisser les dépenses et prioritairement les dépenses sociales. Les conditions d'accès aux allocations handicapés (Personal Independence Payments, PIP) seront

progressivement durcies à partir de 2026-27, ce qui conduirait à une baisse de ces dépenses de 3,6 milliards de livres à l'horizon 2029-30 (soit 0,1 point de PIB). 3,7 millions de bénéficiaires touchent actuellement la PIP, les nouvelles règles en concerneraient 800000, l'objectif du gouvernement étant de faire revenir sur le marché du travail une partie de ces bénéficiaires, notamment parmi les jeunes. Cette mesure est fortement critiquée au sein des travaillistes et des organismes caritatifs, qui craignent une montée supplémentaire de la pauvreté chez des populations vivant déjà dans la précarité. Par ailleurs, la composante ‹santé› de l'allocation de crédit universel sera diminuée de 50 % pour les nouveaux bénéficiaires à partir d'avril 2026 et son montant sera gelé jusqu'en 2029-30, ce qui réduirait les dépenses de 3 milliards. Cette baisse sera cependant en partie compensée par une hausse du crédit universel (hors composante santé) supérieure à l'inflation (soit un supplément de dépenses de 1,9 milliards en 2029-30). La croissance des dépenses publiques sera rabotée à 1,2 % par an en volume à l'horizon 2029-30, contre 1,3 % précédemment prévu. Le gouvernement souhaite aussi, grâce à des gains de productivité attendus de la hausse de l'utilisation du numérique, réduire le nombre de fonctionnaires. La réorganisation du secteur public pour le rendre « plus productif et agile » permettrait 6,1 milliards d'économies à l'horizon 2029-30. Enfin, près de 1 milliard de rentrées fiscales seraient obtenues par la réduction de la fraude fiscale. Selon le Spring Statement, le ratio des dépenses courantes (hors investissement) rapporté au PIB, qui était de 39,7 % en 2023-24, baisserait à 39 % en 2029-30. L'investissement public net serait de 2,7 % du PIB entre 2024-25 et 2026-27, avant de baisser à 2,4 % en 2029-30. Au total, le ratio de la dette du secteur public, nette des actifs financiers, qui était de 81 % du PIB lors de l'exercice budgétaire 2023-24, augmenterait à 83,5 % en 2026-27 avant de revenir à 82,7 % en 2029-30. Les marges de manœuvre restent donc faibles, au regard de la règle d'investissement, et surtout elles reposent sur une prévision de croissance du PIB à 1,9 % en 2026, puis de 1,7 % à 1,8 % par an jusqu'en 2030, ce qui paraît aujourd'hui optimiste. Le gouvernement continue de miser sur le retour de la croissance pour engranger des recettes publiques. Il espère aussi relancer l'investissement logement et celui des entreprises en allégeant les réglementations et en donnant des signaux favorables à l'activité des entreprises, tels que la construction d'une nouvelle piste à Heathrow. Lors de leur campagne électorale en 2024, les travaillistes s'étaient engagés à ne pas augmenter la fiscalité sur les personnes qui travaillent, avaient exclu de revenir sur les baisses du taux de cotisations sociales salariés mises en place par le précédent gouvernement, et s'étaient engagés à ne pas augmenter l'imposition sur le revenu et la TVA. Ils n'envisagent pas d'augmenter la fiscalité des entreprises au-delà de la hausse des cotisations sociales employeurs annoncée dans le budget d'automne 2024 et qui entre en vigueur ce 1er avril (+1,2 point, ce qui devrait rapporter près de 26 milliards par an à l'horizon 2029-30). Si des hausses de fiscalité devaient être décidées à l'automne, les retraités seraient donc en première ligne, mais après les remous créés à l'automne lors de la réduction de l'allocation de chauffage, le gouvernement ne s'engagera sans doute pas facilement dans cette voie.

Tableau 16.1. Prévisions 2025-2026 pour le Royaume-Uni

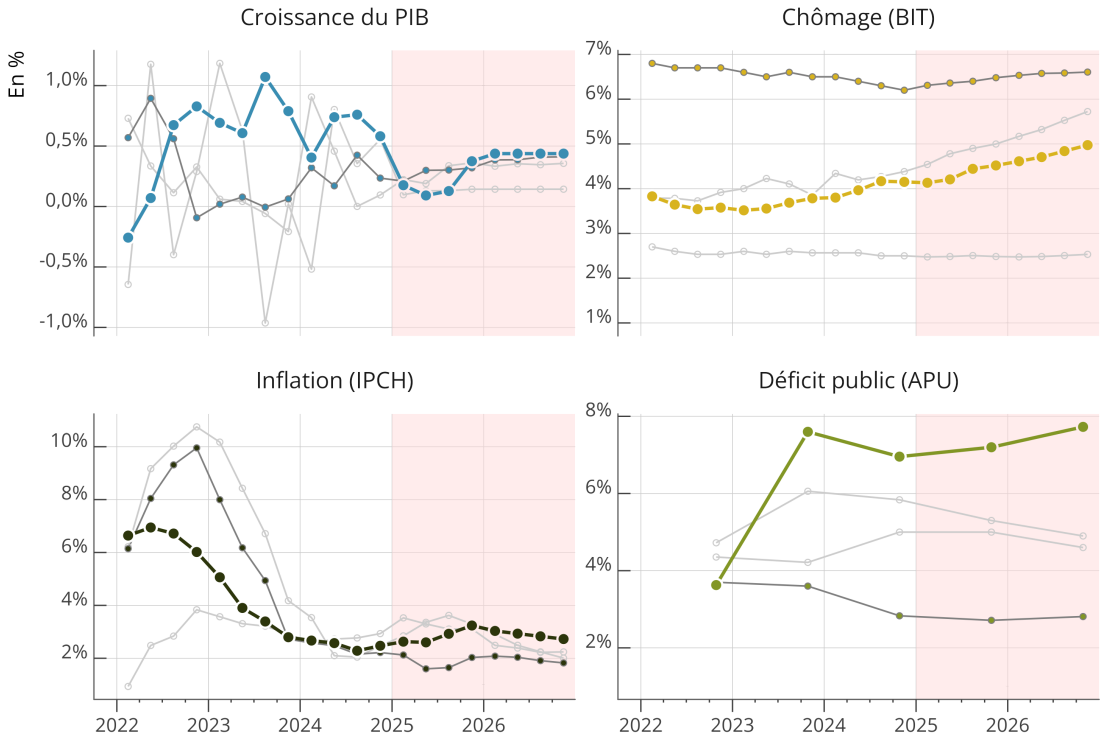
	2024		2025				2024	2025	2026
en %	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB[a]	**0,0**	**0,1**	**0,2**	**0,2**	**0,3**	**0,4**	**1,1**	**0,8**	**1,4**
PIB par habitant[a]	-0,2	-0,1	-0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,4
Consommation ménages[a]	0,4	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,6	0,9	1,5
Consommation publique[a]	0,3	0,5	1,5	1,1	0,6	0,3	3,0	3,5	1,5
FBCF totale[a,b]	1,0	-0,6	0,3	0,3	0,3	0,6	1,5	1,2	2,4
dont : productive privée[a]	2,2	-1,9	0,3	0,3	0,3	0,5	2,0	0,9	2,1
logement[a]	-1,0	-0,9	-0,5	0,0	0,3	0,9	0,8	-1,9	3,5
APU[a,b]	1,3	1,5	1,3	0,7	0,5	0,4	1,0	4,7	1,9
Exportations[a,c]	-0,1	-1,8	0,6	0,0	0,1	0,1	-1,2	-1,2	0,8
Importations[a,c]	-2,8	2,9	-0,2	0,3	0,3	0,3	2,7	2,3	1,5
Demande intérieure[a,d,e]	0,5	0,0	0,5	0,4	0,4	0,4	1,3	1,5	1,7
Variations de stocks[a,e]	-1,5	1,6	-0,5	-0,1	0,0	0,0	1,1	0,5	-0,0
Commerce extérieur[a,c,e]	1,0	-1,6	0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-1,3	-1,2	-0,3
Inflation[f]	2,0	2,5	2,8	3,4	3,6	3,3	2,5	3,3	2,4
Taux de chômage[g]	4,3	4,4	4,5	4,8	4,9	5,0	4,3	4,8	5,4
Déficit public[h]	—	—	—	—	—	—	5,8	5,3	4,9
Dette publique[h]	—	—	—	—	—	—	101	103	104
Impulsion budgétaire[i]	—	—	—	—	—	—	-0,4	-0,8	-0,5

[a]En volume, aux prix chaînés. [b]FBCF : Formation Brute de Capital Fixe ; APU : Administrations Publiques. [c]Biens et services. [d]Demande intérieure hors variation de stocks. [e]Contribution à la croissance du PIB. [f]Evolution de l'indice des prix de consommation harmonisés (IPCH, sauf USA et France IPC). Pour les trimestres, glissement annuel (T/T(-4)) des prix. Pour les années, croissance moyenne annuelle des prix. [g]Au sens du BIT, en % de la population active. Pour les trimestres moyenne trimestrielle, pour les années, moyenne annuelle. [h]En % du PIB annuel, en fin d'année. [i]Variation annuelle du déficit public (APU) primaire structurel, en points de PIB.
Sources : ONS QNA, prévision OFCE avril 2025.

Chapitre 17

USA : Donald Trump peut-il casser la croissance ?

Figure 17.1. USA, principaux indicateurs économiques



Note : La zone euro est en gris foncé.
Sources : BEA, BLS, Eurostat, prévision OFCE avril 2025.
Dernier point connu : T4 2024.

L'économie américaine a maintenu son dynamisme tout au long de l'année 2024 ce qui s'est traduit par une augmentation du PIB de 2,8 % après 2,9 % en 2023. Selon les données du CBO (*Congressional Budget Office*) le PIB serait 1,8 point au-dessus de son potentiel au qua-

trième trimestre 2024, niveau le plus élevé depuis le début des années 2000. Pour autant, le résultat des élections présidentielles s'explique probablement en partie par l'insatisfaction des citoyens à l'égard de leur situation économique. La hausse des prix a rogné le pouvoir d'achat du salaire, notamment en 2022. La situation s'est améliorée en 2023 et 2024 grâce au repli de l'inflation et au maintien d'une dynamique du salaire horaire favorable. L'inflation – mesurée par l'indice des prix à la consommation – se maintient toutefois autour de 3 %, tirée notamment par les augmentations des indices du coût du logement et des services de transport. Sur le marché du travail, l'année 2024 a été marquée par de moindres créations d'emploi : 2,1 millions – soit une croissance de 4,3 % selon les données de l'*Establishment survey* – contre 3,3 millions en 2023 (+2,2 %), dans un contexte de croissance pourtant similaire reflétant ainsi des gains de productivité. En corollaire, le taux d'emploi reste proche de 60 % depuis le début de l'année 2022, un niveau toutefois inférieur de 0,7 point à celui de l'année 2019. Enfin, même si les conditions économiques contribuent à améliorer le solde budgétaire, la politique budgétaire est restée procyclique avec un déficit qui se maintient à un niveau élevé : 6,5 % pour l'État fédéral[1].

17.1 L'activité ralentit…

Depuis son investiture en janvier 2025, le nouveau Président et son associé Elon Musk ont multiplié les déclarations, alternant entre menaces à l'encontre des employés fédéraux ou des partenaires économiques, sanctions commerciales et revirements. A court terme, il en résulte d'abord une incertitude accrue sur l'orientation de la politique économique américaine (figure 17.2) ce qui devrait peser sur les décisions de dépenses de consommation des ménages et d'investissement des entreprises. Nous prévoyons un ralentissement de l'investissement productif privé en 2025 avec une croissance annuelle de 2,4 % contre 5,4 % l'année précédente. Du côté des ménages, le taux d'épagne augmenterait au cours des deux prochaines années, passant de 4,5 % en moyenne annuelle en 2024 à 5,2 % en 2026. Par ailleurs, même si le montant exact d'économie budgétaires est incertain, nous anticipons que la politique budgétaire deviendrait restrictive (encadré 10), malgré les réductions d'impôts annoncées pendant la campagne et qui devraient être votées dans le budget 2026. Au-delà des effets de court terme, la nouvelle guerre commerciale lancée par les États-Unis affaiblira le commerce mondial mais aussi la croissance américaine. Le principal soutien à l'activité viendrait donc de la politique monétaire, même si la baisse des taux a été modérée en 2024 et que la Réserve fédérale pourrait y mettre un terme dans la perspective d'une inflation plus élevée. Ainsi, nous anticipons une croissance plus faible en 2025 et 2026 : 1,4 % puis 1,5 % respectivement en 2025 et 2026. La consommation des ménages, qui avait été le principal moteur de la croissance jusqu'ici, ralentirait nettement en lien avec la hausse du taux d'épargne et l'inflation importée. En moyenne annuelle, elle progresserait de 1,9 % en 2025 et 1,4 % en 2026 contre 2,8 % en 2024. La contribution du commerce extérieure resterait négative en 2025, notamment en raison d'un boom des importations au premier trimestre[2]. En 2026, les importations ralentiraient nettement en raison d'une demande

[1] Et 6,9 % si l'on tient compte du déficit des États et autres collectivités locales.

[2] Les données de commerce de bien pour le mois de janvier 2025 indiquent en effet une forte augmentation des importations probablement par anticipations des futurs droits de douane.

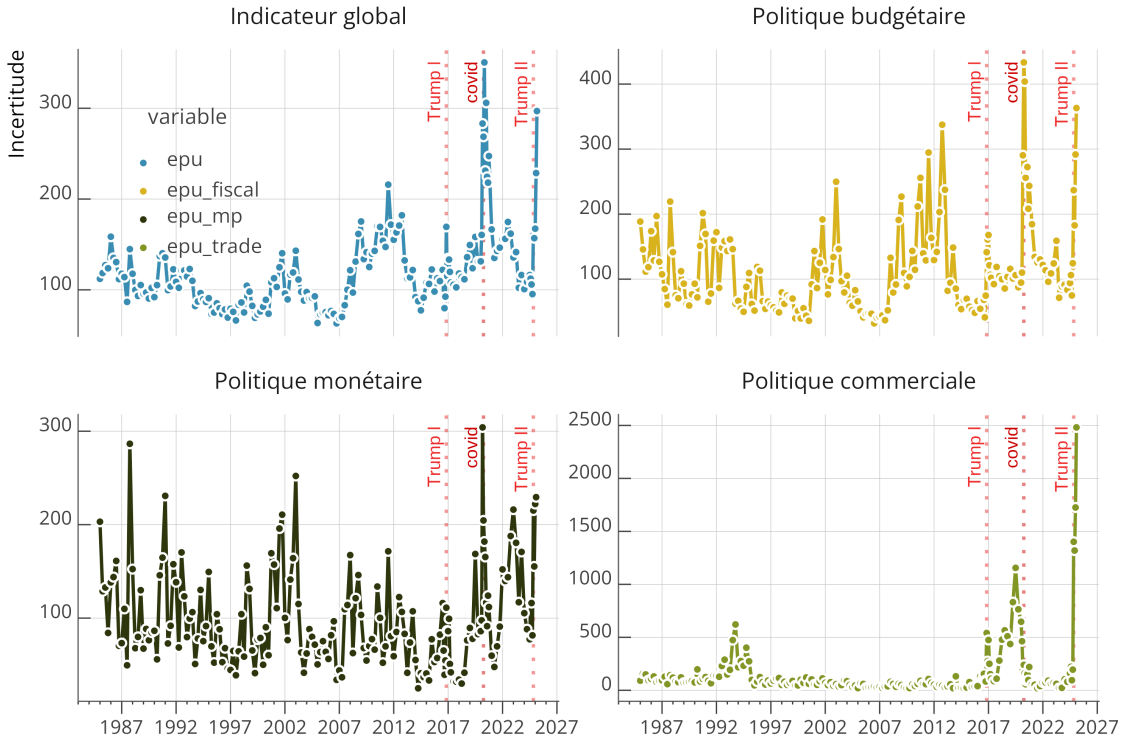
intérieure un peu moins forte et du coût plus élevé des produits importés.

17.2 … et l'inflation se maintient

Pendant la campagne présidentielle, Donald Trump avait fortement critiqué le camp Démocrate pour avoir laissé filer l'inflation. Pour autant, sa politique économique se traduira par un maintien des pressions inflationnistes qui atteindraient un pic – mesuré par le déflateur de la consommation – à 3,2 % en fin d'année 2025 avant de ralentir légèrement en 2026 pour finir l'année autour de 2,7 %. Le pouvoir d'achat du revenu disponible brut des ménages augmenterait néanmoins de 2 % en moyenne au cours des deux prochaines années contre 2,7 % en 2024 et plus de 5 % en 2023, poussée par l'augmentation des salaires nominaux. Sur le marché du travail, la situation se détériorerait en raison du ralentissement de l'activité. Le taux de chômage augmenterait à 4,8 % d'ici la fin de l'année 2025, et 5,3 % fin 2026. Des tensions sur le marché du travail pourraient cependant réapparaître si la vague d'expulsions d'immigrants illégaux promise est mise en œuvre. Malgré la réduction envisagée des dépenses publiques, le solde budgétaire se détériorerait de nouveau en 2026 (7,2 % en 2025 et 7,7 % pour l'ensemble de l'économie en 2026) du fait d'une impulsion faiblement expansionniste en 2026 mais aussi parce que la croissance serait inférieure au potentiel[3].

[3] Selon le CBO, la croissance potentielle serait de 2,3 %. Notons que l'écart de croissance resterait positif en 2025 mais retomberait à 0 en 2026.

Figure 17.2. Indicateurs d'incertitude de politique économique



Sources : https://www.policyuncertainty.com/index.html (FRED), téléchargé le 7 avril 2025, prévision OFCE avril 2025.
Dernier point connu : mars 2025.

Encadré 10. Quelle orientation pour la politique budgétaire ?

Bien que Donald Trump avait annoncé, pendant la campagne présidentielle, sa volonté d'améliorer l'efficacité du gouvernement fédéral, les évaluations des programmes des candidats avaient surtout privilégié les promesses de réduction d'impôt. Or même si l'ampleur des coupes demeure incertaine[(a)], elles risquent de modifier assez fortement l'impulsion budgétaire pour les deux années à venir. Pour les dépenses, notre scénario intègre l'hypothèse ad-hoc d'une réduction permanente à hauteur de 100 milliards de dollars dès 2025 puis de 200 milliards supplémentaires en 2026 ce qui se traduirait par une impulsion négative de 0,3 puis 0,6 point de PIB. Ainsi, au total, l'impulsion serait négative en 2025 et positive en 2026. Côté recettes, nous anticipons que les principales mesures (extension du *Tax Cuts & Jobs Act*, baisse du taux d'imposition sur les sociétés, exonérations fiscales des heures supplémentaires et des pourboires) seront intégrées dans le budget 2026 et se traduiraient par une impulsion de 1 point de PIB.
Pour autant, l'impact économique global de ces mesures serait neutre. En effet, les multiplicateurs associés aux mesures sur les dépenses sont généralement plus élevés que ceux liés aux recettes. Cette différence serait toutefois partiellement atténuée par le fait que l'économie américaine se situe plutôt en haut de cycle ce qui devrait réduire la valeur des multiplicateurs.

Au-delà de la croissance, ces choix seront également déterminants pour la trajectoire de la dette publique. Selon les estimations du CBO de janvier 2025, à législation inchangée et donc sans tenur compte des annonces qui avaient été faites pendant la campagne, la dette publique de l'Etat fédéral atteindrait 118,5 % du PIB en 2035 soit une hausse de 20,7 points par rapport au niveau de 2024[(b)]. En tenant compte uniquement des mesures de réductions d'impôts annoncées pendant la campagne, les estimations du *Committee for a Responsible Budget* indiquaient un accroissement de la dette de 18 points de PIB[(c)]. Inversement, une baisse des dépenses permanentes de 100 milliards de dollars des dépenses primaires à partir de 2025 réduit la dette publique de 3,8 points à l'horizon 2035. Dans notre scénario, nous supposons des coupes supplémentaires à hauteur de 200 milliards en 2026. L'effet global des mesures portant sur les recettes et les dépenses se traduirait par une hausse de la dette de près de 8 points de PIB en 2035 par rapport au scénario du CBO. Même si une telle dynamique ne devrait pas remettre en cause la soutenabilité de la dette publique américaine, il reste que le gouvernement pourra difficilement infléchir la tendance uniquement sur la base de coupes dans les dépenses publiques posant la question de la pertinence des baisses d'impôt promises pendant la campagne présidentielle.

(a) Voir https://www.ofce.sciences-po.fr/blog2024/fr/2025/20250319_CB/.

(b) Les calculs du CBO sont effectués sur la base d'un indicateur de dette détenue par le public : particuliers, sociétés, gouvernements locaux, banques de la Réserve fédérale, gouvernements étrangers et autres entités extérieures au gouvernement des États-Unis. Est exclue la dette détenue par la Federal Financing Bank.

(c) Estimation qui ne tient pas compte de l'impact économique des baisses d'impôts.

Tableau 17.1. Prévisions 2025-2026 pour les Etats-Unis

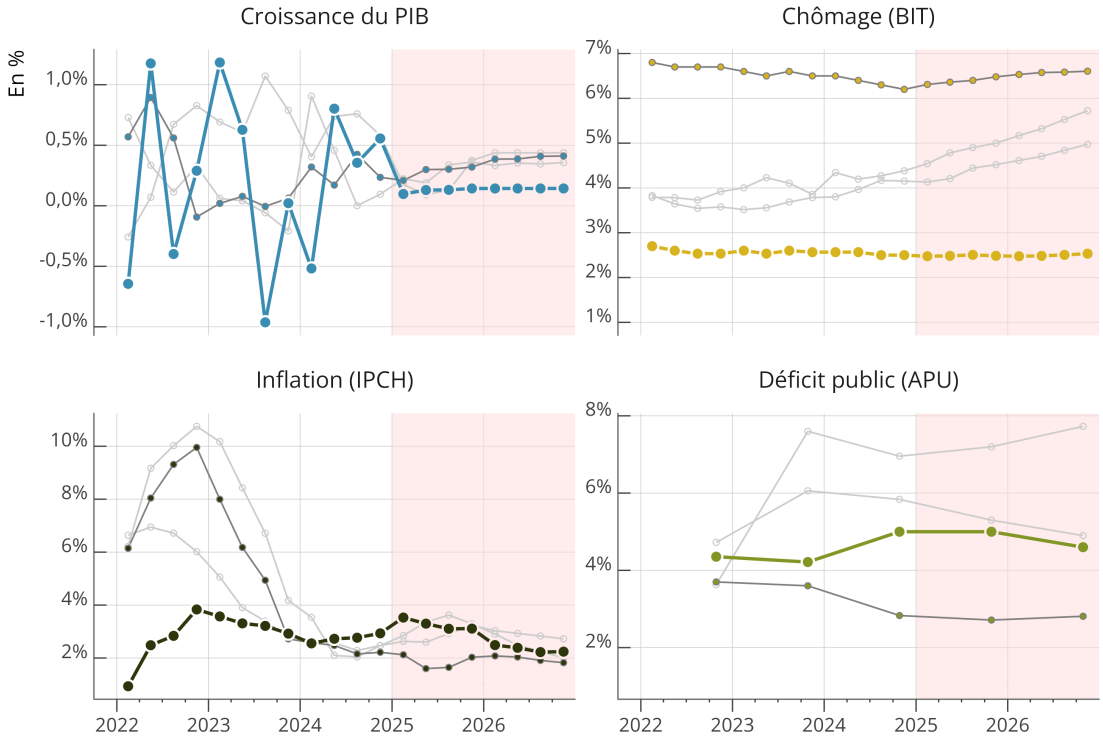
	2024		2025				2024	2025	2026
en %	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB[a]	**0,8**	**0,6**	**0,2**	**0,1**	**0,1**	**0,4**	**2,8**	**1,4**	**1,5**
PIB par habitant[a]	0,6	0,4	-0,0	-0,1	-0,1	0,2	1,9	0,7	1,0
Consommation ménages[a]	0,9	1,0	0,2	0,1	0,2	0,3	2,8	1,9	1,4
Consommation publique[a]	1,1	0,7	0,2	0,1	0,1	0,3	2,5	1,6	1,1
FBCF totale[a,b]	0,5	-1,1	0,3	0,2	0,3	0,3	4,5	0,6	1,6
dont : productive privée[a]	4,4	-0,8	0,3	0,1	0,2	0,3	5,4	2,4	1,6
logement[a]	-1,1	1,3	0,7	0,6	0,6	0,6	4,2	1,9	2,4
APU[a,b]	1,8	0,7	0,1	0,1	0,1	0,1	6,9	2,2	0,6
Exportations[a,c]	2,3	-0,1	0,2	0,5	0,5	0,5	3,2	2,1	2,1
Importations[a,c]	2,6	-0,3	5,0	-2,9	0,4	0,2	5,4	4,5	0,1
Demande intérieure[a,d,e]	0,9	0,6	0,2	0,2	0,2	0,4	3,2	1,7	1,4
Variations de stocks[a,e]	-0,1	-0,2	0,7	-0,6	-0,1	0,0	0,0	0,2	-0,2
Commerce extérieur[a,c,e]	-0,1	0,0	-0,8	0,5	-0,0	0,0	-0,5	-0,5	0,2
Inflation[f]	2,3	2,5	2,6	2,6	2,9	3,2	2,5	2,8	2,9
Taux de chômage[g]	4,2	4,2	4,1	4,2	4,4	4,5	4,0	4,3	4,8
Solde courant[h]	—	—	—	—	—	—	-3,9	-4,1	-3,5
Déficit public[h]	—	—	—	—	—	—	7,0	7,2	7,7
Dette publique[h]	—	—	—	—	—	—	123	126	128
Impulsion budgétaire[i]	—	—	—	—	—	—	-1,7	-0,2	0,3

[a]En volume, aux prix chaînés. [b]FBCF : Formation Brute de Capital Fixe ; APU : Administrations Publiques. [c]Biens et services. [d]Demande intérieure hors variation de stocks. [e]Contribution à la croissance du PIB. [f]Evolution de l'indice des prix de consommation harmonisés (IPCH, sauf USA et France IPC). Pour les trimestres, glissement annuel (T/T(-4)) des prix. Pour les années, croissance moyenne annuelle des prix. [g]Au sens du BIT, en % de la population active. Pour les trimestres moyenne trimestrielle, pour les années, moyenne annuelle. [h]En % du PIB annuel, en fin d'année. [i]Variation annuelle du déficit public (APU) primaire structurel, en points de PIB.
Sources : BLS, BEA-NIPA.

Chapitre 18

Japon : une sortie de la déflation qui grève le pouvoir d'achat des ménages

Figure 18.1. Japon, principaux indicateurs économiques



Note : La zone euro est en gris foncé.
Sources : Official Statistics of Japan, Cabinet Office, FMI, Eurostat, prévision OFCE avril 2025.
Dernier point connu : T4 2024.

En 2024, la croissance a été quasi-nulle en moyenne annuelle, en raison d'un acquis négatif et d'un mauvais début d'année (lié à l'arrêt de la production dans plusieurs usines du groupe Toyota[1]). À partir du deuxième trimestre 2024, la demande intérieure puis le commerce extérieur ont soutenu la croissance. Malgré l'inflation élevée, la consommation des ménages s'est redressée, soutenue d'abord par l'augmentation des salaires nominaux (grâce aux négociations du printemps 2024, aux bonus d'hiver et à la hausse du salaire minimum) et ensuite par la baisse du taux d'épargne, ce dernier restant néanmoins supérieur à son niveau de 2019. L'investissement productif a crû de 1,4% en 2024 en moyenne, bénéficiant de la hausse du taux de marge depuis mi-2022[2] et de conditions de financement toujours accommodantes.

La croissance serait modérée en 2025 et 2026 (respectivement 1,1% et 0,6%[3]), dépassant la croissance potentielle, estimée à 0,5% par le Cabinet Office et l'*output gap* deviendrait positif. Nous faisons l'hypothèse que la politique commerciale américaine amputerait la croissance de 0,2 point en 2026 : d'une part, via les importations directes japonaises d'aluminium et d'acier aux États-Unis ; d'autre part, en raison des mesures de rétorsion contre le Mexique, pays où de nombreuses usines japonaises de production d'automobiles se sont installées pour exporter plus facilement vers les États-Unis. Lors d'une rencontre en février 2025 avec le président américain, le premier ministre japonais avait convenu d'une coopération accrue d'un point de vue énergétique entre les deux pays et s'était engagé à se fournir davantage en GNL auprès des États-Unis pour aller vers un rééquilibrage de la balance commerciale entre les deux pays au profit des États-Unis.

La question de l'inflation constitue toujours un casse-tête pour les autorités japonaises. Ardemment attendue à la suite d'une longue période de déflation ayant débuté en 1994, l'inflation totale est supérieure à 2% depuis avril 2022 et atteignait 3,6% en février 2025.[4] Le rythme assez élevé de cette dernière permet aux syndicats de demander des progressions de salaires nominales élevées, enclenchant une boucle prix-salaires bienvenue, mais l'inflation est telle que pour le moment le pouvoir d'achat des ménages et la consommation privée en pâtissent. Pour sortir durablement de la déflation, la Banque du Japon a maintenu ses taux directeurs à zéro de février 2016 à mars 2024 (et ne les a augmentés que trois fois depuis lors) et le gouvernement a opté pour des aides gouvernementales massives depuis 2022 face au faible niveau du yen qui renchérit fortement les prix des biens importés. Ces mesures temporaires ont été régulièrement prolongées pour limiter l'impact de la hausse des prix à la pompe et des factures de gaz et d'électricité sur le budget des ménages. Le gouvernement tente de sortir de cette situation et a réduit mi-janvier 2025 les mesures d'aide à la pompe introduites en janvier 2022, tout en remettant en place de février à avril 2025 des subventions pour les factures de gaz et d'électricité (introduites en février 2023). Un autre paramètre tient à l'inflation alimentaire qui reste élevée (7,6% en février 2025) et dont le poids important dans l'inflation totale (22%, contre 17% dans la zone euro par exemple) pèse particulièrement sur le budget des ménages (encadré 11).

[1] Plusieurs usines Daihatsu, filiale de Toyota, on cessé leur production en raison d'irrégularités dans les tests de certification des moteurs diesel et de problèmes liés à des tests de sécurité en cas de collision. Ceci a entraîné un recul des immatriculations de 8,9% au premier trimestre 2024 par rapport au trimestre précédent.

[2] L'augmentation des coûts salariaux unitaires a en effet été plus que compensée par la forte progression du déflateur de la valeur ajoutée.

[3] La croissance serait plus forte en 2025 qu'en 2026, uniquement en raison de l'effet d'acquis.

[4] Au contraire, l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) reste proche de 2% (1,5% en février 2025), excluant des tensions inflationnistes structurelles.

Malgré l'inflation toujours élevée à court terme, la consommation des ménages bénéficierait de créations d'emplois et de progressions salariales favorables. Les premières négociations salariales du printemps 2025 rendues publiques par Rengo, la plus importante confédération de syndicats, prévoient des augmentations de l'ordre de 5,4%, dont 3,8% pour le salaire de base (indépendamment des 1,6% en moyenne de croissance liée à la hausse automatique à l'ancienneté des salariés). Les hausses de salaires seraient donc légèrement supérieures à celles de 2024 (5,1%) et bien plus fortes que les années précédentes. Après avoir rebondi fin 2024 et début 2025 avec la fin temporaire des mesures de soutien à l'énergie et une inflation alimentaire plus structurelle, l'inflation baisserait, à 3,3 % en 2025 en moyenne, puis 2,3% en 2026. Dans ce contexte, la BoJ qui a remonté les taux directeurs en janvier 2025, à 0,5%, augmenterait à nouveau les taux mi-2025 puis en 2026, pour atteindre 1% et le yen s'apprécierait légèrement pour atteindre 145 dollars en 2026, en raison d'un moindre écart de taux directeurs avec les Etats-Unis. Le budget supplémentaire approuvé en décembre 2024 (mesures énergétiques, aides pour les ménages à bas revenus, ...) et la hausse des dépenses dans le domaine de la défense[5] se poursuivrait en 2025, se traduisant par une politique budgétaire expansionniste en 2025. Nous faisons l'hypothèse que la politique budgétaire serait légèrement restrictive en 2026, avec la fin d'un certain nombre de mesures de soutien aux ménages.

Encadré 11. Une inflation alimentaire problématique

Après des années de déflation puis de faible inflation, celle-ci dépasse désormais 2% depuis près de 3 ans. En janvier 2025, à 4%, elle était largement supérieure à celle observée dans les autres grandes zones (3% aux États-Unis et au Royaume-Uni,2,5% dans la zone euro). Cette situation n'est pas due à l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation totale) qui est légèrement inférieure à 2% comme on l'a vu précédemment, soit nettement inférieure à ce qu'on peut observer dans les autres grands pays (3,7% au Royaume-Uni, 3,2% aux États-Unis et 2,7% dans la zone euro). Pour autant, la situation est relativement satisfaisante au Japon après des années où l'inflation sous-jacente ne progressait quasiment pas, à l'exception de la période de hausse de TVA en 2014 (figure 18.2).

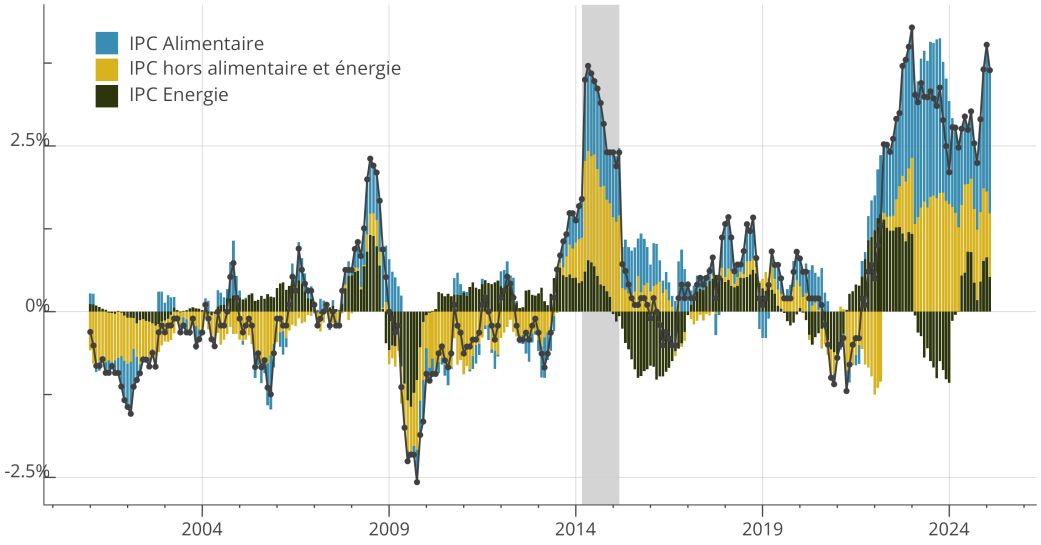
C'est désormais l'inflation alimentaire persistante qui pose des problèmes au Japon, en raison d'une part importante d'aliments importés et de l'impact de la faiblesse du yen sur les prix de ces produits. Du point de vue de l'inflation énergétique, la situation est globalement plus maîtrisée grâce à la baisse du prix du pétrole, même si le gouvernement intervient régulièrement pour limiter la hausse des prix pour les ménages. En février 2025, sur une inflation globale de 3,6%, la contribution de l'inflation sous-jacente n'était que de 1 point de pourcentage, celle de l'énergie de 0,5 point (en léger reflux grâce aux mesures sur l'électricité) et celle de l'alimentation de 2,2 points.

Alors que la Banque du Japon considérait auparavant que l'inflation alimentaire était temporaire et issue de l'inflation des matières premières alimentaires, le gouverneur s'inquiète désormais de sa persistance et d'un potentiel effet sur les anticipations d'inflation des agents privés. À cet égard, la hausse particulièrement élevée du prix du

[5] Le budget pour la défense est passé de 0,9 % du PIB durant l'année fiscale 2022 à 1,3% pour l'année fiscale 2024. L'augmentation serait de 0,2 point de PIB pour l'années fiscale 2025. L'objectif est d'atteindre 2% en 2027.

riz (+81% en février 2025) est emblématique, et sa contribution à l'inflation a atteint 0,5 point sur ce mois malgré son faible poids dans l'indice des prix (0,6%). Les conditions climatiques ont été défavorables en 2024 et le gouvernement a décidé de vendre une partie de ses réserves de riz pour limiter la hausse des prix. Cette offre devrait être disponible à partir d'avril 2025, mais le prix du riz progresserait toujours fortement jusqu'à la récolte de l'été 2025 qui aura lieu en septembre prochain.
Dans ses dernières prévisions de janvier, la Banque du Japon prévoit ainsi une croissance des prix à la consommation hors produits alimentaires frais de 2,4% durant l'année fiscale 2025 et égale à son objectif de 2% durant l'année fiscale 2026.

Figure 18.2. Contribution des composantes alimentaire et énergétique à l'inflation



Note : La période grisée correspond à une augmentation de la TVA.
Sources : Banque du Japon, prévision OFCE avril 2025.

(a) Bank of Japan (2025). Outlook for Economic Activity and Prices, January 2025.

Tableau 18.1. Prévisions 2025-2026 pour le Japon

	2024		2025				2024	2025	2026
en %	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB[a]	**0,4**	**0,6**	**0,1**	**0,1**	**0,1**	**0,1**	**0,1**	**1,1**	**0,6**
PIB par habitant[a]	0,5	0,7	0,2	0,3	0,3	0,3	0,6	1,6	1,1
Consommation ménages[a]	0,7	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,0	0,9	0,6
Consommation publique[a]	0,1	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,9	0,7	0,2
FBCF totale[a,b]	-0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	1,1	0,8
dont : productive privée[a]	0,0	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,7	1,2	0,8
logement[a]	0,5	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-2,4	0,2	-0,4
APU[a,b]	-1,2	-0,7	0,2	0,2	0,2	0,2	-1,2	0,7	0,8
Exportations[a,c]	1,5	1,0	1,5	0,1	0,5	0,5	1,0	3,9	1,9
Importations[a,c]	2,0	-2,1	1,5	0,2	0,6	0,5	1,3	2,2	2,0
Demande intérieure[a,d,e]	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3	0,9	0,6
Variations de stocks[a,e]	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0
Commerce extérieur[a,c,e]	-0,1	0,6	0,0	-0,0	-0,0	0,0	-0,0	0,4	0,0
Inflation[f]	2,8	2,9	3,5	3,3	3,1	3,1	2,7	3,3	2,3
Taux de chômage[g]	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Déficit public[h]	—	—	—	—	—	—	5,0	5,0	4,6
Dette publique[h]	—	—	—	—	—	—	247	242	240

[a]En volume, aux prix chaînés. [b]FBCF : Formation Brute de Capital Fixe ; APU : Administrations Publiques. [c]Biens et services. [d]Demande intérieure hors variation de stocks. [e]Contribution à la croissance du PIB. [f]Evolution de l'indice des prix de consommation harmonisés (IPCH, sauf USA et France IPC). Pour les trimestres, glissement annuel (T/T(-4)) des prix. Pour les années, croissance moyenne annuelle des prix. [g]Au sens du BIT, en % de la population active. Pour les trimestres moyenne trimestrielle, pour les années, moyenne annuelle. [h]En % du PIB annuel, en fin d'année.
Sources : Official Statistics of Japan, Cabinet Office, FMI, prévision OFCE avril 2025.

Chapitre 19

Chine : impossible n'est pas chinois

En 2024, la croissance chinoise a officiellement atteint l'objectif de 5 % fixé par le gouvernement, objectif qui semblait pourtant ambitieux il y a six mois, lorsque nous avions prévu une croissance de 4,7 %[1] (tableau 19.1). La croissance trimestrielle du PIB avait baissé de 1,5 % au premier trimestre à 0,6 % au deuxième et les indicateurs conjoncturels suggéraient un ralentissement de la demande intérieure. Les ventes de détail étaient en hausse de 2,7 % seulement sur un an en valeur en août 2024, contre 4,6 % un an plus tôt, l'inflation demeurant proche de 0 ; les investissements (hors secteur immobilier) avaient augmenté de 3,4 % en valeur sur les huit premiers mois de 2024 par rapport huit premiers mois de 2023, à peine plus que sur la même période un an plus tôt ; la baisse des investissements des promoteurs immobiliers se poursuivait à un rythme annuel de l'ordre de 10 % (en valeur). Cela avait conduit le gouvernement et la Banque centrale à annoncer à l'automne 2024 des mesures de soutien à l'activité, qui était alors principalement tirée par les exportations, tandis que les importations ralentissaient. Selon les comptes nationaux, la croissance du PIB a accéléré à 1,5 % dès le troisième trimestre et a été de 1,6 % au quatrième. Au total, la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB a été de 1,5 point en 2024, après avoir été négative de 0,6 point en 2023, tandis que la contribution de la consommation ralentissait de 4,6 à 2,2 et celle de l'investissement restait pratiquement stable, de 1,4 à 1,3.

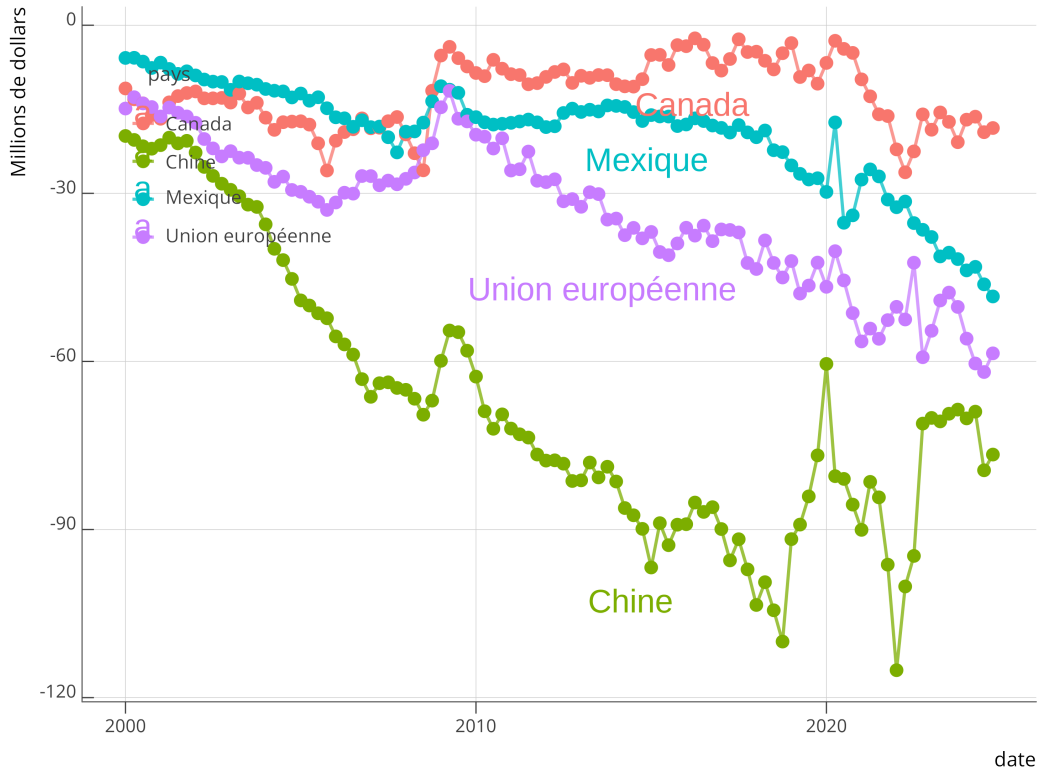
Selon les données du *World Trade Monitor* du CPB, les seules exportations chinoises de marchandises ont augmenté de 16 % en volume sur un an en décembre 2024 (13 % un an plus tôt), tandis que les importations affichaient une hausse inférieure à 2 % (6 % un an plus tôt). Les exportateurs chinois de marchandises, grâce par une demande porteuse (en particulier de véhicules électriques) et une compétitivité-prix favorable ont gagné 13 points de parts de marché en 2024. Ce fort dynamisme des exportations, qui était aussi en partie tiré à la fin de 2024 par la hausse des importations des Etats-Unis, par anticipation de hausse des droits de douane en 2025, risque cependant d'être freiné par la mise en place effective de ces hausses (encadré 12).

[1] Voir : Chine : Eviter les zones de turbulence, in Perspectives de l'économie mondiale 2024-2025, *Revue de l'OFCE* 187, 2024.

Encadré 12. L'impact de la hausse des droits de douane sur l'économie chinoise

Donald Trump, peu de temps après son arrivée à la Maison-Blanche, a augmenté les droits de douane de 10 points sur l'ensemble des importations de marchandises chinoises aux Etats-Unis, à partir du 4 février 2025 puis de 10 points supplémentaires à partir du 4 mars. Selon les données du Bureau of Economic Analysis (BEA), les importations chinoises aux Etats-Unis ont atteint 439 milliards de dollars en 2024. La Chine arrive en deuxième position des pays exportateurs aux Etats-Unis, derrière le Mexique (516 milliards) et devant le Canada (420 milliards), l'UE dans son ensemble comptant pour 609 milliards de dollars (dont 161 pour l'Allemagne). La Chine représente toujours le premier déficit bilatéral des Etats-Unis (295 milliards en 2024), même si celui-ci a arrêté de se creuser depuis deux ans, contrairement aux déficits bilatéraux américains vis-à-vis du Mexique ou de l'UE (figure 19.1).

Figure 19.1. Principaux déficits bilatéraux de marchandises des Etats-Unis



Sources : U.S. Bureau of Economic Analysis, prévision OFCE avril 2025.

Les exportations de marchandises chinoises vers les Etats-Unis représentent environ 2,4 % du PIB chinois. Si l'on suppose que les exportateurs chinois ne répercuteront que la moitié de la hausse de 20 points des droits de douane sur leurs prix aux Etats-Unis et si l'on retient une élasticité des prix à l'exportation de l'ordre de 2, la hausse des droits de douane aurait un impact direct de -0,4 % sur le PIB chinois. Par ailleurs, le gouvernement chinois a annoncé en représailles des hausses de 10 à 15 points des droits de douane sur les importations chinoises agricoles en provenance des Etats-Unis à partir de mars,

mais ces mesures ne portent au total que sur 33 milliards de dollars. Précisons qu'un impact de -0,4 % du PIB est une borne supérieure, par rapport à ce que suggèrent les études récentes, publiées sur la base de différents modèles et scénarios.
Selon le modèle d'équilibre général de la Tax Foundation (York et Durante, 2025), les hausses de droits de douane effectives (dont 20 points sur les importations en provenance de Chine, mais aussi les hausses annoncées pour les importations des autres pays), n'aurait un impact que de -0,1 point sur le PIB chinois. L'OCDE (mars 2025), estime qu'une hausse de 10 points des droits de douane sur les importations, hors matières premières, des Etats-Unis, qui serait suivie en représailles d'une hausse similaire des droits de douane sur les importations américaines dans tous les pays, aurait un impact de -0,3 point à trois ans sur le PIB mondial, et de -0,1 point de PIB sur le PIB chinois. Bouët et al. (2025), dans un scénario où les droits de douane américains seraient augmentés de 10 points vis-à-vis de tous les pays (hors Canada et Mexique) estiment que l'impact serait de -0,1 point de PIB pour la Chine et atteindrait -1,1 point de PIB si seuls les droits de douane des exportations chinoises vers les Etats-Unis étaient augmentés de 60 points, comme cela était envisagé par le candidat Trump. On peut craindre que ces études surestiment la faculté des différents pays frappés par les hausses de droits de douane à réallouer leurs exportations. Mais, au total, on peut s'attendre à un effet négatif de la hausse des droits de douane, qui ne serait pas de nature à remettre fortement en cause la dynamique de croissance de la Chine.

(a) Bouët Antoine, Leysa Maty Sall &Yu Zheng, 2025 : « Towards a Trade War in 2025: Real Threats for the World Economy, False Promises for the US », CEPII Working Paper, No 2025-03.
(b) OCDE, 2025 : Perspectives économiques, mars. York Erica, Durante Alex (2025) : « Trump Tariffs: Tracking the Economic Impact of the Trump Trade War », Tax foundation, mars.

Dans un environnement international de plus en plus incertain et face au risque d'un ralentissement des exportations à court terme du fait de la montée des tensions commerciales, le gouvernement chinois a néanmoins fixé à nouveau un objectif de croissance de 5 % pour 2025, lors de l'ouverture début mars du congrès annuel des « deux sessions »[2]. Il a annoncé souhaiter fortement stimuler la consommation et la demande intérieure. Ce plan, non détaillé à ce jour, comprendrait notamment une revalorisation du salaire minimum, une hausse des dépenses d'éducation et la mise en place de subventions pour la garde d'enfants.

Alors que la production industrielle a légèrement ralenti à 5,9 % sur un an en février, (contre 6,2 % en décembre, 7 % en février 2024), le gouvernement souhaite faire accélérer la consommation des ménages. Les ventes de détail étaient en hausse de 4 % sur un an en valeur en février 2025 (contre 3,5 % un an plus tôt), alors que l'indice des prix à la consommation affichait un recul de 0,7 % sur un an en février. La baisse des prix est surtout prononcée pour les produits alimentaires (- 3,3 % sur un an), mais les prix des autres produits sont en légère baisse (- 0,1 %). Le taux de chômage urbain aurait légèrement augmenté en début d'année, de 0,2 point entre janvier et février, ce qui est habituel en début d'année (lors des congés du Nouvel an), pour atteindre 5,4 %, soit un niveau similaire au taux de chômage du début 2019. au m Enfin, en 2024, les ménages ont maintenu leur taux d'épargne inchangé par rapport à 2023 à 31,7 %, soit au-dessus du niveau d'avant crise (30 %).

[2] Réunion annuelle rassemblant les représentants du Parlement et d'une Assemblée consultative.

Le gouvernement remet donc à l'ordre du jour l'objectif de rééquilibrage de la croissance chinoise en faveur de la demande intérieure, qu'il avait mis en retrait depuis le début de la crise immobilière, tout en poursuivant la stratégie de montée en gamme de la Chine dans des secteurs de haute technologie, dont l'intelligence artificielle. Par ailleurs, il met en place des mesures pour accroître le tourisme étranger (suppression des visas de tourisme de moins de 30 jours les voyageurs de 38 pays d'Asie et d'Europe, dont la France) et au développement du tourisme de neige.

Selon le FMI (*Fiscal Monitor*, octobre 2024), la politique budgétaire aurait eu une impulsion de 0,6 point de PIB en 2024 et resterait légèrement expansionniste cette année et l'an prochain (de 0,2 point par an). Sous les hypothèses de croissance du FMI (4,8 % en 2024, 4,5 % en 2025 et 4,1 % en 2026), le déficit public, qui avait atteint 7,4 % du PIB en 2024, se creuserait légèrement à 7,6 % du PIB en 2025 et 7,7 % du PIB en 2026 ; la dette publique rapportée au PIB augmenterait de 8 points entre 2024 et 2026, où elle atteindrait 97 % du PIB. Sous nos hypothèses de croissance, le déficit se creuserait un peu moins que prévu par le FMI du fait de la plus forte croissance, mais cela serait effacé par un soutien budgétaire plus important. A ce jour, le gouvernement n'a pas communiqué de chiffres sur l'ampleur de ce soutien budgétaire, qui sera vraisemblablement adapté en fonction de l'évolution des exportations. Nous supposons que le gouvernement évitera cependant de trop creuser le déficit public, alors que la dette publique a augmenté de 40 points de PIB depuis le début de la crise COVID. La question de l'assainissement du secteur immobilier est reléguée à l'arrière-plan, mais l'ajustement n'est pas achevé.

Ainsi, la croissance serait de 4,8 % cette année, proche de l'objectif du gouvernement et de 4,5 % l'an prochain (tableau). La contribution du commerce extérieur à la croissance s'atténuerait, mais resterait positive ; la contribution de la consommation et de l'investissement se renforceraient, passant respectivement de 2 à 2,4 points de PIB, et de 1,5 à 1,7 points. L'inflation resterait faible en Chine dans ce scénario où la demande ne serait qu'en léger ralentissement, en l'absence d'une escalade de la guerre commerciale avec les Etats-Unis.

Tableau 19.1. Synthèse des prévisions

	2022	2023	2024	2025	2026
Évolutions					
PIB	3.1	5.4	5.0	4.8	4.5
Consommation	2.7	8.5	4.0	3.6	4.3
Investissement	2.8	3.3	3.1	3.8	4.3
Exportations	3.1	2.3	10.0	7.8	4.6
Importations	1.0	6.4	2.7	2.0	3.4
Contributions					
Consommation	1.5	4.6	2.2	2.0	2.4
Investissement	1.1	1.4	1.3	1.5	1.7
Exportations nettes	0.4	-0.6	1.5	1.2	0.4
Exportations	0.6	0.5	1.9	1.6	1.0
Importations	0.2	1.0	0.4	0.3	0.5

Note : estimations pour les exportations et importations.
Sources : National Bureau of Statistics of China, Prévisions OFCE

Références

Bloom N., Van Reenen J., Williams H. (2019). « A toolkit of policies to promote innovation », *Journal of economic perspectives*, *33*, n° 3, p. 163 184.

Bouët A., Sall L.M., Zheng Y. (2024). « Trump 2.0 Tariffs: What Cost for the World Economy? », CEPII Policy Brief, 2024-49, CEPII.

Cavallo A., Gopinath G., Neiman B., Tang J. (2021). « Tariff Pass-Through at the Border and at the Store: Evidence from US Trade Policy », *American Economic Review: Insights*, *3*, n° 1, p. 19 34.

Choi J., Doh T., Foerster A., Martinez Z., others (2022). « Monetary policy stance is tighter than federal funds rate », *FRBSF Economic Letter*, *30*, p. 1 5.

Commission européenne (2025a). « Déclaration de la Présidente von der Leyen sur le paquet défense »,.

Commission européenne (2025b). « La Commission dévoile le livre blanc pour une défense européenne et le plan ReArm Europe/Préparation à l'horizon 2030 »,.

Commission européenne (2025c). « Communication sur la prise en compte de l'augmentation des dépenses en matière de défense, et la fiche d'information sur le plan ReArm Europe/Préparation à l'horizon 2030 »,.

Conseil européen (2025b). « Proposition de règlement établissant l'instrument Agir pour la sécurité en Europe (SAFE) »,.

Conseil européen (2025a). « Fiche d'information sur le plan ReArm Europe/Préparation à l'horizon 2030 »,.

Costinot A., Rodríguez-Clare A. (2014). « Chapter 4 - Trade Theory with Numbers: Quantifying the Consequences of Globalization », dans Gopinath G., Helpman E., Rogoff K. (dirs.), *Handbook of International Economics*, Elsevier (Handbook of International Economics), p. 197 261.

Decreux Y., Valin H. (2007). « MIRAGE, Updated Version of the Model for Trade Policy Analysis: Focus on Agriculture and Dynamics », Working Papers, 2007-15, CEPII.

Du W., Forbes K., Luzzetti M. (2024). « Quantitative Tightening Around the Globe: What Have We Learned? »

Insee (2024). « Note de conjoncture (juillet) »,.

Malizard J. (2015). « Does military expenditure crowd out private investment? A disaggregated perspective for the case of France », *Economic Modelling*, *46*, p. 44 52.

McKibbin W.J., Wilcoxen P.J. (2013). « Chapter 15 - A Global Approach to Energy and the Environment: The G-Cubed Model », dans Dixon P.B., Jorgenson D.W. (dirs.), *Handbook of Computable General Equilibrium Modeling SET, Vols. 1A and 1B*, Elsevier (Handbook of Computable General Equilibrium Modeling), p. 995 1068.

McKibbin W., Hogan M., Noland M. (2024). « The international economic implications of a second Trump presidency », Peterson Institute.

McKibbin W., Noland M. (2025). « Modeling a US-EU trade war: Tariffs won't improve US global trade balance », Peterson Institute.

Miran S. (2024). « A User's Guide to Restructuring the Global Trading System », Hudson Bay Capital.

Moretti E., Steinwender C., Van Reenen J. (2025). « The intellectual spoils of war? Defense R&D, productivity, and international spillovers », *Review of Economics and Statistics*, *107*, n° 1, p. 14 27.

Observatoire économique de la défense (2024). « Annuaire statistique de la Défense 2011-2012 »,.

Ramey V.A. (2019). « Ten years after the financial crisis: What have we learned from the renaissance in fiscal research? », *Journal of Economic Perspectives*, *33*, n° 2, p. 89 114.