

Revue de l'OFCE

191

2025/4

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2025-2026

Monde

Jusqu'ici la croissance résiste

France

Déficit de confiance

Études spéciales

Comment expliquer le taux d'épargne élevé en France ?

Trumponomics

Les effets de la politique économique de Donald Trump

OFCE

L'Observatoire français des conjonctures économiques est un organisme indépendant de prévision, de recherche et d'évaluation des politiques publiques. Créé par une convention passée entre l'État et la Fondation nationale des sciences politiques approuvée par le décret n° 81.175 du 11 février 1981, l'OFCE regroupe plus de 40 chercheurs (es) français et étrangers. « Mettre au service du débat public en économie les fruits de la rigueur scientifique et de l'indépendance universitaire », telle est la mission que l'OFCE remplit en conduisant des travaux théoriques et empiriques, en participant aux réseaux scientifiques internationaux, en assurant une présence régulière dans les médias et en coopérant étroitement avec les pouvoirs publics français et européens. Philippe Weil a présidé l'OFCE de 2011 à 2013, à la suite de Jean-Paul Fitoussi, qui a succédé en 1989 au fondateur de l'OFCE, Jean-Marcel Jeanneney. Depuis 2014, Xavier Ragot préside l'OFCE. Il est assisté d'un conseil scientifique qui délibère sur l'orientation de ses travaux et l'utilisation des moyens.

Président

Xavier Ragot.

Direction

Jérôme Creel, Anne Epaulard, Estelle Frisquet, Sarah Guillou, Éric Heyer, Xavier Timbeau.

Comité de rédaction

Guillaume Allègre, Luc Arrondel, Cécile Bastidon, Frédérique Bec, Christophe Blot, Carole Bonnet, Virginie Coudert, Brigitte Dormont, Sarah Guillou, Meriem Hamdi-Cherif, Éloi Laurent, Anne Lavigne, Florence Legros, Mauro Napoletano, Maxime Parodi, Mathieu Plane, Corinne Prost, Muriel Pucci, Romain Rancière, Raul Sampognaro, Michaël Sicsic et Grégory Verdugo.

Publication

Xavier Ragot, *directeur de la publication*

Vincent Touzé, *rédacteur en chef*

Najette Moumami, *responsable de production*

Contact

OFCE, 10, place de Catalogne 75014 Paris

Tel. : +33(0)1 44 18 54 19

web : www.ofce.sciences-po.fr

Sommaire

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2025-2026

Sous la direction d'Éric Heyer et de Xavier Timbeau

Présentation générale	5
Éric Heyer et de Xavier Timbeau	

PRÉVISION

Jusqu'ici la croissance résiste	9
<i>Perspectives 2025-2026 pour l'économie mondiale</i> Département analyse et prévision	
Déficit de confiance	53
<i>Perspectives 2025-2026 pour l'économie française</i> Département analyse et prévision	
Analyses pays	101

ÉTUDES SPÉCIALES

Comment expliquer le taux d'épargne élevé en France ?	165
<i>Nouvelle estimation de l'équation de consommation</i> Clémence Briodeau	
Trumponomics	191
<i>Les effets de la politique économique de Donald Trump</i> Christophe Blot	
<i>Index des graphiques, tableaux et encadrés</i>	215
<i>Liste des abréviations de pays</i>	219

Les propos des auteurs et les opinions qu'ils expriment n'engagent qu'eux-mêmes et non les institutions auxquelles ils appartiennent.

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2025-2026

Éric Heyer et Xavier Timbeau

Sciences Po, OFCE

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

Le premier article, intitulé « **Jusqu'ici la croissance résiste** », présente le scénario de prévision pour l'économie mondiale et la zone euro.

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

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

Le deuxième article détaille l'analyse conjoncturelle de l'économie française. Il s'intitule « **Déficit de confiance** ».

Dans un contexte politique particulièrement incertain, le PIB augmenterait de 0,7 % cette année et de 0,7 % également en 2026. Ce scénario repose sur l'hypothèse de l'adoption d'un budget pour 2026 cohérent avec le programme de stabilité de moyen terme (PSMT). Si la France se trouvait dans l'incapacité d'adopter un budget ou alors un budget très différent de la trajectoire envoyée à la Commission en avril 2025, notre prévision serait amenée à être révisée, tant en raison des effets attendus de la politique budgétaire que de ceux liés à l'incertitude ou à l'évolution des taux. Dans un environnement marqué par l'incertitude, l'investissement des entreprises continuerait à s'ajuster en 2025 et 2026 (-1,3 % en 2025 et -1,7 % en 2026) et l'emploi salarié marchand se contracterait, amplifié par la réduction du soutien des politiques de l'emploi. L'emploi total diminuerait de 160 000 sur la période 2025-2026 et le taux de chômage progresserait de 7,5 % à la mi-2025 à 8,2 % à la fin 2026. Le pouvoir d'achat des ménages augmenterait légèrement en 2025 (+0,6 % par unité de consommation) avant de se contracter en 2026 (-0,4 %) et le taux d'épargne, marqué par une surépargne financière historiquement élevée, se réduirait de façon modérée. Il atteindrait 18 % au 4^e trimestre 2026 (contre 18,9 % au 2^e trimestre 2025), ce qui reste un niveau largement supérieur à celui pré-Covid. Sous l'hypothèse de l'adoption d'un budget aligné sur l'effort structurel du rapport d'avancement annuel, le déficit public de la France passerait de 5,4 % en 2025 à 5 % du PIB en 2026 (après 5,8 % en 2024). Malgré cette baisse, la dette publique augmenterait significativement entre 2024 et 2026, passant de 113,2 % du PIB en 2024 à 117,6 % en 2026.

Deux études spéciales complètent et enrichissent l'analyse conjoncturelle.

Dans la première étude, intitulée « **Comment expliquer le taux d'épargne élevé en France ? Nouvelle estimation de l'équation de consommation** », Clémence Briodeau se propose d'étudier les facteurs susceptibles d'expliquer la hausse du taux d'épargne en France. En effet, au troisième trimestre 2025, le taux d'épargne des ménages français s'établit à 18,4 % du revenu disponible brut (RDB), après

18,7 % au trimestre précédent. Depuis la crise Covid, il se maintient à un niveau élevé et dépasse encore de 3,8 points son niveau d'avant-crise. Après deux décennies de stabilité – autour de 14,6 % du RDB en moyenne entre 2000 et 2019 –, la crise sanitaire et les mesures de confinement ont fortement contraint la consommation, entraînant une hausse brutale du taux d'épargne. S'il s'est ensuite partiellement replié, il est reparti à la hausse mi-2022 au moment du choc inflationniste, et continue d'augmenter depuis la fin de l'année 2023. Sa composition a également évolué : cette « surépargne » s'est majoritairement orientée vers l'épargne financière, dont le taux avoisine désormais 10 % du RDB, deux fois plus qu'avant la crise Covid. Après une revue de littérature sur les déterminants traditionnels de l'épargne, l'auteure présente une équation de la consommation des ménages pour la période pré-Covid. Elle montre ensuite que cette équation doit être réestimée pour parvenir à expliquer l'évolution récente du taux d'épargne. Enfin, elle analyse l'émergence d'un facteur supplémentaire sur la période récente : l'incertitude.

La seconde étude spéciale s'intitule « **Trumponomics : les effets de la politique économique de Donald Trump** », écrite par Christophe Blot.

Dès son retour à la Maison-Blanche en janvier 2025, Donald Trump a commencé à mettre en œuvre son programme économique. Convaincu que les États-Unis sont désavantagés par l'ordre économique mondial, il a rapidement annoncé des augmentations des droits de douane. Alors qu'en 2018, les mesures ciblaient principalement la Chine, ce nouvel épisode de guerre commerciale vise un ensemble plus large de pays et de biens, si bien que le niveau des tarifs imposés fin 2025 retrouve celui observé à la fin des années 1930. Le deuxième grand volet de sa politique économique porte sur la politique budgétaire. Le 4 juillet 2025, jour de la fête nationale américaine, Donald Trump promulguait la loi budgétaire OBBBA (*One Big Beautiful Bill Act*). Bien que le début du mandat ait été marqué par une communication importante sur les coupes budgétaires, les choix faits en matière de politique budgétaire se traduiront surtout par une baisse des impôts, financée par un accroissement de la dette publique.

Du côté de la politique monétaire, bien que la banque centrale américaine soit indépendante, Donald Trump exerce une pression régulière sur la Réserve fédérale pour qu'elle baisse les taux d'intérêt. Il critique régulièrement son président, Jerome Powell, qu'il avait

lui-même nommé en février 2018 et dont le mandat se termine en mai 2026. Donald Trump pourra donc désigner son successeur, ce qui lui donnera l'opportunité de renforcer son influence sur l'orientation de la politique monétaire, soulevant la question de l'indépendance de la Réserve fédérale si ce n'est de *jure*, au moins *de facto*.

Du côté de la politique de l'offre, le président américain mise sur une baisse des prix de l'énergie en incitant à la production d'énergies fossiles. Il souhaite également renforcer le rôle de leader des États-Unis sur l'intelligence artificielle (IA), ce qui se traduit par la mise en œuvre d'un plan d'action permettant de favoriser les investissements. Ces choix pourraient cependant amplifier l'emballement spéculatif sur le marché boursier, ce qui pose la question de l'émergence d'une bulle et des conséquences d'un éventuel retournement des prix.

Pour l'administration Trump, cette politique économique doit favoriser la croissance, créer plus d'emplois, notamment dans l'industrie, et redonner du pouvoir d'achat aux ménages. L'objectif de cet article est d'analyser les grandes orientations économiques de ce second mandat à l'aune de ces différents indicateurs. À court terme, même si l'économie américaine parviendrait à maintenir une trajectoire de croissance plus élevée que dans la zone euro, l'activité ralentirait par rapport à 2024, l'inflation augmenterait et les inégalités devraient se creuser notamment du fait des pertes de pouvoir d'achat pour les ménages les moins aisés.

Jusqu'ici la croissance résiste

Perspectives 2025-2026 pour l'économie mondiale

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

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

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

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

Perspectives 2025-2026 pour l'économie mondiale

1. Synthèse : Jusqu'ici la croissance résiste	11
1.1 La guerre commerciale est déclarée	11
1.2 Vers une baisse de l'inflation	16
1.3 Politiques économiques : frein ou soutien ?	19
1.4 La croissance fait de la résistance	22
2. Finances publiques : hétérogénéités de rigueurs	27
2.1 Politique budgétaire américaine : la fuite en avant expansionniste	27
2.2 Europe : l'Allemagne à contre-courant	28
3. La Réserve fédérale sous pression	33
3.1 La politique monétaire suit l'inflation	33
3.2 To Trump or not to Trump	33
3.3 La BCE sereine ?	37
4. L'inflation se repose.	39
4.1 De 20 à 30 % de prix cumulés dans les pays développés	39
4.2 Une modération globale des prix des biens industriels non énergétiques	43
5. Trade Wars : la rébellion passe des accords	47
5.1 « <i>Beautiful deals</i> » ou marchés de dupes ?	47
5.2 Des effets déjà visibles sur le commerce international	48
5.3 Qui paie la taxe douanière pour le moment ?	50
5.4 Un impact économique limité sous nos hypothèses	52

1. Synthèse : Jusqu'ici la croissance résiste

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

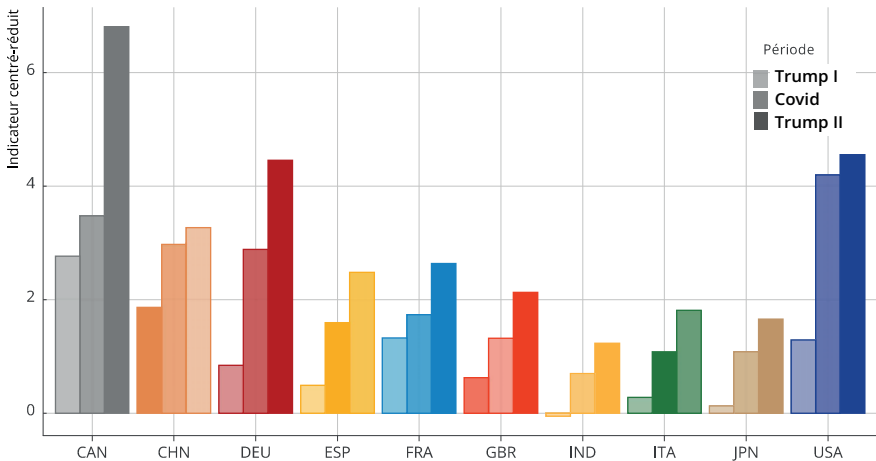
1.1. La guerre commerciale est déclarée

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

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

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

Graphique 1.1. Indicateurs d'incertitude de politique économique



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

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

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

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

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

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

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

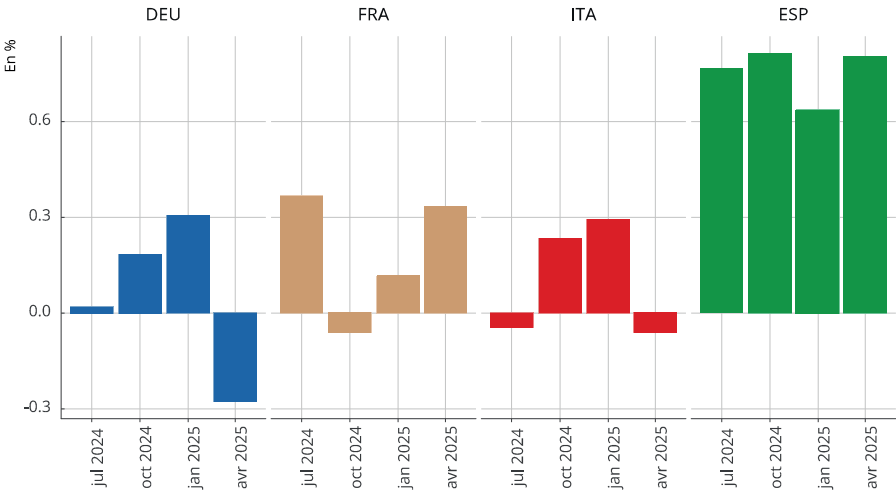
3. Par exemple, le PIB du Canada a baissé de 0,4 % au deuxième trimestre en raison d'une forte réduction des exportations.

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

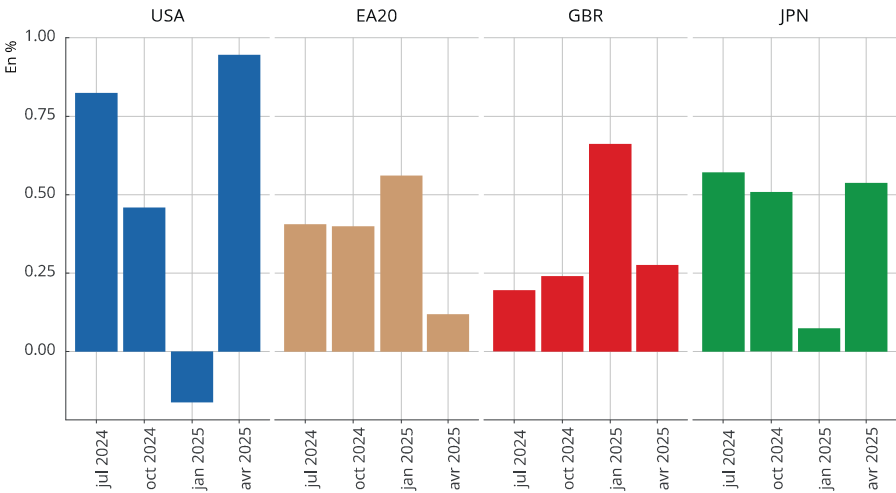
trimestre (graphique 1.2c). L'économie mexicaine est certes très dépendante des importations américaines, mais les biens couverts par l'AEUMC (Accords États-Unis, Mexique, Canada) sont exclus des nouveaux droits.

Graphique 1.2ab. Dynamique du PIB dans les principales économies

a) Zone euro



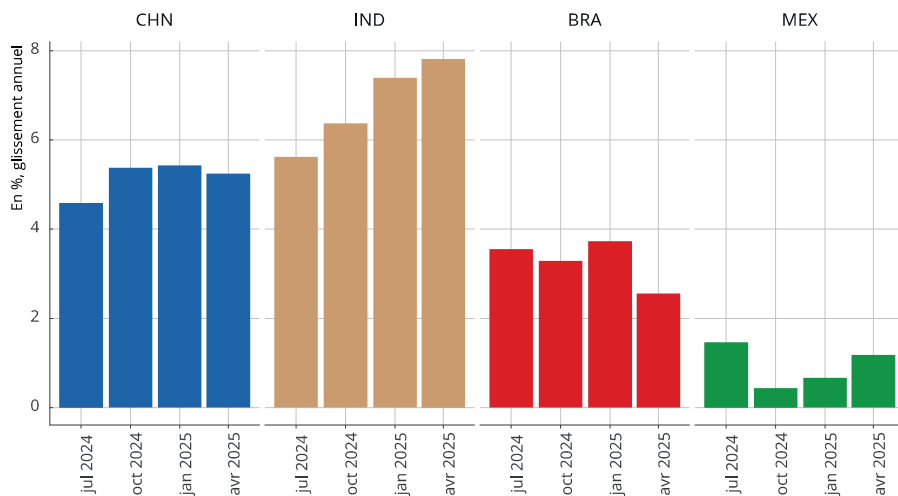
b) Principaux pays industrialisés



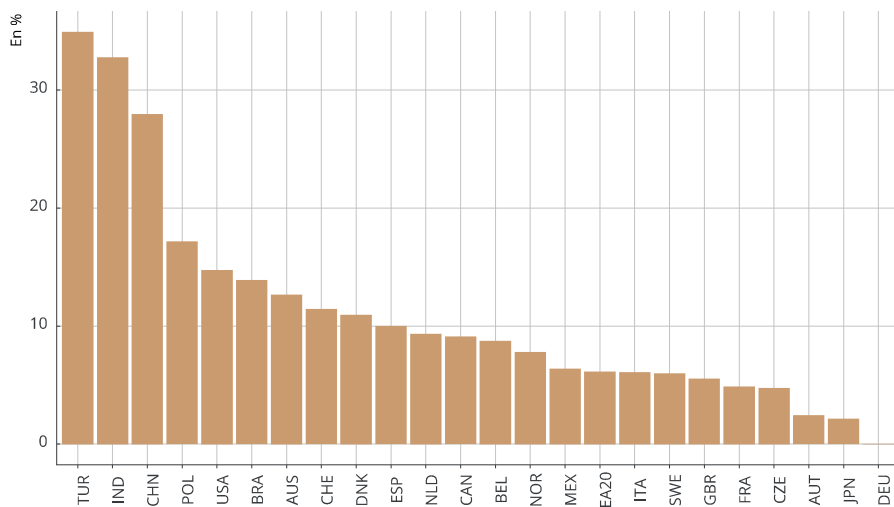
Sources : Comptes nationaux (OCDE), prévision OFCE octobre 2025.

Graphique 1.2cd. Dynamique du PIB dans les principales économies

c) Principaux pays émergents



d) Écart de PIB par rapport à 2019



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

1.2. Vers une baisse de l'inflation

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

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

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

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

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

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

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

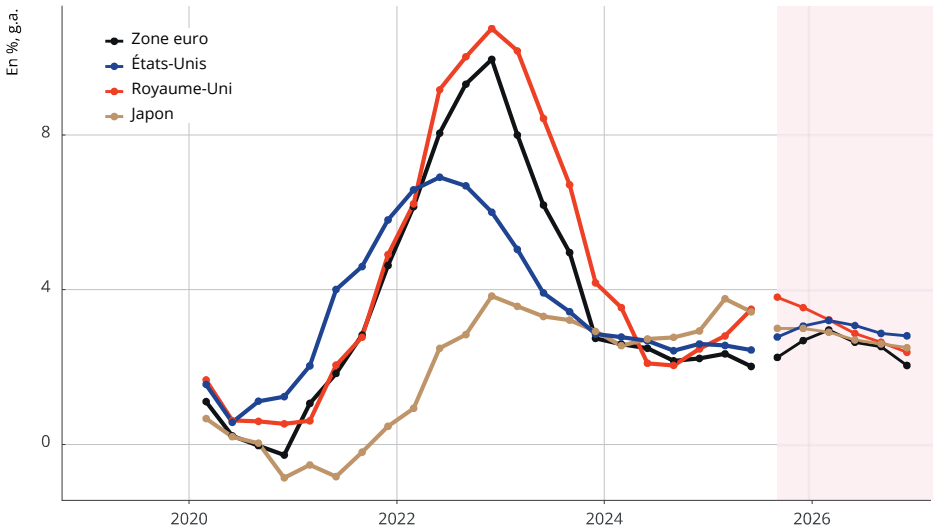
Dans la zone euro, après un léger rebond temporaire jusqu'au premier trimestre 2026, du fait d'une moindre contribution négative des prix de l'énergie, l'inflation reviendrait vers 2 %. Ce niveau refléterait toutefois des évolutions contrastées à l'intérieur de la zone euro. Alors que l'inflation baisserait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

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

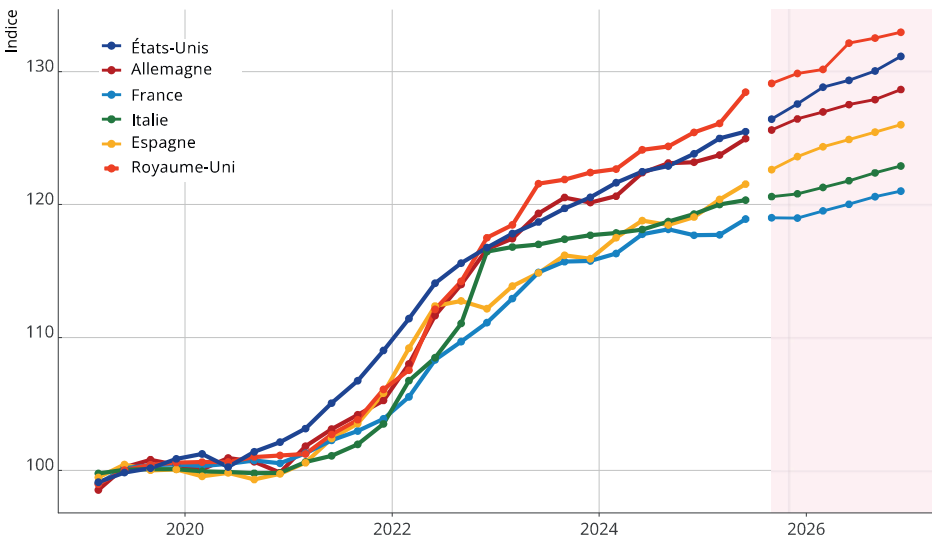
7. Effets qui pourraient en outre être amplifiés par la baisse de la valeur du dollar.

Graphique 1.3. Inflation en niveau

a) Inflation en glissement annuel



b) Indice de prix



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

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

1.3. Politiques économiques : frein ou soutien ?

Les banques centrales en soutien

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

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

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

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

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

Les politiques budgétaires face au mur de la dette

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

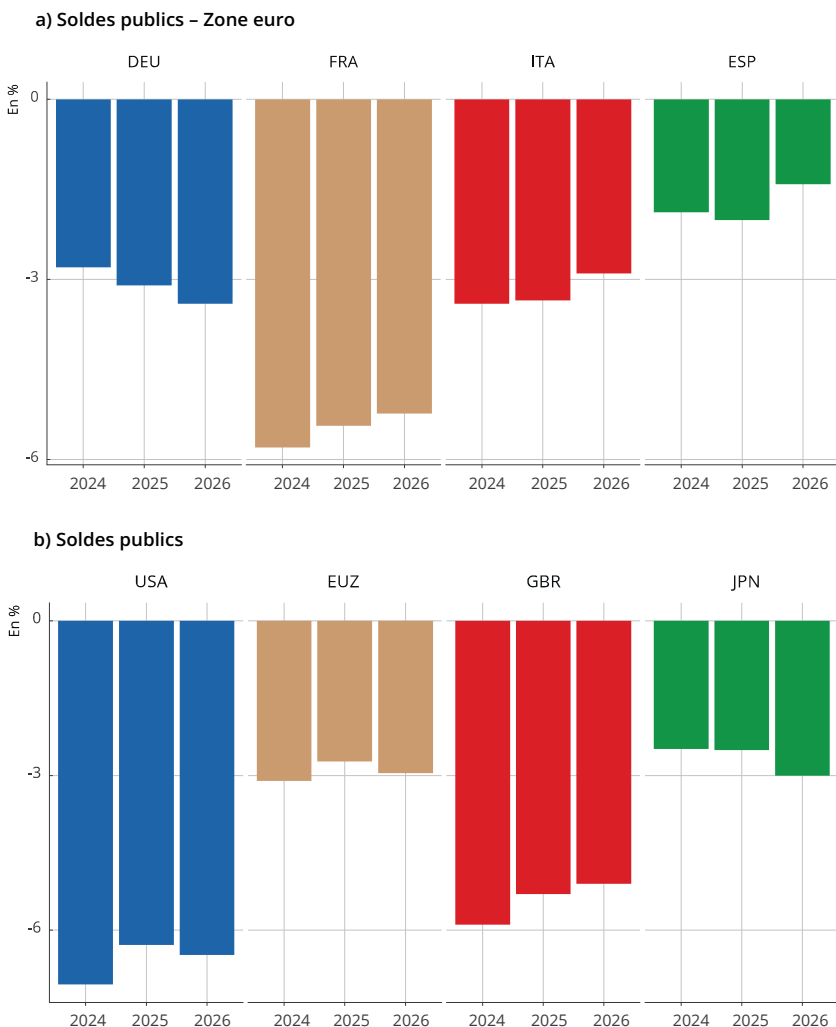
Ainsi, l'administration Trump a fait le choix de nouvelles mesures d'allègements fiscaux qui seront certes compensées par des coupes dans les dépenses sociales elles-mêmes compensées par une augmentation des autres dépenses, notamment militaires et de sécurité intérieure. En 2025, l'effet lié à la réduction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

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

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

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

Graphique 1.4. Solde budgétaire



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

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

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

1.4. La croissance fait de la résistance

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

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

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

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

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

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

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

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

Tableau 1.1. Prévisions de croissance mondiale (en %)

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

Note : Pondération selon le PIB et les PPA de 2014 estimés par le FMI.

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

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

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

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

Source : Prévission OFCE octobre 2025.

2. Finances publiques : hétérogénéités de rigueurs

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

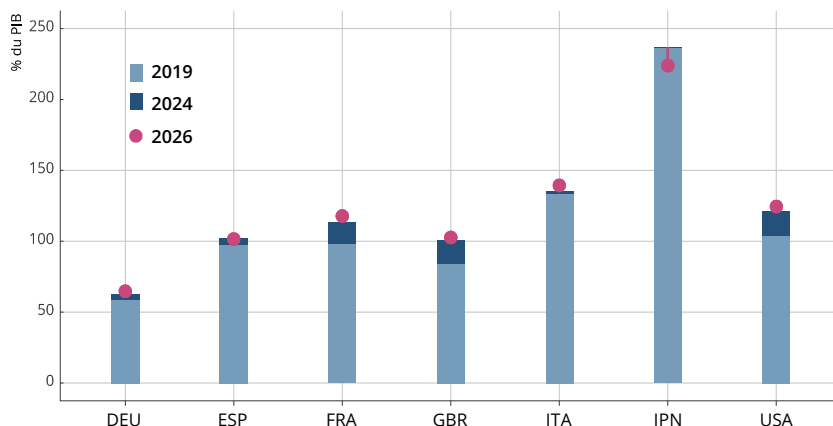
2.1. Politique budgétaire américaine : la fuite en avant expansionniste

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

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

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

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



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

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

Sources : FMI, Eurostat, prévisions OFCE octobre 2025.

2.2. Europe : l'Allemagne à contre-courant

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

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

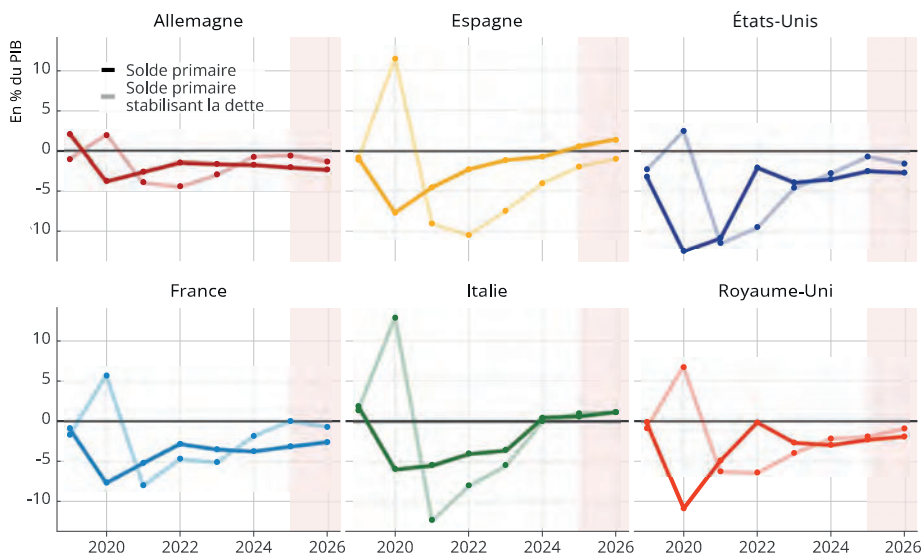
La différence entre solde public primaire et solde public stabilisant la dette permet de mieux appréhender la soutenabilité de la dette (graphique 2.2)². En effet, le solde public primaire correspond au solde budgétaire hors charge d'intérêts de la dette : il mesure donc l'effort discrétionnaire de l'État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

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

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

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

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



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

Sources : Eurostat, prévision OFCE octobre 2025.

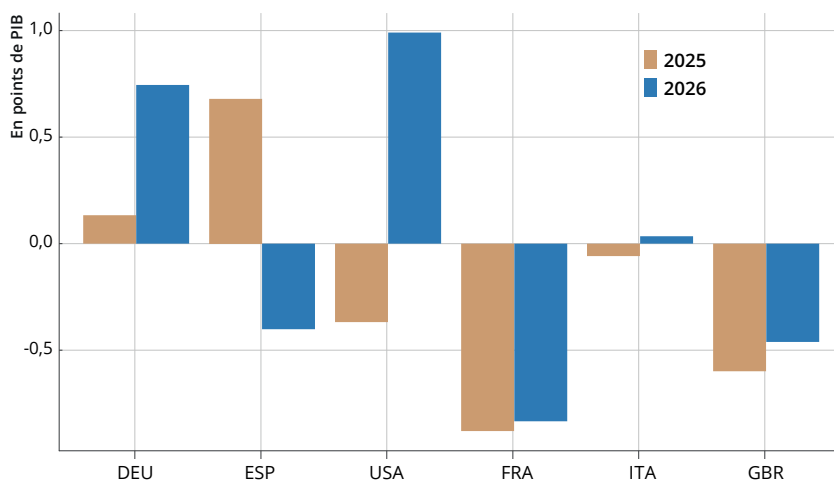
En Espagne, le taux de croissance dynamique du PIB réel (2,8 % du PIB en 2025) permettrait une réduction de l'endettement public. Le pays attendrait 2026 pour afficher une impulsion budgétaire négative ; le déficit se réduirait de 0,5 point de PIB entre 2024 et 2026.

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

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

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

Graphique 2.3. Impulsion budgétaire



Sources : FMI, Eurostat, prévisions OFCE octobre 2025.

3. La Réserve fédérale sous pression

3.1. La politique monétaire suit l'inflation

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

3.2. To Trump or not to Trump

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

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

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

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

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

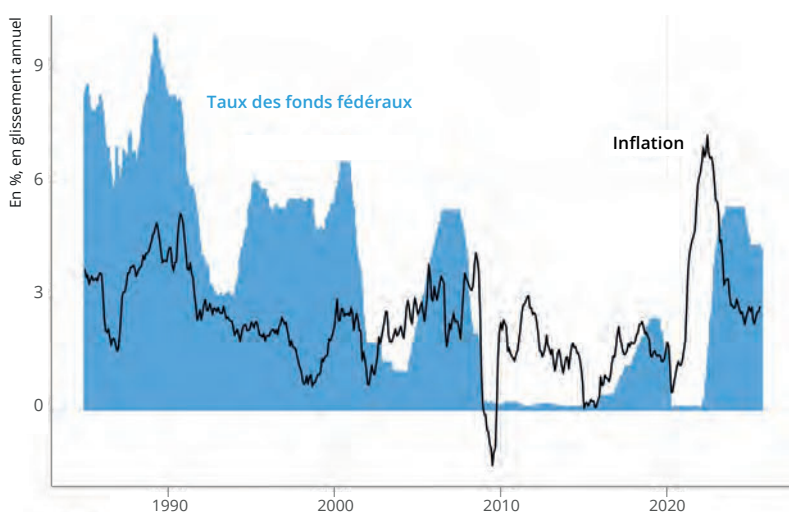
1. Pic atteint en juin 2022 avec le déflateur de la consommation qui est l'indicateur ciblé par la Réserve fédérale. Le pic était à 9 % avec l'indice des prix à la consommation.

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

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

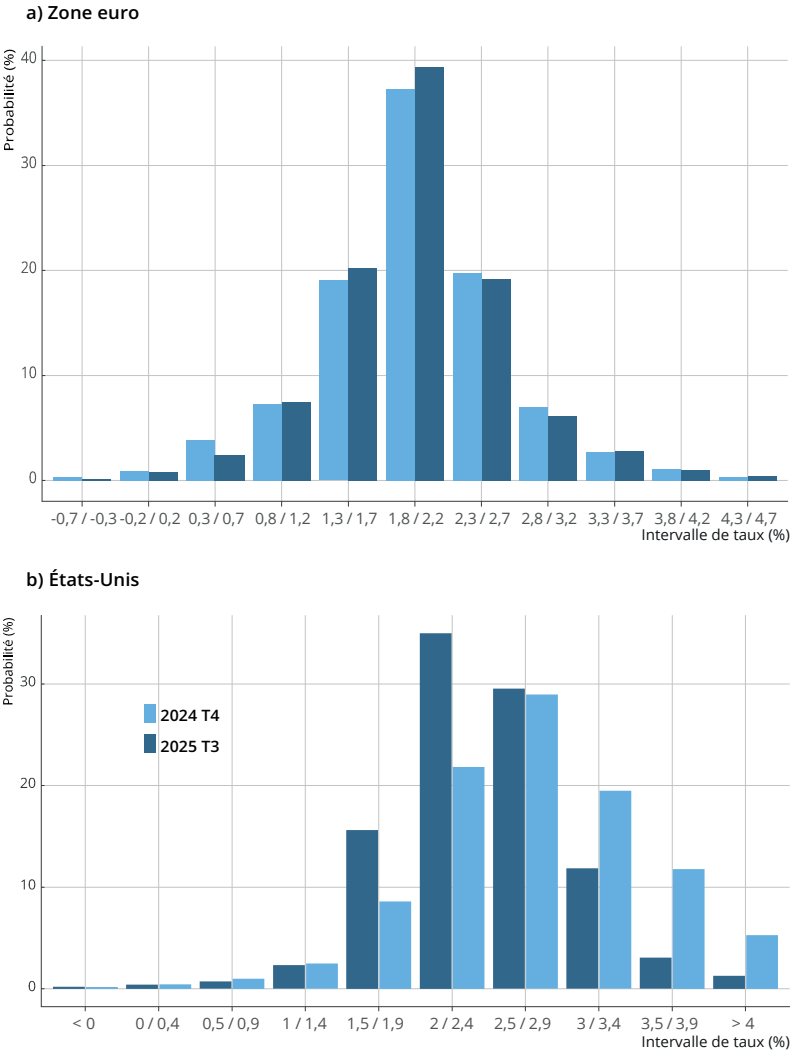
Les anticipations des ménages américains ont toutefois évolué de manière plus marquée. Selon les données du *Michigan Survey*, l'inflation anticipée à un an dépassait 6 % en janvier, avant un reflux progressif vers environ 4,8 % au printemps. Ce niveau demeure largement supérieur à l'inflation anticipée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

Graphique 3.1. Inflation et politique monétaire américaine



Sources : FRED, prévisions OFCE octobre 2025.

Graphique 3.2. Éléments sur l'inflation



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

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

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

3.3. La BCE sereine ?

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

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

4. L'inflation se repose

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

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

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

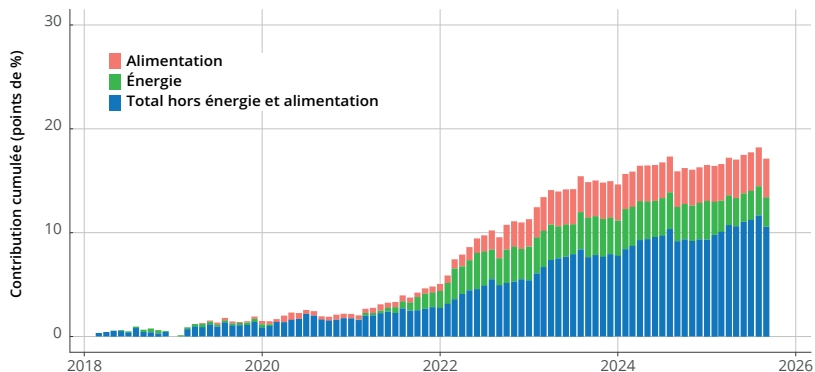
1. L'inflation en France et en Italie était inférieure à 2 % en août 2025, elle était légèrement supérieure à 2 % en Allemagne, proche de 3 % en Espagne. Mais elle est largement supérieure à 2 % dans la plupart des pays de l'est de la zone euro (Estonie, Croatie, Lettonie, Lituanie, Slovaquie) ainsi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

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

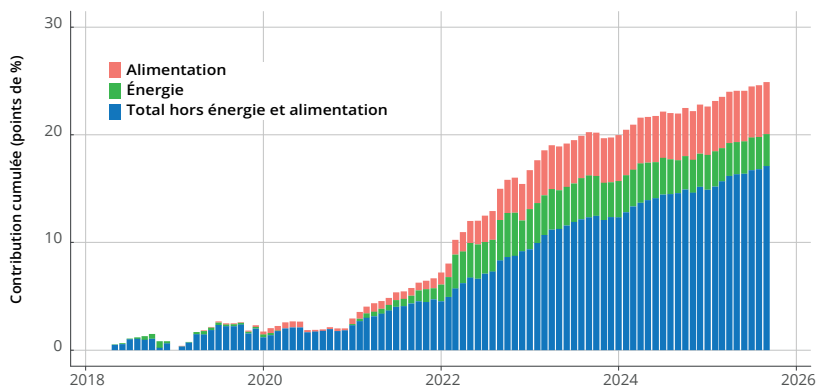
Néanmoins, l'indice des prix sous-jacent (calculé en ne tenant pas compte des prix de l'énergie et de l'alimentation), qui représente entre 70 et 85 % de l'indice total des prix selon les pays, a fortement progressé, la hausse des prix énergétiques et alimentaires s'étant diffusée également sur cet indice.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

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

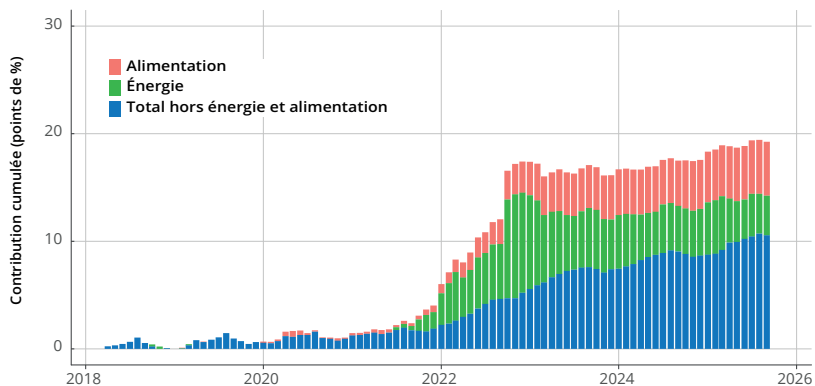
a) France



b) Allemagne



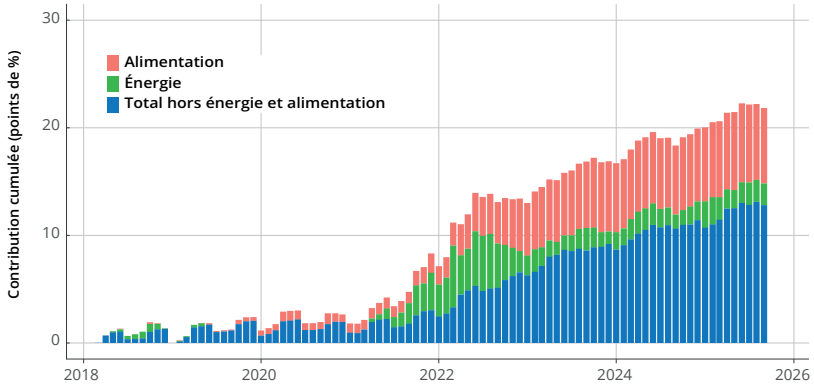
c) Italie



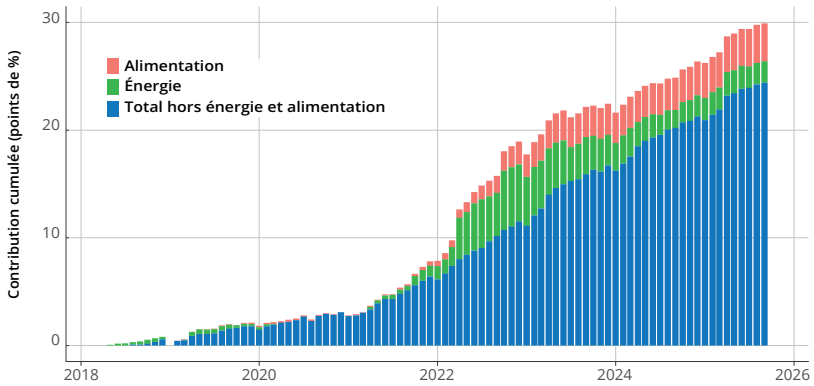
Sources : OCDE, prévisions octobre 2025.

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

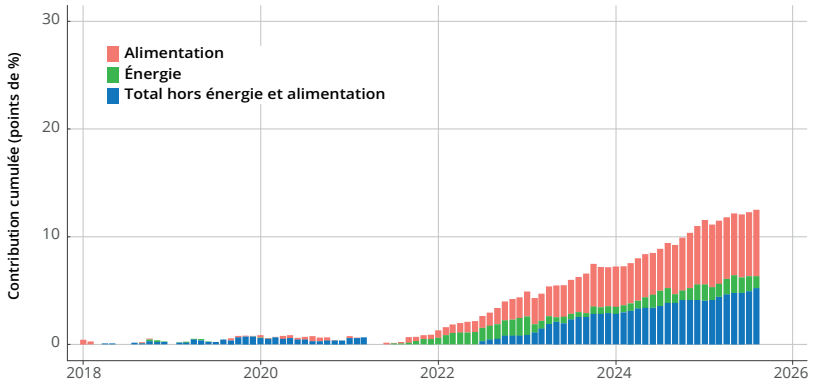
d) Espagne



e) Royaume-Uni



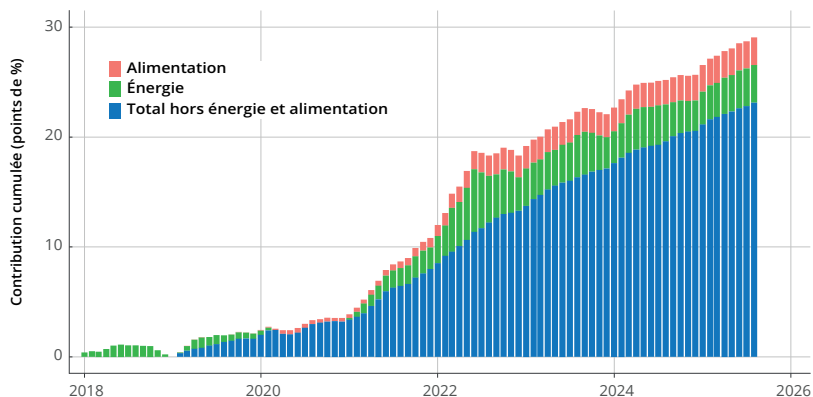
f) Japon



Sources : OCDE, prévisions octobre 2025.

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

g) États-Unis



Sources : OCDE, prévisions octobre 2025.

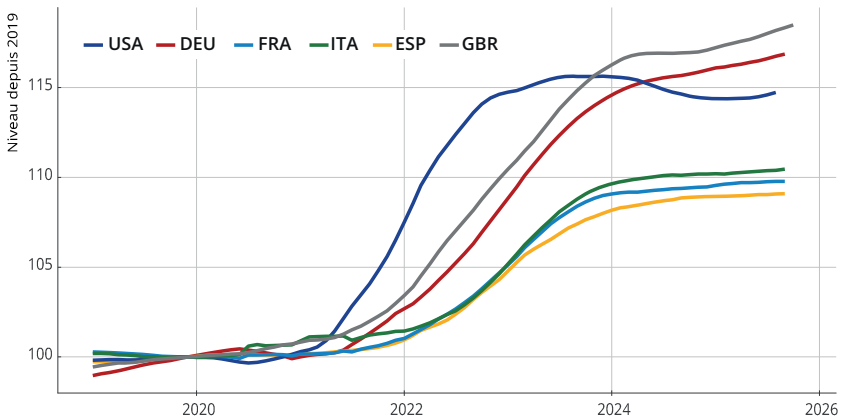
4.2. Une modération globale des prix des biens industriels non énergétiques

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

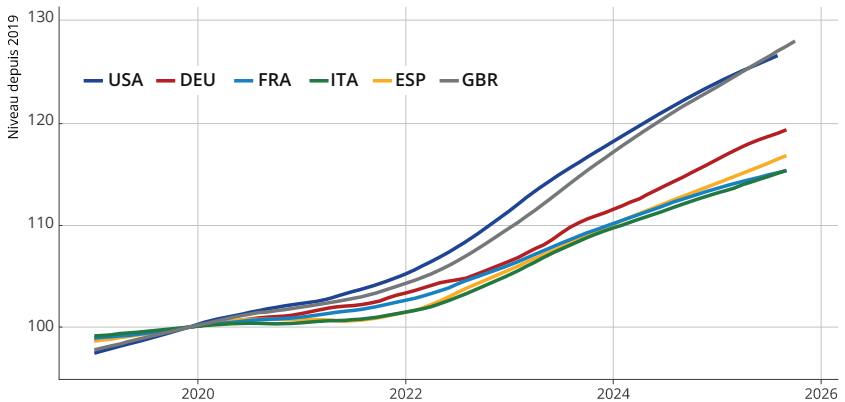
apparaissent cohérents avec le diagnostic porté sur les difficultés récentes de l'industrie allemande, qui a particulièrement souffert de la crise énergétique (voir fiche Allemagne). Ils peuvent aussi s'expliquer par le fait que l'industrie allemande a pu être, davantage que celle des autres pays, relativement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

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

a) Biens industriels non énergétiques



b) Services



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

5. Trade Wars : la rébellion passe des accords

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

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

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

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

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

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

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

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

5.2. Des effets déjà visibles sur le commerce international

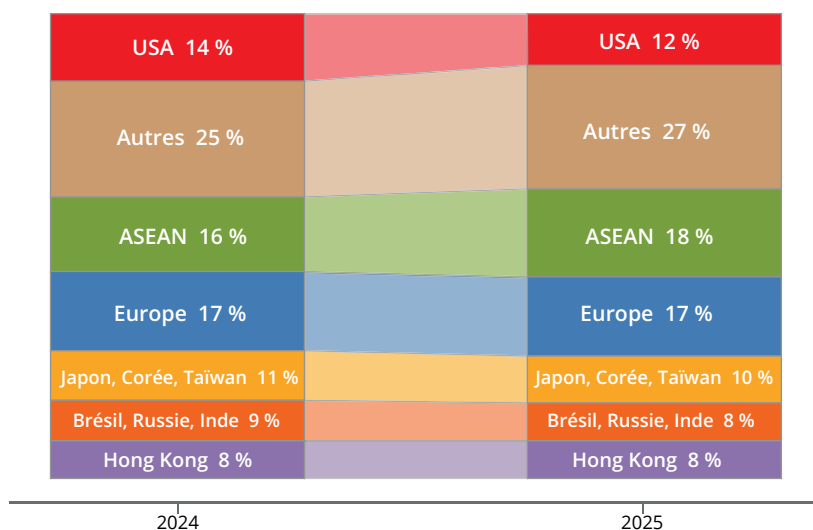
La hausse des tarifs douaniers américains est déjà significative. Le tarif moyen pondéré pour les marchandises entrant aux États-Unis, calculé sur la structure des importations américaines en 2024, était de 2,3 % en janvier. Il est passé à 14,6 % en juillet puis à 17,9 % en août. La hausse du tarif effectif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

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

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

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

Graphique 5.1. Parts des différentes zones dans les exportations chinoises

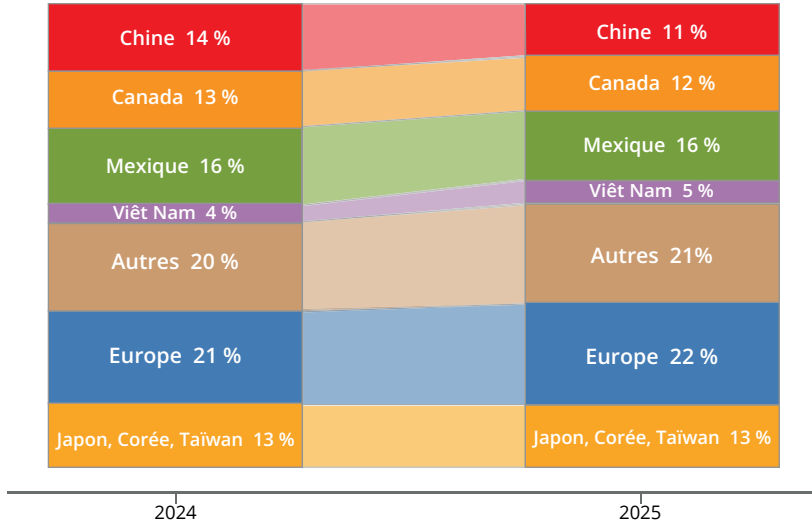


Note : Les exportations sont calculées sur la période janvier-août.

Sources : China Customs, prévision OFCE octobre 2025.

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

Graphique 5.2. Parts des différentes zones dans les importations américaines



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

Sources : US Census, prévision OFCE octobre 2025.

5.3. Qui paie la taxe douanière pour le moment ?

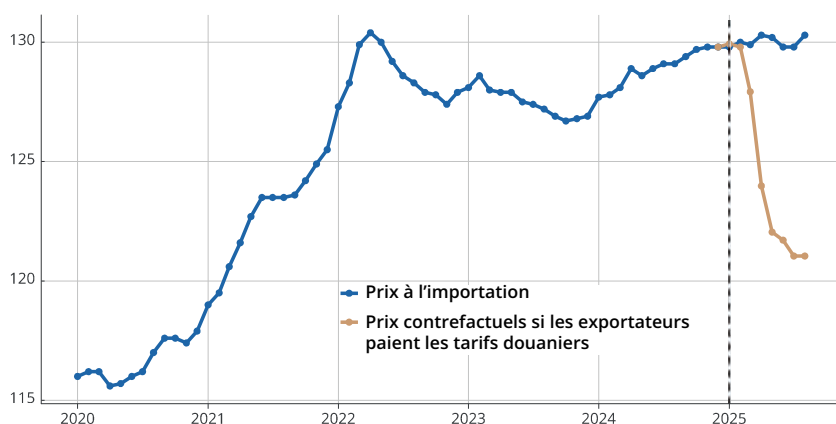
Corollaire immédiat de la hausse du tarif effectif moyen, les recettes fiscales liées aux droits de douane sont en forte hausse aux États-Unis. Elles sont passées de 6 milliards de dollars par mois en 2024 à 28 milliards de dollars en juillet. Pour une année pleine, la hausse des recettes pourrait être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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

5.4. Un impact modéré sur la croissance économique

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

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

Déficit de confiance

Perspectives 2025-2026 pour l'économie française

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

Dans un contexte politique particulièrement incertain, le PIB augmenterait de 0,7 % cette année et de 0,7 % également en 2026. Ce scénario repose sur l'hypothèse de l'adoption d'un budget pour 2026 cohérent avec le programme de stabilité de moyen terme (PSMT). Si la France se trouvait dans l'incapacité d'adopter un budget ou alors un budget très différent de la trajectoire envoyée à la Commission en avril 2025, notre prévision serait amenée à être révisée, tant en raison des effets attendus de la politique budgétaire que de ceux liés à l'incertitude ou à l'évolution des taux. Dans un environnement marqué par l'incertitude, l'investissement des entreprises continuerait à s'ajuster en 2025 et 2026 (-1,3 % en 2025 et -1,7 % en 2026) et l'emploi salarié marchand se contracterait, amplifié par la réduction du soutien des politiques de l'emploi. L'emploi total diminuerait de 160 000 sur la période 2025-2026 et le taux de chômage progresserait de 7,5 % à la mi-2025 à 8,2 % à la fin 2026. Le pouvoir d'achat des ménages augmenterait légèrement en 2025 (+0,6 % par unité de consommation) avant de se contracter en 2026 (-0,4 %) et le taux d'épargne, marqué par une sur-épargne financière historiquement élevée, se réduirait de façon modérée. Il atteindrait 18 % au 4^e trimestre 2026 (contre 18,9 % au 2^e trimestre 2025), ce qui reste un niveau largement supérieur à celui pré-Covid. Sous l'hypothèse de l'adoption d'un budget aligné sur l'effort structurel du rapport d'avancement annuel, le déficit public de la France passerait de 5,4 % en 2025 à 5 % du PIB en 2026 (après 5,8 % en 2024). Malgré cette baisse, la dette publique augmenterait significativement entre 2024 et 2026, passant de 113,2 % du PIB en 2024 à 117,6 % en 2026.

* Cette analyse s'appuie sur le travail de l'équipe France animée par Mathieu Plane et composée de Clémence Briodeau, Sandra Daudignon, Magali Dauvin, Pierre Madec, Raul Sampognaro. Cette prévision intègre les informations disponibles jusqu'au 13 octobre 2025.

II. Perspectives 2025-2026 pour l'économie française

6. Synthèse : Déficit de confiance	55
6.1 Pas de récession mais une croissance en baisse	55
7. La consolidation budgétaire et l'incertitude amputent la croissance en 2025 et 2026	59
7.1 La croissance ne dépasserait pas 0,7 % par an en 2025 et en 2026 .	59
7.2 Une croissance trimestrielle atone	62
8. L'incertitude politique pèse sur l'activité.	67
8.1 De la dissolution de juin 2024 aux censures	67
8.2 Effet de l'incertitude : une modélisation originale	68
9. Un marché du travail malmené	69
9.1 Emploi en recul, productivité en reprise	69
9.2 Vers une remontée du chômage : +0,7 point d'ici 2026	73
9.3 Pas de soutien des politiques de l'emploi.	74
10. Des ménages inquiets, une épargne élevée	77
10.1 Une inflation faible	77
10.2 Un pouvoir d'achat des ménages en berne en 2026 après une légère hausse en 2025.	78
10.3 Le taux d'épargne reste élevé mais devrait baisser au cours des prochains trimestres	79
10.4 L'investissement des ménages retrouve progressivement des couleurs	84
11. Les entreprises sont fébriles	87
11.1 Investissement en services, désinvestissement en construction . .	87
11.2 Vers une réduction du taux d'investissement.	87
12. La difficile baisse du déficit	91
13. Commerce extérieur : un rebond contrarié	97
13.1 Le rebond du commerce extérieur a fortement contribué à la croissance en 2023 et 2024	97
13.2 Un trou d'air au premier semestre 2025	97
13.3 Vers un rebond technique au deuxième semestre dans un contexte marqué par la guerre commerciale	98

6. Synthèse : Déficit de confiance

Dans un contexte politique particulièrement incertain, la France devrait connaître une croissance modeste pour la deuxième année consécutive. Échappant cependant à la récession, le PIB augmenterait de 0,7 % cette année et de 0,7 % également en 2026. Ce scénario repose sur l'hypothèse de l'adoption d'un budget pour 2026 cohérent avec le programme de stabilité de moyen terme (PSMT). Si la France se trouvait dans l'incapacité d'adopter un budget ou alors un budget très différent de la trajectoire envoyée à la Commission en avril 2025, notre prévision serait amenée à être révisée, tant en raison des effets attendus de la politique budgétaire que de ceux liés à l'incertitude ou à l'évolution des taux.

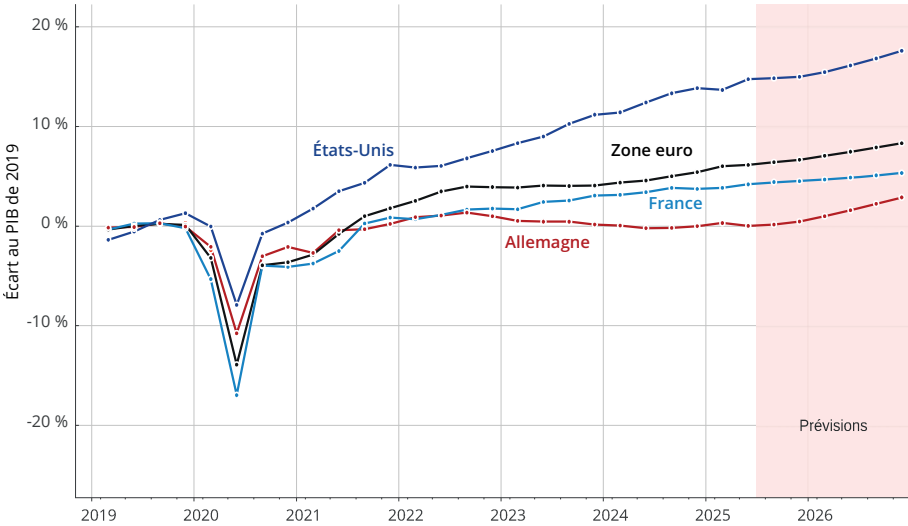
6.1. Pas de récession mais une croissance en baisse

À la mi-2025, le PIB de l'économie française se situait 4,2 % au-dessus de son niveau pré-Covid (par rapport à la moyenne de 2019), soit une performance bien au-dessus de l'Allemagne (0,0 %) mais légèrement en deçà de la zone euro (6,1 %) (graphique 6.1). L'écart entre la France et la zone euro s'est creusé depuis un an, le PIB de l'Hexagone connaissant une croissance de 0,8 % en glissement annuel au 2^e trimestre 2025, contre 1,4 % en moyenne dans la zone euro. Si la France a échappé à la récession, l'incertitude politique depuis plus d'un an a, en revanche, pesé sur la performance française. Sur 2024-2025, nous estimons qu'elle amputerait le PIB de la France de -0,5 point¹.

Au cours du 1^{er} semestre 2025, la croissance a changé de nature (voir tableau 7.2). Tirée depuis deux ans par l'amélioration du commerce extérieur (contribution de 2,1 points à la croissance du PIB sur 2023-2024) ainsi que la consommation et l'investissement publics (contribution de 1,1 point), la croissance des six premiers mois de 2025 a été clairement liée au restockage des entreprises apportant

1. Pour plus de détails sur la méthode d'estimation, voir R. Sampognaro, 2024, « Effet d'un choc d'incertitude sur le PIB français », *Revue de l'OFCE*, n° 187.

Graphique 6.1. Écart au PIB de 2019



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

Sources : Eurostat, INSEE, Destatis, BEA, prévision OFCE octobre 2025.

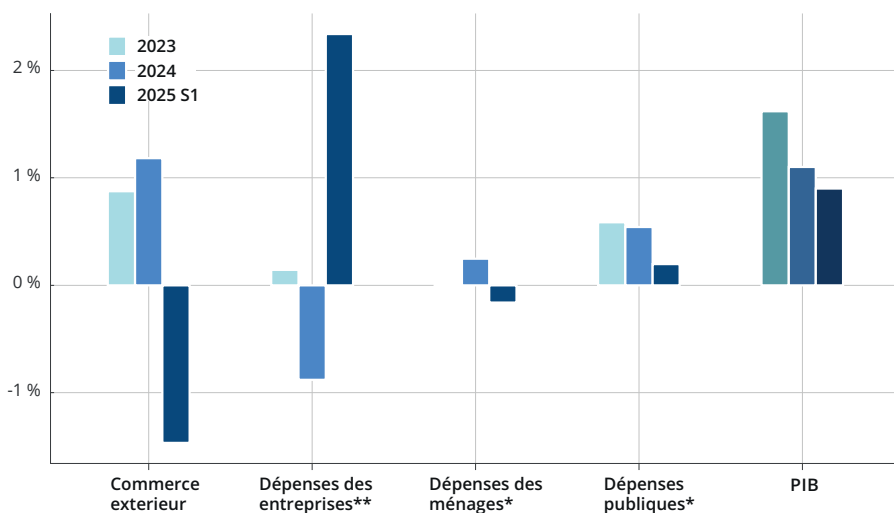
un gain de PIB de 1,2 point sur la période² (graphique 6.2). À l'inverse, la dépense publique a ralenti et le commerce extérieur a amputé la croissance de 0,7 point de PIB au cours des deux premiers trimestres de l'année. Quant à la dépense des ménages, dont la croissance est totalement atone depuis 2023, elle s'est même légèrement contractée au 1^{er} semestre 2025.

Concernant la situation macroéconomique des agents, la capacité de financement des ménages a atteint un record (hors période Covid de 2020), avec 6,2 points de PIB en moyenne au 1^{er} semestre 2025 (graphique 6.3). Cela représente une hausse de près de 4 points de PIB depuis 2019 en raison de la forte augmentation de l'épargne des ménages et de la chute de leur investissement depuis 2022. *A contrario*, bien qu'en léger recul par rapport à 2024, le déficit public se situait à 5,4 points de PIB sur la période, soit 3 points de PIB de plus qu'avant la crise sanitaire. Si la dégradation de la situation budgétaire de la France

2. Les forts mouvements de restockage et d'importations modifient les ressorts de la croissance mais cet effet devrait s'atténuer les trimestres à venir car une partie de ces stocks sont des exportations en attente, ce qui se traduirait par du déstockage et une contribution positive du commerce extérieur à l'horizon de notre prévision.

depuis 2019 est particulièrement marquée³, ce qui devrait conduire à une politique de redressement des comptes publics à l'horizon de la fin de la décennie, il n'en reste pas moins que la France ne présente pas de déficit extérieur courant au 1^{er} semestre 2025 en raison de l'épargne abondante des ménages. Au regard de ses fondamentaux macro-financiers actuels et d'une balance courante proche de l'équilibre, il est quasiment impossible que la France soit face à un défaut de paiement, car elle ne présente pas de déficit de financement vis-à-vis du reste du monde.

Graphique 6.2. Contribution des composantes du PIB à la croissance



Note : 2025 S1 correspond au 1^{er} semestre 2025 en rythme annualisé.

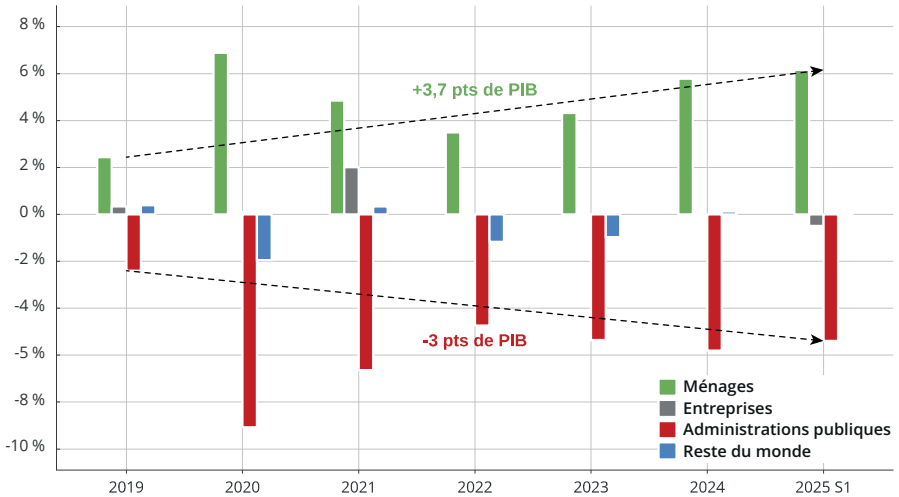
(*) Les dépenses des ménages et des administrations publiques correspondent à la somme de leurs consommations et investissement respectifs.

(**) Les dépenses des entreprises correspondent à la somme de l'investissement et des variations de stocks.

Sources : INSEE, prévision OFCE octobre 2025.

3. Pour plus d'informations sur les raisons de cette dégradation, voir É. Heyer, M. Plane, R. Sampognaro, X. Timbeau et X. Ragot, 2025, « Quelles trajectoires pour les finances publiques de la France ? », *OFCE Policy brief*, n° 146, juillet.

Graphique 6.3. Évolution de la capacité financière des agents



Sources : INSEE, prévision OFCE octobre 2025.

7. La consolidation budgétaire et l'incertitude amputent la croissance en 2025 et 2026

7.1. La croissance ne dépasserait pas 0,7 % par an en 2025 et en 2026

Alors que la croissance spontanée du PIB (qui correspond à la croissance hors chocs¹) serait, selon nos évaluations, de 1,4 % pour cette année et l'année prochaine, la croissance prévue ne devrait être que de 0,7 % en 2025 et 0,7 % en 2026, les chocs négatifs l'emportant sur ceux positifs (tableau 7.1).

La hausse de l'incertitude nationale faisant suite à l'instabilité politique depuis la dissolution de l'Assemblée nationale, qui est montée d'un cran depuis fin août, amputerait la croissance de -0,4 point de PIB en 2025 (après -0,1 point en 2024)² et de -0,3 point en 2026. Malgré le vote de la loi de finances initiale pour 2025, les incertitudes sont réparties à la hausse depuis l'annonce le 25 août de François Bayrou de se soumettre à la confiance du Parlement. Avec la chute de deux gouvernements successifs, Bayrou puis Lecornu, en moins d'un mois, l'incertitude s'est clairement renforcée, avec la problématique de l'adoption d'un budget pour 2026. Même en supposant que le budget soit adopté, nous supposons que l'indice d'incertitude politique restera à ce niveau élevé jusqu'à la fin de l'année, pendant tout le processus budgétaire (voir partie 8). Même si l'incertitude se dissipe progressivement au cours de l'année 2026, la croissance du PIB en gardera des stigmates l'année prochaine. Au total, depuis la dissolution, la hausse de l'incertitude liée à la politique nationale amputerait le PIB de -0,8 point sur la période 2024-2026.

Aux problématiques internes à la France s'ajoutent les incertitudes internationales et des tensions géopolitiques depuis l'élection de Donald Trump dont les effets négatifs attendus sur la croissance

1. La croissance hors chocs correspond à la croissance du PIB potentiel, plus la variation spontanée de l'écart de production. Cela suppose implicitement une neutralité de l'ensemble des chocs (budgétaire, monétaire, incertitude, politique commerciale...).

2. Ce calcul est réalisé à partir de la méthodologie développée dans R. Sampognaro, 2024, « Effet d'un choc d'incertitude sur le PIB français », *Revue de l'OFCE*, n° 187.

française représenteraient -0,2 point de PIB en 2025. Nous supposons qu'elles se stabiliseraient au niveau actuel pour 2026, ce qui serait neutre sur la croissance de 2026.

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 -0,8 point en 2026. Implicitement, nous supposons que la loi de finances sera votée pour 2026, même si le budget n'est pas adopté avant la fin de l'année mais en début d'année prochaine (et donc qu'une loi spéciale pourrait servir uniquement de transition mais ne couvrirait pas l'ensemble de l'année). Par manque d'informations et de visibilité, nous avons réalisé notre exercice de prévision en supposant que le budget 2026 serait dans les clous budgétaires du rapport d'avancement annuel (RAA) présenté en avril 2025 qui prévoyait un effort structurel primaire de 0,9 point de PIB³ (et 0,7 point de PIB si l'on inclut la hausse des charges d'intérêts). Malgré une impulsion budgétaire primaire identique en 2025 et 2026 (-0,9 point de PIB), l'impact négatif sur le PIB passe du simple au double entre ces deux années.

Tableau 7.1. Cadrage macroéconomique pour l'économie française

En % du PIB	2024	2025	2026
Croissance hors choc	1,4	1,4	1,4
Politique monétaire et taux longs	-0,6	0,3	0,6
Politique budgétaire nationale	0,5	-0,4	-0,8
Énergie	-0,1	0,1	0,0
Incertitude globale	-0,2	-0,6	-0,3
<i>dont politique nationale</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,4</i>	<i>-0,3</i>
Effets liés au commerce mondial	0,1	-0,1	-0,2
<i>dont politique budgétaire des partenaires</i>	<i>-0,2</i>	<i>0,0</i>	<i>0,1</i>
Autres effets ^a	0,1	-0,1	0,0
Croissance observée et prévue	1,1	0,7	0,7

^a Effets sur les chaînes d'approvisionnements, impact des Jeux olympiques de Paris.

Note de lecture : L'incertitude globale conduit à réduire la croissance du PIB de 0,4 point en 2025, 0,3 point en 2026. En 2025, la politique monétaire et les taux d'intérêt, ainsi que l'énergie contribuent positivement à la croissance du PIB (+0,3 pt), tandis que la politique budgétaire, l'incertitude et les autres chocs contribuent négativement (-1 pt). Finalement, la croissance prévue du PIB en 2025 est de $1,4 + 0,3 - 1 = +0,7$ %.

Note : La croissance hors choc correspond à la croissance potentielle (1,2 %), plus la fermeture de l'*output-gap* (estimé à -1,0 point de PIB en 2024) et l'acquis potentiel sur la croissance.

Sources : INSEE, prévision OFCE octobre 2025.

3. À noter qu'une marge de manœuvre budgétaire de 0,2 point de PIB existe par rapport au RAA et qui permet de respecter en 2026 les traités budgétaires européens. Dans ce cas-là, la consolidation budgétaire serait allégée et l'effet sur la croissance de la politique budgétaire moins négatif (de -0,8 point à -0,6 point de PIB). En revanche, le déficit public serait 0,1 point de PIB plus élevé que dans le scénario calé sur la politique budgétaire issue du RAA.

Comme l'effort budgétaire s'explique essentiellement par les hausses de fiscalité en 2025, ciblées sur les grands groupes et les hauts revenus, le multiplicateur budgétaire associé à la politique budgétaire serait relativement faible à court terme (évalué à un peu moins de 0,5 à un an). En 2026, le multiplicateur d'ensemble serait proche de l'unité, notamment parce que certaines dépenses qui vont augmenter significativement ont un effet multiplicateur sur le PIB très faible (la hausse de la charge d'intérêts et la contribution à l'UE en sont des exemples) alors que les économies structurelles en dépense auraient un multiplicateur relativement élevé (économies sur les prestations, politiques de l'emploi, collectivités locales...).

À rebours de la politique budgétaire, la politique monétaire et l'évolution des taux apporteraient un soutien significatif à la croissance. Nous tablons sur un taux principal de refinancement de la Banque centrale européenne (BCE) qui s'établirait à 1,9 % par an au 4^e trimestre 2025, puis se stabiliserait à ce niveau jusqu'à la fin 2026 (contre 2,15 % au 3^e trimestre, après avoir atteint un pic à 4,5 % jusqu'en mai 2024 ; voir partie internationale sur la politique monétaire). Le taux des OAT à 10 ans se stabiliserait à un niveau proche de son niveau actuel, soit à 3,5 % sur toute la période de prévision⁴. Si la baisse des taux courts ne s'est pas traduite par une baisse équivalente des taux longs, il n'en reste pas moins que la baisse de plus de 2 points en un an des taux directeurs de la BCE, améliore le refinancement de l'économie, visible à travers la baisse des taux des nouveaux crédits bancaires pratiqués aux ménages ou aux entreprises⁵. Ainsi, l'évolution passée et anticipée des taux courts et longs conduit à un impact positif mais modéré sur la croissance, estimé à +0,3 % cette année. Il serait plus élevé en 2026, à +0,6 point de PIB en raison des effets de diffusion relativement longs 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 partiellement les effets négatifs de la politique budgétaire.

Parmi les autres effets, on peut notamment mentionner l'impact des Jeux olympiques sur l'activité en 2024 (+0,1 point de PIB), suivi d'un contrecoup en 2025 (-0,1 point). Notons surtout les conséquences

4. Implicitement, nous maintenons la prime de risque sur la dette française proche de sa valeur actuelle, soit 80 points de base sur toute la période.

5. Selon les données de la Banque de France, le taux d'intérêt (toutes maturités confondues) des crédits nouveaux aux sociétés non financières est passé de 4,7 % en juillet 2024 à 3,6 % en juillet 2025 et le taux des nouveaux crédits aux ménages (hors renégociations) est passé de 4,2 % en janvier 2024 à 3,1 % en juillet 2025.

économiques de la mise en place de nouveaux tarifs douaniers aux États-Unis sur le reste du monde. Sur la base d'une hausse de 15 % des tarifs douaniers américains sur les produits importés de France, sans tenir compte des effets induits sur le commerce international des autres pays, les exportations françaises totales reculeraient de 0,6 % (dont 12 % pour les seules exportations françaises aux États-Unis) au bout de deux ans, amputant la croissance du PIB de -0,03 point en 2025 et -0,1 point en 2026⁶. Si l'on tient compte également des effets indirects liés à la dynamique du commerce mondial et des effets négatifs sur la demande adressée à la France, la perte de croissance serait de -0,1 point de PIB en 2025 et -0,2 point en 2026⁷.

7.2. Une croissance trimestrielle atone

À très court terme, nous prévoyons que la croissance du PIB serait de 0,2 % au 3^e trimestre 2025, soit un peu moins que ce qu'indique notre indicateur de *nowcast* (encadré 7.1) qui projette, sur la base de 80 % de l'information disponible du trimestre, une croissance de 0,3 %. Nous supposons que les informations sur l'ensemble du trimestre et l'effet de l'incertitude se matérialiseront plus tardivement dans les variables intégrées du modèle. Cela nous conduit à réviser à la baisse la prévision du *nowcast* en raison des effets à attendre en conséquence de la nouvelle crise politique depuis fin août. Au 4^e trimestre, la croissance tomberait à 0,1 % sous l'effet d'une nouvelle remontée de l'incertitude, puis augmenterait de 0,2 % par trimestre sur l'année 2026 (voir tableau 7.2).

Encadré 7.1. Prévision en temps réel du PIB au 3^e trimestre

L'ensemble de l'information conjoncturelle disponible a été synthétisé par notre modèle de prévision en temps réel^(a). Partant d'une base de données avec 136 indicateurs conjoncturels portant sur différents pans de l'économie française et internationale, nous avons sélectionné – selon le contenu informationnel non redondant qu'ils fournissent sur le chiffre de la croissance du PIB trimestriel – et modélisé 19 indicateurs.

6. Cet effet direct ne tient pas compte des effets indirects sur la demande adressée à la France en raison des pertes d'activité des partenaires commerciaux, de la réorganisation des flux commerciaux mondiaux et de leur impact sur les chaînes de production.

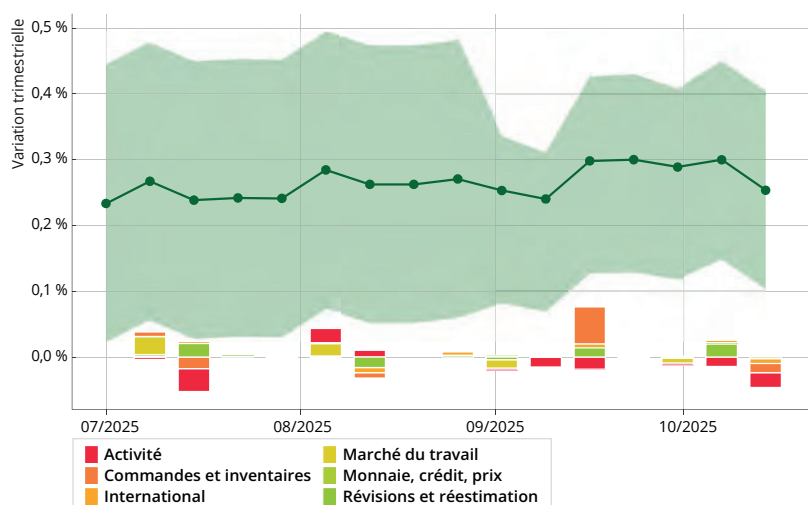
7. L'impact global est négatif en 2026 malgré l'effet positif de 0,1 point de PIB de la politique budgétaire des partenaires européens sur la croissance française, notamment en raison de l'impact de la relance budgétaire allemande.

Parmi les 19 indicateurs on trouve 6 variables tirées de l'enquête de la Banque de France, 4 indicateurs détaillés sur la production industrielle hexagonale, 2 variables retraçant les évolutions sur le marché du travail, 4 variables d'activité internationale. Enfin, les trois dernières variables tiennent compte du chiffre d'affaires à l'exportation des industriels, de l'évolution des prix à la consommation et de l'opinion des ménages concernant l'opportunité de faire des achats importants.

En mobilisant l'ensemble de l'information disponible au 14 octobre, notre modèle de *nowcasting* anticipe une croissance de 0,3% pour le 3^e trimestre 2025. Cette prévision s'appuie sur 80 % des données conjoncturelles retenues – par exemple, la production industrielle de l'ensemble du trimestre ne sera disponible qu'à partir du 5 novembre 2025. Il faut noter que ce modèle anticipe un taux de croissance du PIB supérieur à celui qui a été finalement retenu en prévision. En effet, notre modèle ne prend pas en compte des mesures directement liées à l'incertitude concernant le futur de la politique. Or, parmi les 19 indicateurs pris en compte, seulement un indicateur est disponible pour le mois de septembre. Dans ce contexte, il est fort probable que la situation conjoncturelle soit morose en fin de trimestre, ce qui n'est pas encore pris en compte par notre modèle de *nowcasting*.

Le graphique 7.1 présente l'évolution de la prévision en temps réel du PIB du 3^e trimestre réalisée chaque semaine à l'aide de ce modèle statistique, avec les intervalles de confiance entourant cette prévision.

Graphique 7.1. *Nowcasting* du PIB pour le 3^e trimestre



Note : L'aire verte représente l'intervalle de confiance de la prévision en temps

(a) Dauvin M., O. Jullien de Pommerol, R. Sampognaro (2025), « *Nowcasting* du PIB français : un modèle à facteurs dynamiques », Document de travail OFCE, n° 16 septembre.

Tableau 7.2. Compte Emploi-Ressources pour l'économie française

En %	2025				2026		2024	2025	2026
	T1	T2	T3	T4	T1	T2			
PIB^a	0,1	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	1,1	0,7	0,7
PIB par habitant^a	0,0	0,2	0,1	-0,0	0,1	0,1	0,7	0,3	0,4
Consommation ménages^a	-0,3	0,0	0,3	0,1	0,2	0,2	0,9	0,4	0,7
Consommation publique^a	0,2	0,4	0,3	0,3	0,1	0,1	2,1	1,4	0,8
FBCF totale^{a,b}	-0,1	-0,1	-0,4	-0,5	-0,2	-0,1	-1,5	-1,0	-0,7
<i>dont : SNF-EI^a</i>	0,1	-0,2	-0,8	-0,8	-0,5	-0,3	-1,6	-1,3	-1,7
ménages^a	0,2	0,4	0,3	0,2	0,4	0,4	-6,0	-0,0	1,4
APU^{a,b}	-0,9	-0,4	-0,4	-0,4	-0,1	-0,1	3,2	-1,3	-0,9
Exportations^{a,c}	-1,2	0,5	1,2	1,2	0,5	0,5	1,1	0,2	2,9
Importations^{a,c}	0,4	1,3	0,3	0,4	0,5	0,5	-1,4	1,8	1,9
Demande intérieure^{a,d,e}	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,6	0,4	0,4
Variations de stocks^{a,e}	0,7	0,5	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,4	0,8	0,0
Commerce extérieur^{a,c,e}	-0,5	-0,2	0,3	0,3	0,0	0,0	0,8	-0,5	0,3
Inflation^f	1,2	1,0	0,7	1,1	1,5	0,9	2,3	1,0	1,4
Taux de chômage^g	7,5	7,5	7,6	7,7	7,9	8,0	7,4	7,6	8,0
Déficit public^h	—	—	—	—	—	—	5,8	5,4	5,0
Dettes publiques^h	—	—	—	—	—	—	113	115	118
Impulsion budgétaireⁱ	—	—	—	—	—	—	0,2	-0,9	-0,9

^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 Évolution de l'indice des prix de consommation harmonisés (IPCH, sauf USA et France IPC). Pour les trimestres, glissement annuel (T/T(-4)) des prix. Pour les années, croissance moyenne annuelle des prix. ^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 octobre 2025.

Au second semestre 2025, un mouvement de déstockage est attendu qui aurait pour contrepartie un rebond des exportations. Après avoir contribué négativement au 1^e semestre, le commerce extérieur soutiendrait la croissance à hauteur de 0,3 point de PIB aux 3^e et 4^e trimestres 2025 (voir partie commerce extérieur). À l'inverse, le déstockage des entreprises amputerait l'activité de -0,2 point de PIB par trimestre. Pour la dynamique de 2026, les variations de stocks et le commerce extérieur auraient une contribution nulle sur la croissance trimestrielle.

Après un léger rebond attendu au 3^e trimestre 2025 (+0,3 %), la consommation des ménages marquerait le pas au 4^e trimestre (+0,1 %) en raison notamment de la remontée de l'incertitude amenant à des comportements particulièrement prudents. En 2026, tirée par une légère baisse du taux d'épargne (qui reste cependant moindre que ce qu'indiquent les fondamentaux) la consommation croîtrait au rythme de 0,2 % par trimestre en 2026 (voir partie ménages). Quant à l'investissement des ménages, poussé par la baisse des taux d'intérêt, il poursuivrait son lent redressement.

En revanche, l'investissement des entreprises continuerait à s'ajuster, dans un environnement particulièrement incertain et avec une demande atone, et renouerait avec une croissance positive seulement en fin d'année 2026 (voir partie entreprises).

Enfin, la consommation publique serait largement freinée par le programme d'ajustement budgétaire ciblé en partie sur les économies du côté des services publics en 2026. L'investissement public resterait orienté à la baisse en raison du cycle électoral lié aux élections municipales mais aussi de la politique budgétaire demandant un effort aux collectivités locales (voir partie finances publiques). L'impact négatif serait en partie réduit par la montée en charge des dépenses liées à la défense.

8. L'incertitude politique pèse sur l'activité

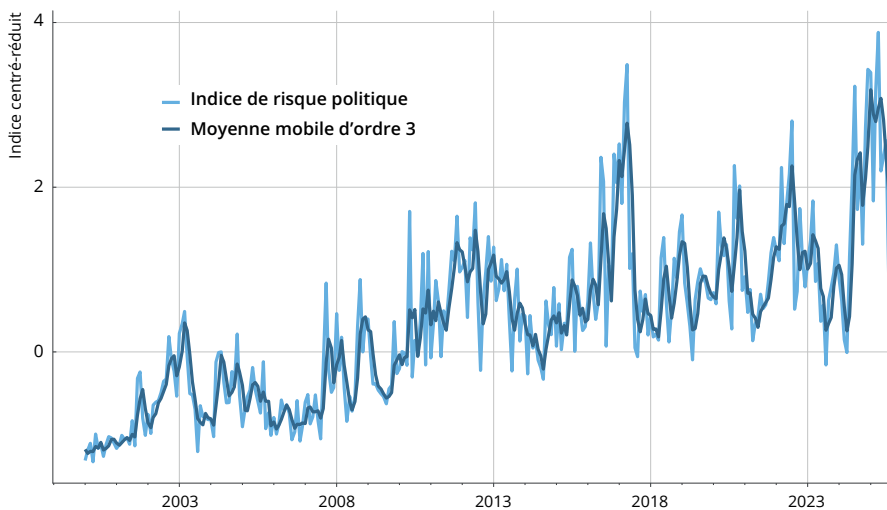
8.1. De la dissolution de juin 2024 aux censures

La dissolution de l'Assemblée nationale du 9 juin 2024 a ouvert une période d'incertitude politique dans l'Hexagone. Cette incertitude n'a pas été résolue par le résultat des élections législatives du 30 juin et du 7 juillet. La chute du gouvernement Bayrou et la difficulté pour Sébastien Lecornu de préserver sa coalition soudée ont accru les tensions politiques.

Dans ce contexte, l'indice d'incertitude politique nationale calculé par Baker, Bloom et Davis¹ a fortement augmenté au mois de septembre 2025 (graphique 8.1). Ainsi, l'indicateur tient compte du rejet de la confiance au gouvernement Bayrou mais pas de la démission de Sébastien Lecornu du 6 octobre (la donnée du mois d'octobre sera disponible au cours de la 1^{re} semaine de novembre). Cet indicateur construit sur la base des mentions dans la presse de l'incertitude portant sur la politique économique se situe ainsi à un niveau supérieur à son niveau post-dissolution, mais il reste inférieur à son pic qui a suivi la censure du budget Barnier. Dans un contexte mouvant qui semble durable, nous considérons que les tensions vont rester fortes et nous supposons que l'indice d'incertitude politique restera à son dernier point connu jusqu'à la fin de l'année. Cela implique que l'incertitude va rester forte pendant tout le processus budgétaire. Il faut remarquer que le processus budgétaire peut déborder jusqu'au début de l'année 2026, comme l'a montré l'expérience du vote de la loi de finances initiale de 2025.

1. Baker S. R., N. Bloom et S. J. Davis, 2016, « [Measuring economic policy uncertainty](#) », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n° 4, pp. 1593-1636.

Graphique 8.1. Indice d'incertitude de politique économique



LECTURE : La moyenne mobile d'ordre 3 est la moyenne des 3 derniers points observés. Ce calcul permet de lisser la volatilité de la série pour mieux apprécier les tendances durables.

Sources : <https://www.policyuncertainty.com/>, calculs OFCE.

8.2. Effet de l'incertitude : une modélisation originale

Selon notre modèle, développé dans l'article de Sampognaro², l'impact de l'incertitude politique observée depuis le 3^e trimestre 2024 sur la croissance du PIB en volume français serait de -0,1 point pour 2024, de -0,4 point pour 2025 et de -0,3 point pour 2026. Cet effet durable s'expliquerait en partie par l'attentisme des acteurs privés, comme l'atteste l'effet négatif de l'incertitude sur l'investissement privé (tableau 8.1).

Tableau 8.1. Effet estimé du choc de risque politique post-dissolution

Écart par rapport au scénario central	2024	2025	2026
PIB (effet sur le taux de croissance annuel)	-0,1	-0,4	-0,3
FBCF des ENF (effet sur le taux de croissance annuel)	-0,2	-0,7	-1,5

Source : Calculs OFCE.

2. Sampognaro R., 2024, « Effet d'un choc d'incertitude sur le PIB français », *Revue de l'OFCE*, n° 187.

9. Un marché du travail malmené

9.1. Emploi en recul, productivité en reprise

Après les destructions nettes d'emplois enregistrées au dernier trimestre 2024 (-62000 par rapport à fin septembre), le marché du travail a renoué avec les créations en début d'année : +69000 emplois nets au premier semestre. Faut-il en conclure que la chute de fin d'année était exceptionnelle ? Pas nécessairement. Le boom de l'emploi appartient désormais au passé et le rythme des créations ralentit depuis l'année exceptionnelle de 2021. Ainsi, nous sommes passés de 255000 emplois nets créés entre 2022 et 2023 en moyenne annuelle à seulement 106000 entre 2023 et 2024, soit une progression limitée à +0,3 % en 2024 contre +1,5 % en 2023.

Selon la comptabilité nationale¹, environ 96000 emplois ont été détruits en moyenne au cours des six premiers mois de l'année, la baisse étant principalement marquée au premier trimestre. La majeure partie de ces destructions nettes concerne les salariés du secteur marchand non agricole (-60000 emplois), tandis que le nombre de salariés du secteur non marchand a progressé de 9000 emplois. Enfin, les comptes nationaux indiquent une baisse de l'emploi non salarié au premier semestre : -40000 en moyenne.

D'un point de vue sectoriel, le recul est quasi généralisé. La construction et l'agriculture enregistrent à elles deux près de 40000 destructions nettes sur le semestre. Le repli concerne également les services marchands, en particulier les services aux entreprises (-33000 emplois, incluant l'intérim), historiquement moteurs de la croissance de l'emploi, ainsi que l'industrie (-4000 emplois). Enfin, la part de l'emploi non salarié marchand dans l'emploi total, en progression continue ces dernières années, semble avoir marqué une rupture depuis son point haut du troisième trimestre 2024 (environ 11,2 % de l'emploi total).

1. <https://www.insee.fr/fr/statistiques/8358382?sommaire=8334305>. Voir Insee, 2025, « Pas de confiance, un peu de croissance », *Note de conjoncture*, 11 septembre.

À la mi-2025, le volume total d'heures travaillées (salariés et non-salariés) diminue de 0,2 % par rapport aux trois mois précédents. Il demeure néanmoins supérieur de 6,2 % à sa moyenne de 2019, tandis que l'emploi dépasse son niveau d'avant-crise de 6,5 %, ce qui indique que la durée individuelle du travail est quasiment revenue à son niveau pré-pandémique. Comme, parallèlement, la valeur ajoutée de l'ensemble des branches se situe 5,7 % au-dessus de son niveau pré-Covid, il en résulte toujours un recul de la productivité apparente du travail (-0,4 % sur la période). Dans le secteur marchand non agricole, le rapport de la valeur ajoutée marchande sur le nombre de salariés est supérieur à son niveau de fin 2019 et l'écart avec le reste de la zone euro continue de se resserrer (encadré 9.1).

Encadré 9.1. Où en sommes-nous de la productivité marchande ?

Entre fin 2019 et mi-2025, dans le secteur marchand non agricole, l'emploi salarié a progressé de 5,8 % et la valeur ajoutée n'a crû que de 6,6 %, révélant des gains de productivité du travail. Ainsi, la productivité par tête se situe près de 0,8 % au-dessus de son niveau pré-Covid (le constat est le même pour la productivité horaire). Selon nos calculs, compte tenu de l'évolution de l'activité, et de la productivité tendancielle pré-crise (+0,9 % en rythme annuel, voir Ducoudré et Heyer (2017)²), seuls 250 000 emplois auraient dû être créés depuis fin 2019. Or, un million d'emplois ont été créés en cinq ans et demi, soit un écart de près de 750 000. Selon la méthodologie de Heyer (2023) et Coquet et Heyer (2025)³, les pertes de productivité s'expliquent pour plus des trois quarts par des facteurs identifiés : accroissement des effectifs d'apprentis, soutiens publics apportés aux entreprises depuis la crise de la Covid, baisse du coût réel du travail et, dans une bien moindre mesure, baisses passées de la durée du travail et du taux de chômage (graphique 9.1).

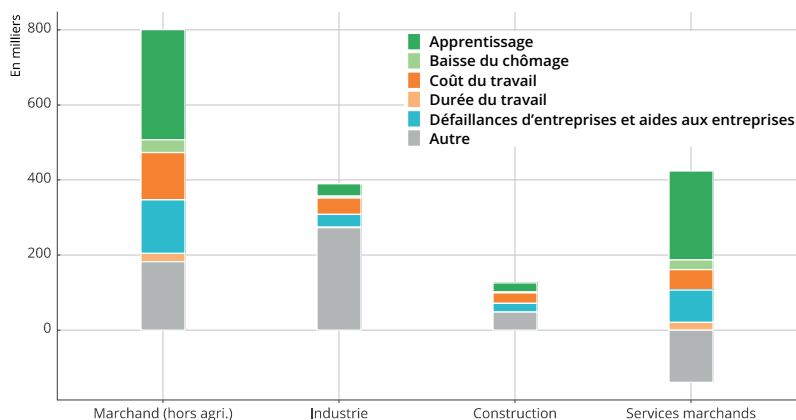
Bien que la croissance ait été plus riche en emplois qu'attendu – compte tenu de l'évolution conjointe de la valeur ajoutée marchande et de la tendance de productivité –, la productivité par salarié du secteur marchand non agricole a retrouvé, depuis un an, un niveau supérieur à celui d'avant-crise (graphique 9.2).

2. Ducoudré B. et É. Heyer, 2017, « Quel nouveau sentier de croissance de la productivité du travail ? Une analyse pour six grands pays développés », *Revue de l'OFCE*, vol. 152, n° 3.

3. Voir la méthodologie dans É. Heyer, 2023, « Comment expliquer l'évolution de l'emploi salarié depuis la crise Covid ? Une analyse économétrique sur données macro-sectorielles », *Revue de l'OFCE*, n° 180. Et pour davantage de précisions sur les déterminants de la faiblesse de la productivité ces dernières années et sur sa récente dynamique, voir B. Coquet et É. Heyer, 2025, « La productivité retrouve des couleurs », *OFCE Policy brief*, n° 142, avril.

Cette dynamique d'emplois plus soutenue qu'ailleurs a contribué à creuser l'écart de productivité entre la France et la zone euro (hors France), écart qui a culminé au 3^e trimestre 2022. Depuis, la productivité française a progressivement rattrapé son retard, si bien que la différence avec la zone euro ne représente plus que 1,6 point au 2^e trimestre 2025. Ce rattrapage tient autant à l'amélioration de la productivité en France qu'à un essoufflement des gains de productivité en zone euro entre le 3^e trimestre 2022 et le 1^{er} trimestre 2024.

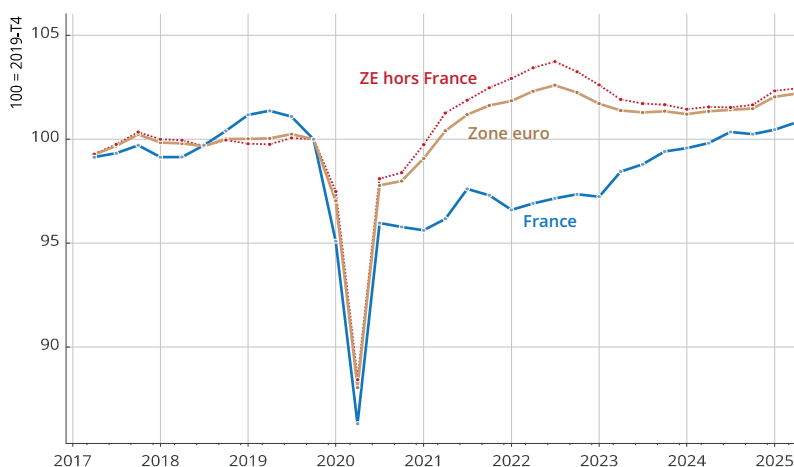
Graphique 9.1. Décomposition des évolutions de l'emploi depuis 2019



Note : Écart mi-2025 entre l'emploi salarié observé et celui simulé en stabilisant l'ensemble des variables explicatives à leur valeur de fin 2019.

Sources : Insee, prévisions OFCE octobre 2025.

Graphique 9.2. Un écart de productivité avec la zone euro fortement réduit



Champ : Salariés, secteur marchand non agricole.

Sources : Eurostat, Insee, prévisions OFCE octobre 2025.

En prévision, nous anticipons 171 000 destructions nettes d'emplois dans le secteur marchand entre fin 2024 et fin 2026 (tableau 9.1). Près de la moitié serait imputable à la réduction massive des dispositifs de politique de l'emploi. Le secteur non marchand serait également affecté par la baisse des contrats aidés, avec 23 000 suppressions sur deux ans. Toutefois, il créerait en moyenne 2 000 emplois par trimestre sur la période en raison de la poursuite des recrutements dans ce secteur qui compenseraient partiellement la baisse des contrats aidés.

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, ce qui traduirait une certaine contracyclicité de ce type d'emploi.

La productivité marchande, mesurée par la valeur ajoutée du secteur marchand rapportée à l'emploi salarié marchand non agricole, progresserait de 1 % en 2025 et de 1,2 % en 2026 (en glissement annuel), traduisant une fermeture partielle du cycle de productivité (de 0,5 point). Parallèlement, la productivité par tête dans l'ensemble de l'économie marchande, calculée sur l'ensemble des actifs occupés

Tableau 9.1. Évolution du marché du travail

	2025				2026				2024	2025	2026
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
<i>Évolution en milliers</i>											
Emploi salarié	-62	3	-6	-39	-13	-13	-13	-13	79	-104	-51
Marchand	-51	-9	-13	-34	-16	-16	-16	-16	-9	-108	-64
<i>dont politique de l'emploi</i>	-8	-9	-10	-18	-6	-6	-6	-21	5	-44	-39
Non marchand	-7	15	6	-5	3	3	3	3	84	10	13
<i>dont politique de l'emploi</i>	-2	-4	-4	-4	-1	-1	-1	-2	-2	-15	-5
Emploi non salarié	-20	-17	5	5	5	5	5	5	52	-27	20
Emploi total	-82	-14	-1	-34	-8	-8	-8	-8	131	-131	-31
<i>dont politique de l'emploi</i>	-10	-13	-14	-23	-7	-7	-7	-24	2	-59	-45
<i>Évolution en %</i>											
Emploi total	-0,3	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	-0,4	-0,1
Population active	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,4
Taux de chômage	7,5	7,5	7,6	7,7	7,9	8,0	8,1	8,2	7,4	7,6	8,0

Notes de lecture : Au 2^e trimestre 2025, 14 000 emplois ont été détruits en France, la majorité des destructions vient des non-salariés tandis que le nombre d'emploi salariés est quasi-stable : + 3 000. Le taux de chômage représentait 7,5 % de la population active, stable par rapport au trimestre précédent mais en hausse sur le semestre.

Note : Les variations d'emploi annuelles sont en glissement sur un an. Les évolutions et le taux de chômage annuels sont en moyenne sur un an.

Sources : Insee, Dares, prévision OFCE octobre 2025.

(salariés et non-salariés), augmenterait de 1 % en glissement annuel fin 2025 et de 1,2 % fin 2026⁴. Cette évolution montre que l'inclusion des non-salariés ne modifie pas sensiblement le profil de reprise de la productivité marchande.

9.2. Vers une remontée du chômage : +0,7 point d'ici 2026

À la mi-2025, le taux d'emploi progresse de 0,5 point sur un an, tandis que le taux d'activité augmente de 0,6 point. Le nombre de chômeurs au sens du BIT croît de 100 000 personnes. Sur cette même période, le taux de chômage a augmenté de 0,2 point (tableau 9.2). Le taux de chômage des plus de 49 ans diminue de 0,2 point sur un an, tandis que celui des jeunes augmente de 1,2 point. Cette hausse reflète avant tout un afflux plus important de jeunes sur le marché du travail (+0,8 point de taux d'activité), alors que leur taux d'emploi reste quasi stable. Il ne s'agit donc pas d'un signal d'affaiblissement de l'emploi, mais plutôt du fait que davantage de jeunes se présentent sur le marché, à l'image des apprentis dont l'insertion continue de progresser, mais à un rythme plus modéré au-delà de la première année⁵.

Au 2^e trimestre 2025, le taux de chômage au sens du BIT reste stable à 7,5 % de la population active (2,4 millions de personnes), un niveau légèrement supérieur à son point bas de 2022 et très en deçà du pic de 2015 (3,1 millions, soit 10,5 % de la population active). Selon l'Insee, la mise en œuvre de la loi pour le plein emploi, entrée en vigueur au début de l'année 2025, n'a pour l'instant qu'un impact limité sur les principaux indicateurs du marché du travail⁶.

En 2025 et 2026, la population active augmenterait de 172 000 personnes, portée par la tendance démographique (+297 000, en lien avec les réformes des retraites et de l'assurance chômage). Cette hausse serait toutefois freinée par une sortie nette de 89 000 personnes. En effet, le rattrapage de productivité – marqué par des destructions d'emplois – pourrait conduire certains individus à se retirer du marché du travail. Ainsi, comme indiqué dans le tableau 9.2,

4. Cela traduit une accélération de la productivité par tête depuis 2024 : les gains de productivité, qui progressaient à un rythme trimestriel moyen de 0,1 % en 2024, sont désormais anticipés autour de 0,3 % en 2026.

5. Antoine R. et N. Grandperrin, 2025, « Insertion professionnelle des apprentis de niveau CAP à BTS deux ans après leur sortie d'études en 2022 », *Dares résultats*, n° 28.

6. Insee, 2025, « Au deuxième trimestre 2025, le taux de chômage est stable à 7,5 % », *Informations Rapides*, n° 198, 8 août.

43 000 personnes deviendraient inactives sous l'effet de la flexion conjoncturelle. Par ailleurs, les réductions budgétaires affectant les politiques de l'emploi, via les suppressions nettes d'emplois qu'elles entraînent, contribueraient également à ce retrait : entre fin 2024 et 2026, nous estimons que 45 000 personnes sortiraient de la population active du seul fait de ces politiques⁷.

Finalement, avec 162 000 destructions d'emploi entre fin 2024 et fin 2026 et une hausse du chômage de près de 333 000 personnes, le taux de chômage progresserait de 0,4 point en 2025 et de 0,5 point d'ici fin 2026, pour atteindre 8,2 % de la population active. Enfin, aucune incidence spécifique de la loi pour le plein emploi n'est intégrée dans notre scénario en prévision.

Tableau 9.2. Évolution de l'emploi, du chômage et de la population active

	2025				2026				Évolution sur un an		
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	2024	2025	2026
<i>En milliers, moyenne trimestrielle</i>											
Emploi (1)	-82	-14	-1	-34	-8	-8	-8	-8	131	-131	-31
Chômage (2)	67	29	32	57	43	44	43	36	-66	178	155
Population active (1) + (2)	-15	15	29	19	34	32	28	31	65	47	124
Population active tendancielle	35	36	37	39	37	37	37	37	154	148	149
Effet de flexion conjoncturel	-20	-5	-2	-8	-2	-2	-2	-2	7	-35	-8
Effet des politiques de l'emploi	-3	-7	-7	-12	-2	0	-1	-13	0	-29	-16
Résidu	-26	-10	0	0	0	0	0	0	-96	-37	0
Variation du taux de chômage	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,2	0,5	0,5
Niveau du taux de chômage	7,5	7,5	7,6	7,7	7,9	8,0	8,1	8,2	7,3	7,8	8,2

Note de lecture : 96 000 emplois ont été détruits et le nombre de chômeurs a reculé d'autant en moyenne au 1^{er} semestre 2025. Au total, on recense une population active stable au 1^{er} semestre 2025. L'évolution de la population active s'explique par une augmentation tendancielle de celle-ci (+71 000), l'effet des politiques de l'emploi (hors formation) (-10 000), par un effet de flexion (-25 000), par un résidu correspondant à l'écart entre l'évolution de la population active et les trois premiers composants de celle-ci. La tendance de la population active est basée sur les projections de population active de 2022, y compris l'effet de la réforme des retraites 2023 et de celle de l'assurance chômage de 2023.

Sources : Insee (Enquête emploi pour le chômage, Comptes nationaux trimestriels pour l'emploi), Dares, prévision OFCE octobre 2025.

9.3. Pas de soutien des politiques de l'emploi

La loi de finances initiale pour 2025 prévoit une baisse importante des crédits alloués aux programmes 102 (*Accès et retour à l'emploi*) et 103 (*Accompagnement des mutations économiques et développement de l'emploi*) de la mission « Travail, emploi et administration des ministères

7. Les totaux peuvent différer de la somme des composantes en raison des arrondis.

sociaux ». Ces crédits diminuent de 17 % entre 2024 et 2025, soit une économie budgétaire *ex ante* de 3,7 milliards d'euros (Md€). Les crédits d'intervention dédiés aux dispositifs d'insertion dans l'emploi reculent d'1 Md€, ce que nous retenons dans notre prévision (tableau 9.3). S'agissant de 2026, la publication tardive des documents budgétaires nous oblige donc à prolonger les dynamiques prévues pour 2025, en cohérence avec les plafonds de dépenses du projet de loi de finances pour 2026 publiés le 15 juillet, qui coïncident avec nos prévisions antérieures⁸.

Les principales mesures concernent les dispositifs à *guichet fermé* : suppression des emplois francs (47 000 bénéficiaires fin juillet 2024 contre une quasi-disparition attendue fin 2026), extinction progressive des CUI-CIE (plus de nouveaux bénéficiaires à partir de fin 2025), et forte baisse des PEC (-40 000 bénéficiaires sur 2025, puis -1 000 par mois en 2026). Au total, le nombre de bénéficiaires de ces dispositifs reculerait de 73 000 en 2025 puis de 20 000 en 2026, soit un impact net de 26 000 destructions d'emploi en 2025 et 5 000 en 2026 (tableau 9.3).

En contrepoint, l'insertion par l'activité économique (IAE) bénéficie d'une hausse de crédits de près de 300 M€ (+22 %), dont une grande partie pour les ateliers et chantiers d'insertion. Avec une aide unitaire fixée à 21 850 € depuis 2022⁹, cela permettrait de financer environ 11 400 emplois supplémentaires en 2025. En tenant compte d'un effet emploi de 110 %¹⁰, nous anticipons +11 000 bénéficiaires en 2025 et un impact légèrement positif encore en 2026. Nous supposons également que la part des bénéficiaires des autres formes d'IAE¹¹ reste stable entre 2024 et 2026.

Du côté de l'alternance, les entrées ont été plus dynamiques que prévu en début d'année (+10 000), mais le stock progresse moins rapidement, suggérant une durée moyenne de contrat inférieure aux 13,6 mois pour la cohorte 2024¹². Le bleu budgétaire anticipe une

8. Les crédits de paiements entre la LFI 2025 et la LFI 2026 pour les deux missions – 102 et 103 – diminuent de 2,4 milliards d'euros environ : <https://www.budget.gouv.fr/documentation/documents-budgetaires/exercice-2026/projet-loi-finances-les/les-bleus-budgetaires-projets>

9. « Les ateliers et chantiers d'insertion (ACI) », Ministère du Travail et des Solidarités, 4 septembre 2015.

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 » (S. Bernard et M. Rey, 2017, « Les contrats aidés : quels objectifs, quel bilan ? », *Dares Analyses*, n° 021, 24 mars).

11. Les entreprises d'insertion, les associations intermédiaires, les entreprises de travail temporaire d'insertion, les entreprises d'insertion par le travail indépendant.

12. Dares, 2025, « Séries longues : le contrat d'apprentissage », 28 février.

baisse des entrées de 5,7 % entre 2024 et 2025¹³, ce qui conforte notre hypothèse de ralentissement. Nous révisons donc à la baisse les suppressions nettes de bénéficiaires de l’alternance, tout en considérant que le dispositif reste largement mobilisé. Au total, nous prévoyons -109 000 bénéficiaires d’ici fin 2026, soit une destruction nette de 65 000 emplois¹⁴.

Enfin, l’aide à l’embauche des contrats de professionnalisation est supprimée dès 2025, mais son impact négatif semble limité : 20 000 entrées ont été comptabilisées entre mars et juin, alors qu’aucune n’était anticipée. Le nombre de bénéficiaires reculerait toutefois de 70 000 fin 2024 à 35 000 fin 2025, puis 15 000 fin 2026. Le nombre de bénéficiaires de l’aide à la création d’entreprise évoluerait, pour sa part, en proportion de la valeur ajoutée marchande.

Au total, le nombre de bénéficiaires des politiques de l’emploi reculerait de 128 000 en 2025 et de 87 000 en 2026, correspondant à 60 000 destructions d’emplois en 2025 et 45 000 en 2026 (tableau 9.3).

Tableau 9.3. Emplois aidés 2024-2026 : bénéficiaires, variations des bénéficiaires, effets emploi au T4

En milliers	Nombre de bénéficiaires			Variations des effectifs			Effets sur l’emploi		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Contrat initiative 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	22	21	-5	-21	-2	-3	-11	-1
Structures d’IAE*	139	149	155	-5	11	6	-1	9	6
Aide créateurs d’entreprise	323	325	329	17	2	4	4	1	1
Contrat d’apprentissage	1 035	973	927	26	-63	-46	-18	-38	-27
Contrat professionnalisation	72	48	17	-21	-24	-31	-13	-15	-20
Total	1 665	1 537	1 450	1	-128	-87	3	-60	-45

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 4^e 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 octobre 2025.

13. <https://www.budget.gouv.fr/documentation/documents-budgetaires/exercice-2025/projet-loi-finances-les/budget-general-plf-32>

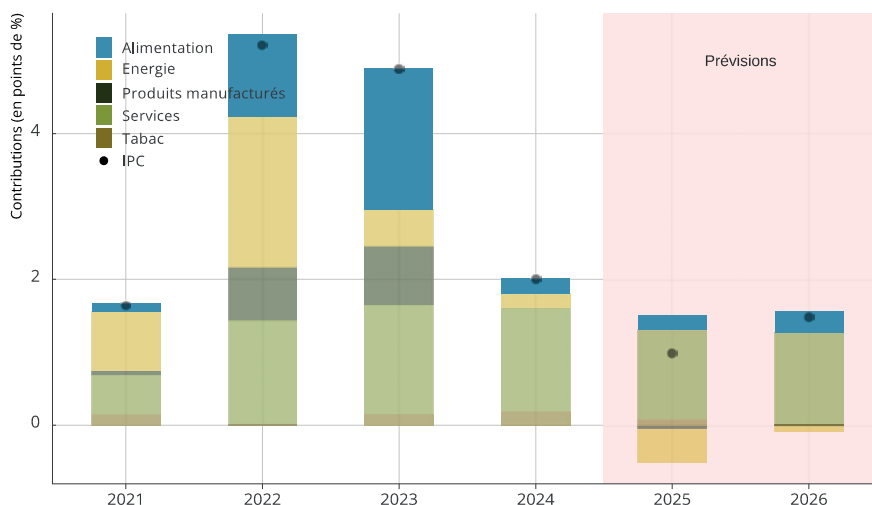
14. Notre prévision ne tient pas compte de la baisse de la prime à l’embauche.

10. Des ménages inquiets, une épargne élevée

10.1. Une inflation faible

Après deux années de hausse marquée de l'indice des prix à la consommation (5,2 % en 2022 et 4,9 % en 2023), 2024 et 2025 ont été caractérisées par un fort reflux de l'inflation (graphique 10.1). Passant de 6,3 %, au moment du pic de février 2023, elle est tombée à 0,7 % en mai 2025, chiffre qui n'avait pas été atteint depuis plus de quatre ans, avant la montée des tensions inflationnistes avec la reprise post-Covid. La baisse de l'inflation est principalement due à la décreue 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 24 % pour les prix de l'énergie et 23 % pour l'alimentaire). En 2025, l'inflation, mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC), ne serait que de 1 % en moyenne annuelle (après 2 % en 2024), en raison de la baisse des prix de l'énergie et des produits manufacturés. En 2026, l'inflation

Graphique 10.1. Évolution et contribution des composantes de l'IPC



Sources : INSEE, prévision OFCE octobre 2025.

se redresserait à 1,5 % en moyenne annuelle mais resterait modérée en raison de prix de l'énergie toujours orientés à la baisse et de salaires peu dynamiques (2,2 % en 2026 après 2 % en 2025 pour le salaire moyen par tête), conduisant à une inflation sous-jacente relativement faible (1,6 % en 2025 et 1,7 % en 2026).

10.2. Un pouvoir d'achat des ménages en berne en 2026 après une légère hausse en 2025

Après une hausse significative en 2024 (+2,1 % par unité de consommation (UC¹)), le pouvoir d'achat des ménages augmenterait légèrement en 2025 (+0,6 % par UC) (tableau 10.1). Dans un contexte de faible inflation, les gains de pouvoir d'achat en 2025 seraient tirés par les prestations sociales avec notamment la revalorisation de 2,2 % des retraites et par la hausse des salaires réels. Le ralentissement des salaires nominaux étant moins marqué que celui des prix, le salaire moyen par tête (SMPT) réel progresserait de 1,0 % en 2025 après 0,6 % en 2024. Cependant, les destructions nettes d'emplois², la hausse de la fiscalité, bien que ciblée sur les plus hauts revenus, et le ralentissement des revenus du patrimoine, qui soutenaient largement la hausse du pouvoir d'achat depuis 2021, atténueraient les effets positifs du rattrapage des salaires réels.

En 2026, la tendance s'inverserait : le revenu réel par unité de consommation diminuerait de 0,4 %. Dans un contexte de consolidation budgétaire, la faible croissance des prestations sociales pèserait sur la hausse du pouvoir d'achat, accentuée par la remontée modérée de l'inflation. La masse salariale serait également peu dynamique : malgré des salaires réels qui restent en hausse (+0,8 %), les destructions d'emplois freineraient la croissance du RDB réel. Enfin, la contribution des revenus de patrimoine demeurerait limitée, amplifiant le recul global.

1. Pour comparer les niveaux de vie de ménages de taille ou de composition différente, on divise le revenu par le nombre d'unités de consommation (UC). Celles-ci sont calculées de la façon suivante: 1 UC pour le premier adulte du ménage, 0,5 UC pour les autres personnes de 14 ans ou plus, 0,3 UC pour les enfants de moins de 14 ans.

2. Voir tableau 9.1 dans la section précédente, « Un marché du travail malmené ».

Tableau 10.1. Compte des ménages

	2022	2023	2024	2025	2026
Revenu disponible brut (RDB) nominal	5,4	7,9	4,8	1,5	1,5
Déflateur de la consommation	4,9	7,0	2,2	0,5	1,4
IPC	5,2	4,9	2,0	1,0	1,5
RDB réel	0,4	0,8	2,5	1,0	0,1
RDB réel par unité de consommation ^a	-0,2	0,3	2,1	0,6	-0,4
Consommation des ménages (en volume)	3,2	0,7	1,0	0,4	0,7
Taux d'épargne (en % du RDB)	16,9	16,9	18,2	18,7	18,2
Salaire moyen par tête (SMPT) nominal	5,6	4,3	2,6	2,0	2,2
SMPT réel ^b	0,4	-0,6	0,6	1,0	0,8

Notes : ^a Déflaté par le déflateur de la consommation. ^b Déflaté par l'IPC.

Sources : INSEE, prévision OFCE octobre 2025.

10.3. Le taux d'épargne reste élevé mais devrait baisser au cours des prochains trimestres

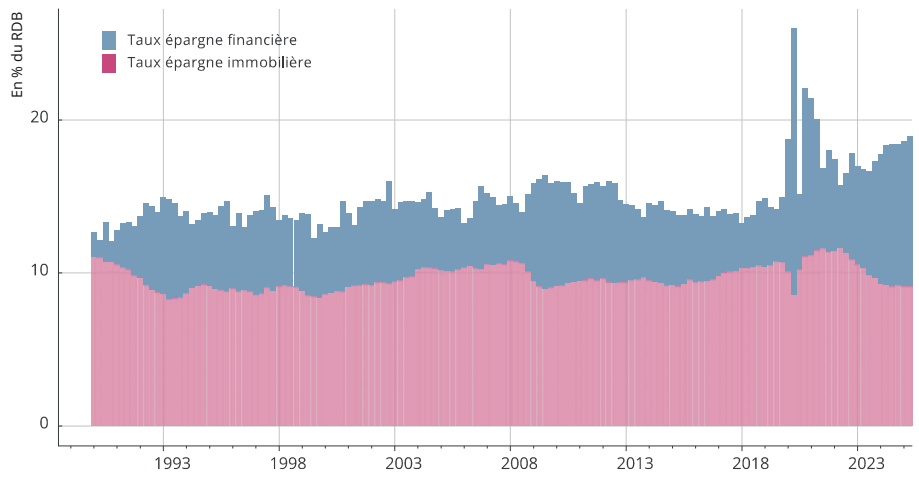
Mi-2025, le taux d'épargne des ménages atteint 18,9 % du revenu disponible brut (RDB). Il se situe 4,3 points de revenu au-dessus de son niveau d'avant la crise Covid, qui s'élevait à 14,6 % du RDB en moyenne au cours de la décennie 2010. Malgré le choc inflationniste, les ménages n'ont pas utilisé cette « sur-épargne » pour lisser les effets de l'inflation sur leur consommation : le taux d'épargne est au contraire reparti à la hausse depuis la mi-2022, augmentant de plus de 3 points de RDB. Ainsi, au cours des cinq dernières années et demie, les ménages ont accumulé 21 points de revenu annuel en sur-épargne, soit près de 350 milliards d'euros courants. Ce chiffre ne tient toutefois pas compte de la dépréciation réelle de leur patrimoine, or la valeur réelle de ce patrimoine a baissé depuis 2022 sous l'effet de la taxe inflationniste³. Cette sur-épargne s'est dirigée majoritairement vers l'épargne financière : le taux d'épargne financière avoisine désormais 10 % du RDB, soit deux fois plus qu'avant la crise Covid, dépassant même pour la première fois depuis le T42000 celui de l'Allemagne⁴ (graphique 10.2).

3. Pour plus d'informations, voir la partie II du n° 187 de la *Revue de l'OFCE*, « Perspectives 2024-2025 pour l'économie française » : <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/3-187OFCE.pdf>

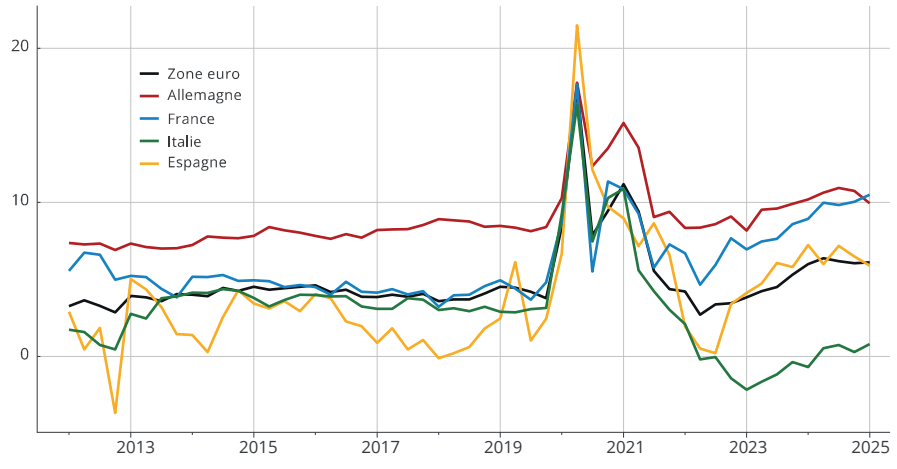
4. Voir Banque de France, 2025, « Épargne des ménages – 2025-Q1 », 13 août.

Graphique 10.2. Taux d'épargne financière des ménages

a) En France



b) Comparaison européenne



Sources : INSEE, prévision OFCE octobre 2025.

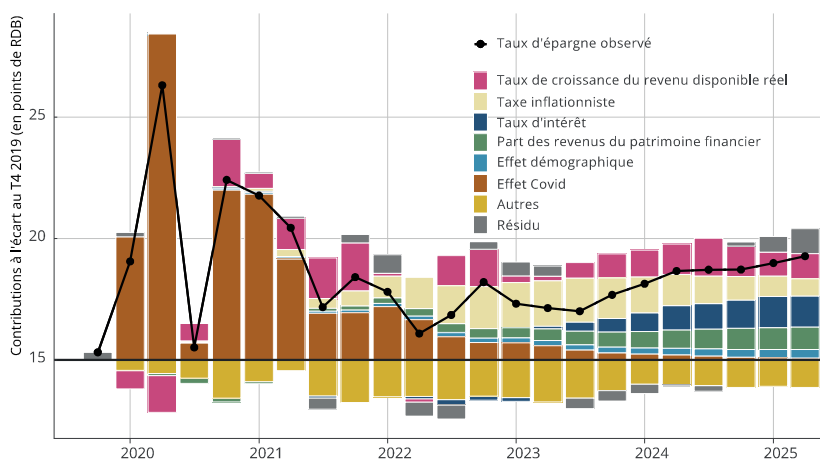
Encadré 10.1. Comment expliquer l'évolution du taux d'épargne depuis fin 2019 ?

Entre fin 2019 et mi-2025, le taux d'épargne des ménages en France a augmenté de 3,9 points de revenu, passant de 15 % du RDB à 18,9 % du RDB. Si la crise de la Covid-19 a été marquée par un phénomène d'accumulation inédit d'épargne grâce au maintien du revenu du travail et à une consommation limitée du fait des confinements, depuis, le taux d'épargne n'est jamais revenu à son niveau moyen de la décennie 2010. Plusieurs facteurs peuvent expliquer cette hausse (graphique 10.3).

Une première explication tient au retour de l'inflation en 2022 et 2023 : la hausse générale des prix a réduit la valeur réelle du patrimoine financier des ménages, ce qui a pu les inciter à épargner davantage afin de compenser cette « taxe inflationniste ». À cette période, plus de la moitié de la hausse du taux d'épargne par rapport à fin 2019 s'expliquait par l'inflation. Sa contribution diminue depuis 2024 avec le reflux de l'inflation.

Parallèlement, l'augmentation des taux d'intérêt à partir de 2022 a freiné la consommation, en renchérissant le coût des crédits à la consommation. Ainsi, depuis mi-2023, les taux d'intérêt contribuent positivement à la hausse du taux d'épargne par rapport à la période pré-Covid ; ils expliquent un tiers au 2^e trimestre 2025.

Graphique 10.3. Décomposition de l'évolution du taux d'épargne par rapport au T4 2019



Les gains de pouvoir d'achat enregistrés depuis le 3^e trimestre de 2023 ont également soutenu la hausse du taux d'épargne. En effet, si à long terme la consommation en volume est indexée unitairement sur le revenu réel, à court terme, les chocs positifs de pouvoir d'achat se traduisent d'abord par une augmentation transitoire de l'épargne, car il existe un délai entre un choc sur le revenu et sa transmission à la consommation.

Les effets de structure des revenus ont eux aussi favorisé l'augmentation du taux d'épargne au niveau macroéconomique depuis 2019. En effet, les différentes composantes du revenu des ménages ne sont pas consommées dans les mêmes proportions. En particulier, les revenus financiers sont proportionnellement plus épargnés que les autres types de revenus, et sont majoritairement détenus par des ménages plus aisés, qui épargnent plus. Or, entre fin 2019 et fin 2024, la part des revenus du patrimoine financier dans le RDB n'a cessé d'augmenter, passant de 6,1 % du RDB à 8,1 % du RDB. Mi-2025, elle contribue à hauteur de 1,3 point de revenu à la hausse du taux d'épargne par rapport à son niveau d'avant la crise sanitaire.

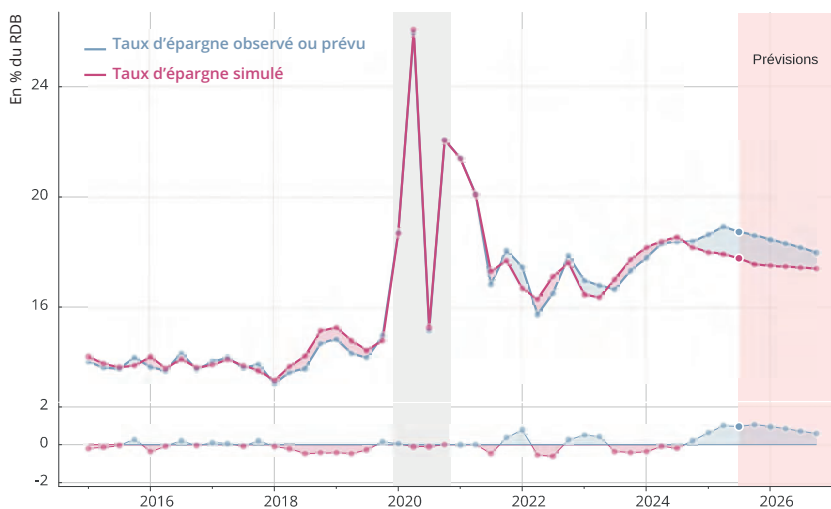
Une autre explication est liée aux effets démographiques et au vieillissement de la population. Les jeunes ayant un taux d'épargne plus faible, leur moindre poids dans la population accroît mécaniquement l'épargne globale.

Enfin, l'incertitude peut conduire les ménages à différer leurs décisions de consommation, renforçant ainsi l'épargne. Le résidu positif observé à partir de fin 2024, au moment de la montée de l'instabilité politique, et qui s'accroît en 2025, pourrait résulter de cette incertitude.

Selon nos prévisions, le taux d'épargne augmenterait en moyenne en 2025 et atteindrait 18,7 % du RDB, porté par sa hausse du premier semestre. Il commencerait toutefois à baisser au second semestre 2025, sous l'effet notamment du fort repli de l'inflation et de la baisse des taux d'intérêt. La disparition de la taxe inflationniste et une épargne moins rémunératrice nominalement pousseraient les ménages à réduire progressivement leur taux d'épargne, tandis que la baisse des taux des nouveaux crédits bancaires les inciterait à consommer davantage. De plus, les revenus du patrimoine, qui sont proportionnellement plus épargnés que les autres types de revenus, ne devraient plus alimenter la hausse du pouvoir d'achat en 2025 et 2026, favorisant ainsi un recul du taux d'épargne au niveau macroéconomique. Par conséquent, nous anticipons une diminution du taux d'épargne en 2026, à 18,2 % du RDB en moyenne, qui soutiendrait la consommation et la croissance.

La réduction prévue du taux d'épargne est cependant plus modérée que ce qu'indique notre équation (graphique 10.4), en raison d'effets liés à l'incertitude. En effet, on peut observer depuis fin 2024 un écart qui s'amplifie entre le taux d'épargne observé et l'estimation du taux d'épargne basée sur ses déterminants traditionnels. Cet écart coïncide avec la montée de l'instabilité politique depuis la dissolution de l'Assemblée nationale et la censure du budget. L'incertitude étant repartie à la hausse depuis l'annonce de François Bayrou de se soumettre à la confiance du gouvernement, nous maintenons cet écart en 2026. La démission surprise du gouvernement Lecornu et l'incertitude concernant l'adoption d'un budget d'ici la fin de l'année ne feront que renforcer cet effet. Par conséquent, le taux d'épargne moyen que nous inscrivons en prévision en 2026 est 0,8 point au-dessus de ce que nous indique notre équation, reflétant ce haut niveau d'incertitude. Bien que prévu en baisse, il s'établirait fin 2026 à 18 % du RDB, encore plus de 3 points de revenu au-dessus de son niveau pré-Covid et 0,6 point au-dessus de ce qu'indique notre équation.

Graphique 10.4. Taux d'épargne prévu et taux d'épargne issu de l'équation



Dernier point connu : T2 2025.

Note : Le taux d'épargne simulé résulte de l'équation et est prolongé à partir des exogènes prévues. Le taux observé est prolongé avec notre prévision, dans laquelle nous réduisons 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 intègre des variables indicatrices entre le T1 2020 et le T4 2020 (Covid), marquées en gris.

Sources : INSEE, prévision OFCE octobre 2025.

10.4. L'investissement des ménages retrouve progressivement des couleurs

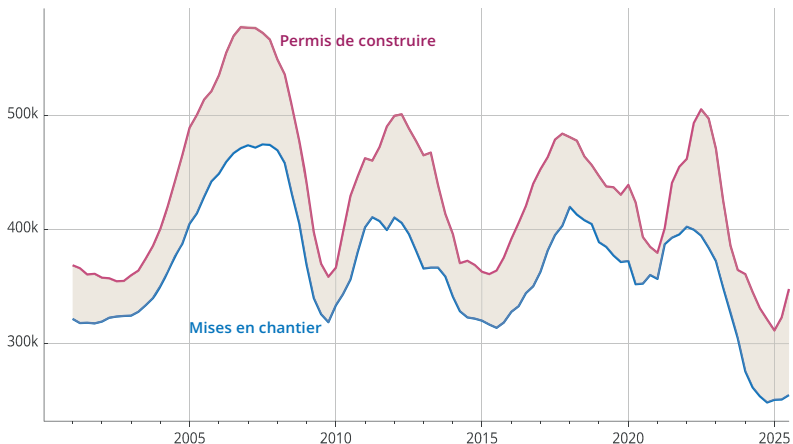
La hausse des permis de construire enregistrée depuis le début de l'année 2025 laisse présager un redressement du secteur de la construction (graphique 10.5a), la poursuite de la baisse des taux d'intérêt des nouveaux crédits à l'habitat (graphique 10.5b) entamée début 2024 s'est accompagnée d'une nette amélioration des enquêtes de conjoncture menées auprès des professionnels du secteur (graphique 10.5c)⁵.

Par la suite, l'augmentation du volume des crédits à l'habitat accordés aux ménages (graphique 10.5d) a eu pour conséquence de soutenir de nouveau les transactions dans l'ancien (graphique 5.5e), celles-ci contribuant positivement au redressement de l'investissement des ménages au travers de ses composantes fiscales (les DMTO) et travaux.

Dès lors, nous anticipons que l'investissement des ménages devrait croître sous l'effet de la reprise du secteur de la construction neuve, soutenu notamment par l'ouverture à l'ensemble du territoire du dispositif de prêt à taux zéro (PTZ).

Graphique 10.5(a). Éléments conjoncturels du secteur du logement résidentiel

a) Mises en chantier et permis de construire

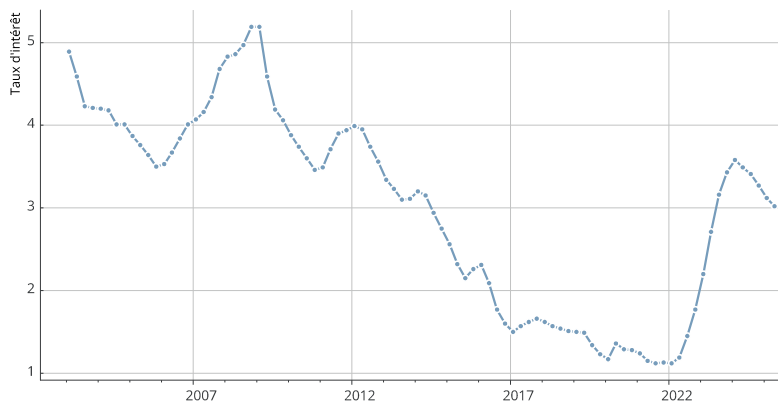


Sources : INSEE, prévision OFCE octobre 2025.

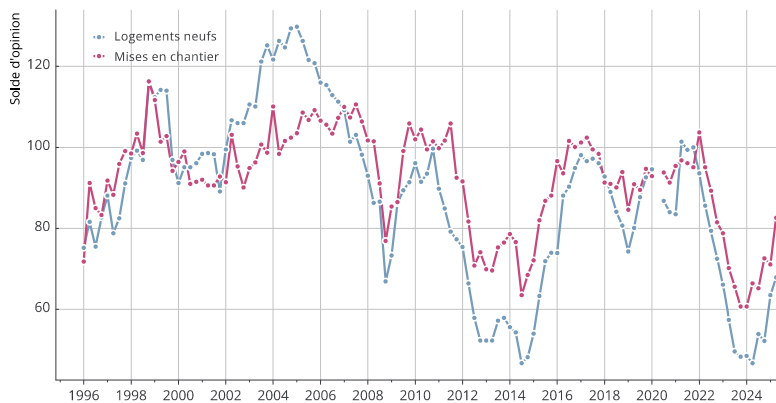
5. Voir É. Heyer et P. Madec, 2024, « Investissement des ménages en Europe : impact de la hausse des taux d'intérêt », *Revue de l'OFCE*, n° 187.

Graphique 10.5(bcd). Éléments conjoncturels du secteur du logement résidentiel

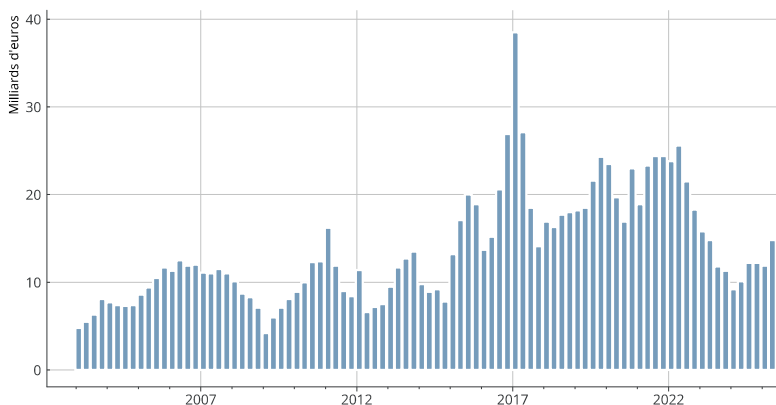
b) Taux des nouveaux crédits à l'habitat



c) Conjoncture du bâtiment



d) Volume de nouveaux crédits à l'habitat



Sources : Banque de France, INSEE, prévision OFCE octobre 2025.

11. Les entreprises sont fébriles

11.1. Investissement en services, désinvestissement en construction

Avec un taux de croissance proche de zéro au premier trimestre (+0,1 %) et légèrement négatif au deuxième (-0,2 %), la formation brute de capital fixe (FBCF) des entreprises non financières (ENF) résiste. Dans la continuité des trimestres précédents, ce sont essentiellement les services marchands qui contribuent positivement à la croissance de la FBCF, en particulier les services en information-communication et les services aux entreprises, dont les taux de croissance avoisinent 0,7 % en moyenne sur les deux premiers trimestres. La FBCF en produits de la construction continue de baisser, pour le huitième trimestre consécutif (-1,6 % au premier trimestre et -0,5 % au deuxième), tandis que celle en produits manufacturés reste stable, avec un taux de croissance autour de zéro depuis trois trimestres. On remarque cependant qu'au sein de l'investissement en produits manufacturés, la contribution positive des matériels de transport, qui neutralisait les contributions négatives des biens d'équipement et des autres produits industriels fin 2024 et début 2025, replonge au deuxième trimestre avec un taux de croissance à -1,9 %. Le taux d'investissement des ENF reste donc stable à 16,6 % de la valeur ajoutée marchande, toujours bien au-dessus de sa moyenne sur 10 ou 20 ans à 15,4 % et 15,1 % respectivement (graphique 11.1).

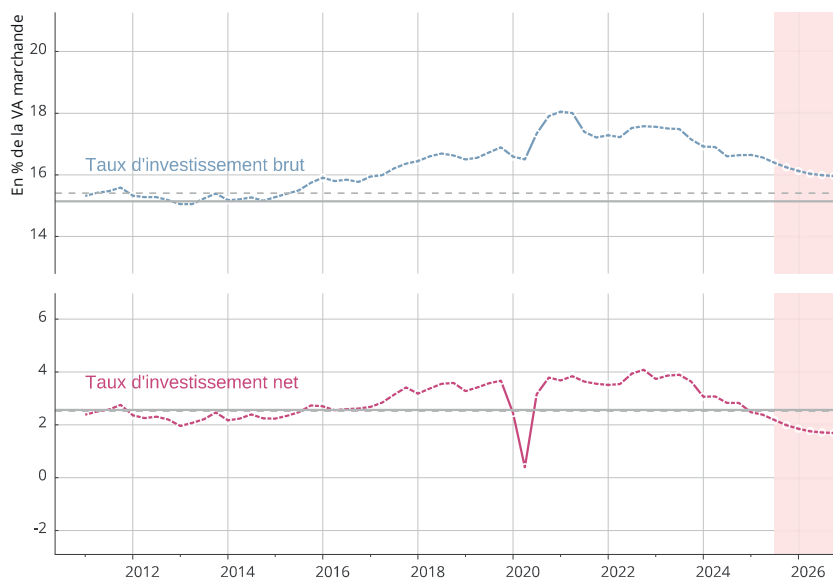
11.2. Vers une réduction du taux d'investissement

Nous prévoyons une réduction de la FBCF des ENF de 1,4 % en 2025 et 1,7 % en 2026, soit un rythme un peu moins rapide que celui observé en 2024 (-2,4 %), et un taux d'investissement qui s'établirait à 16 % de la valeur ajoutée fin 2026 (graphique 11.1). Ce scénario est marqué par des perspectives de demande qui stagnent¹, et insuffisantes pour compenser l'écart qui s'est créé entre le taux d'investissement et le coût du capital depuis fin 2022. D'autres facteurs viennent renforcer cette prévision. Les sondages d'opinion et les

1. Voir *supra* le tableau 7.2 dans la section 7 de cette partie, « La consolidation budgétaire et l'incertitude amputent la croissance en 2025 et 2026 ».

carne de commande dans l'industrie et la construction soutiennent une hausse modérée, voire un repli, de la demande en fin d'année. Le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie, bien qu'il masque une certaine hétérogénéité quant à la capacité des entreprises à répondre à la demande qui leur est adressée, reste inférieur à son niveau moyen². La rémunération du capital, au sens du taux de marge, continue de diminuer (graphique 11.2). Enfin, l'incertitude liée à la politique nationale a de nouveau augmenté au mois de septembre, atteignant un niveau comparable à celui observé en juillet 2024 au moment de la dissolution de l'Assemblée³. Au regard de l'instabilité politique actuelle, ce niveau d'incertitude devrait se maintenir au-delà du mois de septembre, ce qui conduirait les entreprises à être particulièrement prudentes dans leurs orientations d'investissement au cours des prochains trimestres.

Graphique 11.1. Taux d'investissement des ENF en volume



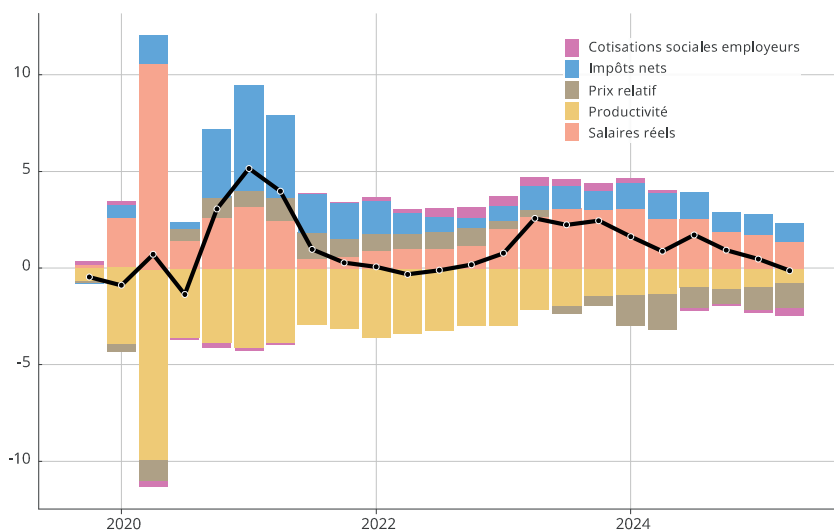
Note : Les lignes grises indiquent la moyenne du taux d'investissement en volume entre 1995 et 2015 (solide) et entre 2005 et 2015 (en pointillé). Les taux d'investissement sont calculés à partir de l'investissement et de la valeur ajoutée marchande mesurés en volume.

Sources : INSEE, prévision OFCE octobre 2025.

2. Voir Insee, 2025, « En juillet 2025, la demande, passée comme prévue, s'affaiblit selon les industriels. Enquête trimestrielle de conjoncture dans l'industrie – juillet 2025 », *Informations Rapides*, n° 178, 24 juillet, et Banque de France, 2025, « Enquête mensuelle de conjoncture – Début septembre 2025 », 9 septembre.
3. Voir *supra* la section 8 de cette partie, « L'incertitude politique pèse sur l'activité ».

Le taux de marge brut des sociétés non financières (SNF) continue de diminuer pour le troisième trimestre consécutif et atteint 30,7 % de la valeur ajoutée au deuxième trimestre, soit près de 2,5 points de valeur ajoutée de moins qu'au moment du dernier pic de FBCF au troisième trimestre 2023. Il repasse ainsi en dessous de la moyenne de 2019, malgré la baisse de la fiscalité sur la production et la baisse du salaire réel (graphique 11.2). La baisse du taux de marge aux deux premiers trimestres concerne en particulier la branche de l'énergie, qui atteint 68,4 % de la valeur ajoutée au deuxième trimestre, en raison d'une baisse de la demande et d'un effet prix relatif défavorable. Le taux de marge du secteur des services marchands baisse aussi, pour le troisième trimestre consécutif, ce qui s'explique notamment par l'augmentation de la fiscalité sur la production et l'augmentation du salaire réel. Ces baisses de marge sont en partie compensées par l'augmentation du taux de marge dans l'industrie manufacturière, qui atteint 37,7 % de la valeur ajoutée au deuxième trimestre, tirée par la productivité du travail et par un effet prix relatif favorable.

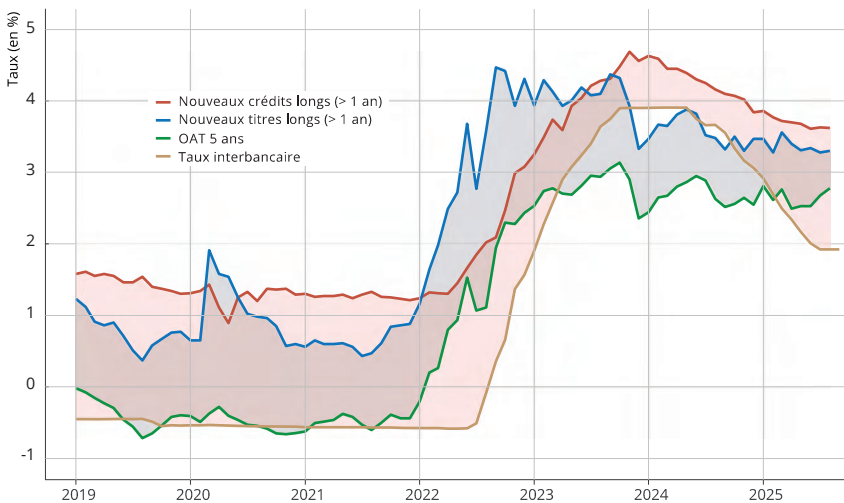
Graphique 11.2. Variation du taux de marge des SNF par rapport à la moyenne de 2019



Sources : INSEE, prévision OFCE octobre 2025.

Le coût de financement à long terme des entreprises continue de baisser mais le rythme ralentit (graphique 11.3). Le taux sur les nouveaux crédits longs (plus d'un an) a diminué de plus de 20 points de base depuis fin 2024, ce qui indique que les banques continuent de répercuter la baisse de leur coût de financement sur les entreprises. En revanche, le rendement des obligations d'entreprise à maturités longues (plus d'un an) est resté au même niveau que celui observé fin 2024. La réduction du taux directeur de la BCE, qui affecte surtout le segment court de la courbe des taux, ne semble pas se répercuter sur le rendement des titres de dette nouvellement émis par les SNF. L'augmentation du taux sur l'emprunt phare à 10 ans, plus de 75 points de base depuis décembre 2023, ne se répercute pas non plus. La trajectoire du rendement des nouveaux titres émis par les SNF semble plutôt calée sur celle de l'OAT à 5 ans, qui lui est globalement stable.

Graphique 11.3. Taux d'intérêt et coût de financement des SNF



Sources : Banque de France, BCE, investing.com, prévision OFCE octobre 2025.

12. La difficile baisse du déficit

En 2024, le Conseil de l'Union européenne a ouvert une procédure de déficit excessif à l'encontre de la France. Selon les dernières données disponibles, le déficit public s'est établi à 5,8 % du PIB en 2024 (voir tableau 12.1). Ce fort déficit a été observé dans un contexte politique tendu. Toutefois, les chiffres décevants sur le front des finances publiques s'expliquent par un long processus de dégradation relative des finances publiques hexagonales¹.

En 2025, la politique budgétaire s'est engagée dans la voie de la consolidation budgétaire. À l'issue d'un processus politique complexe, la loi de finances initiale de 2025 a été promulguée au cours du mois de février 2025. Selon nos calculs, l'ajustement budgétaire structurel primaire pour 2025 devrait s'établir à 0,9 point de PIB. L'effacement des dispositifs du plan de relance post-crisis Covid et inflationniste améliore le solde public de 0,3 point de PIB. Par ailleurs, l'essentiel de la consolidation proviendra des hausses de prélèvements obligatoires (0,5 point de PIB). Parmi les mesures nouvelles en prélèvements obligatoires, les entreprises sont particulièrement concernées avec notamment la contribution exceptionnelle sur les grandes entreprises (8 milliards d'euros). Les ménages de leur côté voient leur fiscalité alourdie de 0,2 point de PIB avec la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus. Selon nos calculs, hors mesures de relance et charges d'intérêt, la dépense publique devrait évoluer comme le PIB potentiel. L'ajustement structurel sur la dépense primaire sera ainsi faible (0,1 point de PIB).

L'impulsion budgétaire de 2025 s'explique essentiellement par les hausses de fiscalité, ciblées sur les grands groupes et les hauts revenus. Ainsi, le multiplicateur associé à la politique budgétaire devrait être relativement faible (nous l'évaluons à moins de 0,5). En 2025, la politique budgétaire amputerait la croissance du PIB de 0,4 point.

1. Voir É. Heyer, M. Plane, X. Ragot, R. Sampognaro et X. Timbeau, 2025, « Quelles trajectoires pour les finances publiques de la France ? », *OFCE Working Paper*, n° 13.

Malgré une orientation clairement restrictive en 2025, la baisse du déficit sera atténuée par la dégradation de l'activité qui ampute le solde conjoncturel de 0,3 point de PIB et la hausse de la charge d'intérêts (0,2 point de PIB). Au total, le déficit public est attendu à 5,4 % de PIB pour l'année 2025.

Dans un contexte politique tendu il est difficile de réaliser une prévision de politique budgétaire. Sans prédire l'issue finale du processus politique, nous avons construit un scénario qui est calé sur le rapport d'avancement annuel de 2025².

Encadré 12.1. Quelles marges de manœuvre peut disposer un nouveau gouvernement au regard des engagements européens ?

Le scénario retenu dans la prévision tient compte du respect du plan budgétaire et structurel à moyen terme (PSMT) pour la période 2025-2029 présenté en octobre 2024. Le rapport d'avancement annuel (RAA) du mois d'avril 2025 confirmait cette trajectoire. En absence de clarté pour la politique budgétaire à venir nous avons décidé de maintenir cette trajectoire comme un scénario de référence. Les tensions politiques récentes, en lien avec les difficultés à mettre en place un programme prévoyant des économies très fortes, nous a fait considérer un scénario alternatif qui tout en respectant le PSMT français en vigueur, allège la consolidation budgétaire.

Le RAA 2025 anticipe une évolution de la dépense publique nette de +0,7 % en 2026. Le document spécifie aussi que compte tenu des efforts réalisés par le passé, une évolution de 1,2 % serait toujours compatible pour 2026 avec la procédure de déficit excessif française. Cela donne une marge de manœuvre de 0,2 point de PIB au futur gouvernement tout en respectant les règles européennes à court terme, s'il s'engage à atteindre un déficit inférieur à 3 % en 2029. Ainsi, si la constitution d'un nouveau gouvernement implique des concessions budgétaires, la France pourrait mettre en place un ajustement budgétaire primaire de l'ordre de 0,7 point de PIB tout en respectant le PSMT envoyé à la Commission européenne et qui placerait le pays sur une trajectoire qui pourrait mettre fin à la procédure de déficit excessif en vigueur.

Il faut remarquer que ce scénario, moins strict que le contenu du rapport d'avancement annuel et le plan pluriannuel envoyé à la Commission européenne en vue de la sortie de la procédure de déficit excessif, aura des conséquences sur la consolidation nécessaire à partir de 2027 pour

2. Direction générale du Trésor, 2025, *Rapport d'avancement annuel 2025*, Paris, Ministère de l'Économie, des Finances et de la Souveraineté industrielle, énergétique et numérique.

respecter les cibles de désendettement des nouvelles règles de la gouvernance européenne.

Selon nos estimations, dans ce cas de figure le déficit public devrait atteindre 5,1 % du PIB en 2026. Si le scénario d'une moindre consolidation se précise et que la trajectoire ultérieure d'une consolidation plus forte au cours des années à venir est jugée crédible alors nous pouvons envisager un aléa haussier sur notre prévision pour 2026. Pour rappel, dans Heyer *et al.* (2025)^(a) nous avons estimé l'effet d'une telle déviation par rapport à la trajectoire du PSMT. Toutefois, la crédibilité sur la mise en place future de la consolidation joue un rôle clé, dans un moment où la France peine à trouver de la stabilité gouvernementale.

Plus largement, un nouveau gouvernement pourrait décider de revoir plus sensiblement la trajectoire de finances publiques mais pour cela il doit envoyer un nouveau plan pluriannuel à ses partenaires de l'Union européenne, ce qui ouvrirait une nouvelle phase de négociation pour apprécier la conformité de la nouvelle trajectoire avec les exigences des règles de la gouvernance européenne, notamment dans le cadre d'une procédure de déficit excessif.

(a) É. Heyer *et al.*, art. cité.

Sous cette hypothèse, la consolidation budgétaire primaire serait de 0,9 point de PIB en 2026. Bien évidemment ce scénario a peu de probabilité de se réaliser au vu de la forte incertitude politique surplombant notre prévision³. Au jour où la prévision a été finalisée, les principales orientations du PLF 2026 sont inconnues. Pour construire un scénario de politique budgétaire nous avons supposé, de façon conventionnelle, que la moitié des nouvelles mesures budgétaires seront réalisées en dépenses et l'autre moitié en prélèvements⁴. Le scénario d'une impossibilité de vote d'une loi de finances initiale ou à défaut le vote d'une loi spéciale (encadré 12.2) ne sont pas retenus. Leur matérialisation pourrait – par-delà la prévision de politique budgétaire – modifier bien plus significativement le scénario macroéconomique français.

3. Voir R. Sampognaro, 2024, « Effet d'un choc d'incertitude sur le PIB français », *Revue de l'OFCE*, n° 187.

4. Il faut rappeler que certaines hausses de dépenses publiques sont déjà préengagées (par exemple, la contribution à l'Union européenne).

Encadré 12.2. Quel ajustement serait permis par une nouvelle loi spéciale ?

Le scénario de finances publiques pour l'année 2026 dépendra notamment des évolutions politiques et de ses conséquences sur le processus budgétaire. Pour mémoire, dans notre scénario central, nous avons considéré que la France réussira à avoir en 2026 un budget qui respecte les annonces du PSMT, confirmées dans le RAA d'avril 2025. Nous pouvons penser un cas où le seul accord possible serait celui du vote d'une loi spéciale, comme fin 2024.

En effet, pour garantir la continuité de l'État, le bon fonctionnement des services publics, la possibilité de prélever les impôts et le recours à l'endettement pour l'État et les administrations publiques, une loi spéciale « article 45 » peut être adoptée. Cet outil juridique n'autorise pas l'exécutif à modifier la politique économique mais ne dispense pas le gouvernement de présenter un nouveau budget en 2026 et de le faire adopter par le Parlement. De plus, un tel budget, au moins pour le volet recettes, doit être réalisé rapidement s'il ne veut pas se heurter au principe de non-rétroactivité de l'impôt. Si une loi spéciale est exempte de tout choix politique, elle n'est pas sans incidence budgétaire. Le scénario ici présenté suppose implicitement que la loi spéciale soit adoptée pour l'ensemble de l'année 2026 sans vote d'une nouvelle loi de finances. Or, il faut rappeler qu'une loi spéciale ne dispense pas d'adopter une loi de finances.

La loi spéciale empêche de prendre des mesures nouvelles aussi bien sur les prélèvements obligatoires (PO) que sur les dépenses publiques. Ainsi, les PO de 2026 seraient inchangés par rapport à 2025 (à l'exception des mesures fiscales déjà votées). Selon nos calculs, les PO diminueraient de 6,5 milliards (soit 0,2 point de PIB). L'essentiel de la baisse s'expliquerait par la fin des contributions exceptionnelles sur les grandes entreprises et les hauts revenus (-10 milliards d'euros). Pour le reste la baisse des PO serait atténuée par le gel du barème de l'impôt sur le revenu et les mesures administratives déjà annoncées en termes de lutte contre la fraude fiscale.

Mais l'essentiel des effets budgétaires passe par la dépense, le principe général étant que les dépenses de l'État soient gelées en valeur, tandis que les autres dépenses, celles des administrations de Sécurité sociale et des collectivités locales, ne peuvent pas être pilotées à travers une loi spéciale. Sans mesures correctrices, ces dépenses évolueraient selon leur trajectoire spontanée. Il faut ajouter que certaines dépenses de l'État sont déjà pré-engagées (charge d'intérêts, contribution au budget de l'UE) et s'établissent à la hausse en 2026 (+0,5 point de PIB sur ces deux postes). Selon nos calculs, l'effort en dépenses publiques induit par le passage par une loi spéciale s'établit à 3 milliards d'euros (soit 0,1 point de PIB). Si l'essentiel de l'effort vient de la dépense de l'État (hors dépenses pré-engagées), en 2026 la Sécurité sociale et les administrations locales verraient cependant leurs dépenses diminuer en points de PIB potentiel.

Au total, en 2026, selon nos calculs, la loi spéciale ne permettrait pas de réduire le déficit structurel (contre -0,7 point de PIB dans le cadre du RAA). Ce chiffre s'explique par des spécificités de l'année 2026 : extinction de mesures fiscales passées et montée de la contribution à l'UE. Cet effort primaire serait insuffisant à compenser la hausse de la charge d'intérêts et, finalement, le solde structurel français connaîtrait une dégradation de 0,1 point de PIB en 2026 dans ce scénario. Dans ce cas de figure, il serait donc très difficile de diminuer le déficit public en 2026, qui pourrait s'établir à 5,5 % du PIB. Ce dernier résultat doit être pris avec prudence car même dans un scénario décrit ci-dessus, les futures autorités publiques auront pleine liberté pour corriger la trajectoire de dépenses publiques en cours d'année. Surtout si les tensions politiques empêchent tout accord minimaliste sur les évolutions budgétaires, il faut tenir compte des réactions d'autres variables clés : les taux d'intérêt et l'effet sur les anticipations des agents privés qui peuvent modifier leurs plans dans le sens d'une plus grande prudence (réduction de l'investissement, hausse de l'épargne).

La politique budgétaire pèserait sur la croissance du PIB à hauteur de -0,8 point en 2026. En effet, le multiplicateur d'ensemble serait proche de l'unité, notamment parce que certaines dépenses qui vont augmenter significativement ont un effet multiplicateur sur le PIB très faible (la hausse de la charge d'intérêts et la contribution à l'UE en sont des exemples) alors que les économies structurelles en dépense auraient un multiplicateur relativement élevé (économies sur les prestations, politiques de l'emploi, collectivités locales...).

De fait, l'effet de la restriction budgétaire primaire de 0,9 point de PIB serait contrebalancé par la hausse de la charge d'intérêts (0,2 point de PIB), le creusement du déficit conjoncturel (0,2 point de PIB) et l'extinction du financement européen issue de *NextGenerationEU* (0,1 point). Dans ce cas de figure, le déficit public diminuerait pour atteindre 5,0 % du PIB pour l'année 2026 (après 5,4 % attendu en 2025). Cependant, celui-ci pourrait atteindre 5,1 % du PIB dans le cas d'une consolidation budgétaire plus modérée mais respectant les règles européennes (encadré 12.1) et 5,5 % dans le cas plus théorique d'une loi spéciale (encadré 12.2).

En dépit d'un scénario avec une forte consolidation budgétaire sur 2025 et 2026, le déficit public restera relativement élevé au cours de la période et supérieur au solde stabilisant la dette publique en points de PIB. Ainsi, la dette publique au sens de Maastricht devrait augmenter

jusqu'à près de 118 % du PIB en 2026 (après 115 % en 2025 et 113 % en 2024).

Tableau 12.1. Évolution des finances publiques

En points de PIB	2023	2024	2025	2026
Solde public (= a + b + c - d + f + e)	-5,4	-5,8	-5,4	-5,0
Solde primaire hors mesures temporaires, défense et effet d'activité (a)	-2,2	-3,1	-2,5	-1,7
Nouvelles mesures budgétaires pour la défense (f)	—	—	—	-0,1
Charges d'intérêts (d)	1,9	2,1	2,3	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)	0,2	-0,2	-0,5	-0,7
dont effet lié à l'output gap seul	-0,5	-0,5	-0,8	-1,1
Fonds du plan de relance européen (e)	0,2	0,2	0,2	0,1
Dettes publiques	109,8	113,2	115,3	117,6

Sources : Textes budgétaires, prévision OFCE octobre 2025.

13. Commerce extérieur : un rebond contrarié

13.1. Le rebond du commerce extérieur a fortement contribué à la croissance en 2023 et 2024

Le commerce extérieur a connu un redressement significatif en 2023 et 2024 et a fortement contribué à la croissance française sur cette période avec des contributions positives de respectivement 1 et 1,2 point de pourcentage à la croissance du PIB. Conséquence de ce rebond, le solde courant est redevenu excédentaire en 2024¹, alors qu'il était déficitaire de 37 milliards d'euros en 2022, soit 1,4 point de PIB. Les années 2023 et 2024 se sont caractérisées 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 ont récupéré une partie de leurs pertes, voire dépassé leur niveau d'avant-Covid. La baisse des importations 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.

13.2. Un trou d'air au premier semestre 2025

Cette configuration favorable s'est inversée au premier semestre 2025. Les exportations ont diminué de 1,2 % au premier trimestre et n'ont récupéré que très partiellement au deuxième trimestre avec une progression de 0,5 %. L'acquis annuel est négatif de 0,3 %. À l'inverse, les importations croissent de nouveau depuis la mi-2024 et présentent un acquis positif de 2,4 %. La hausse des importations est en partie liée à un phénomène de reconstitution des stocks. La baisse des exportations est notamment liée à une baisse des livraisons

1. E. Aurissergues, 2025, « 2024 : La France en excédent extérieur courant », *Le blog de l'OFCE*, 22 juillet.

de matériel de transport. Si les exportations aéronautiques sont restées dynamiques, les produits de la construction automobile ont connu une contre-performance. Pour le premier trimestre les secteurs de la pharmacie et de la chimie ont également contribué négativement.

Le commerce extérieur français semble pour le moment relativement peu affecté par la guerre commerciale. La France est peu exposée directement au marché américain qui représente environ 8 % de ses exportations en marchandises. Elle bénéficie également de l'exemption de droits de douane pour les produits de la construction aéronautique. On note une progression des importations chinoises en biens (+6 % entre janvier et juillet 2025 par rapport à la même période l'année précédente alors que les importations de biens stagnent en valeur sur la période) qui pourrait laisser présager un phénomène de « déversement » de la production chinoise dans les pays européens. Le phénomène est cependant pour le moment quantitativement limité, de l'ordre de 0,1 point de PIB.

13.3. Vers un rebond technique au deuxième semestre dans un contexte marqué par la guerre commerciale

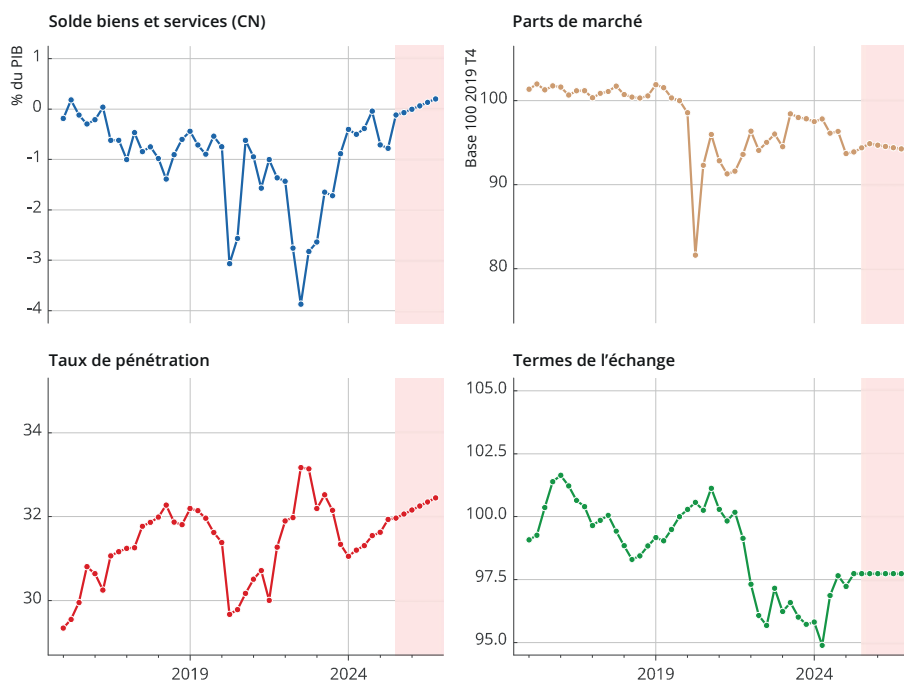
Un certain nombre d'éléments suggèrent un rebond technique des exportations au deuxième semestre 2025. Cette embellie s'expliquerait par la livraison de matériels de transport, essentiellement des avions et un navire, déjà produits. Elle aurait pour miroir une variation des stocks de produits finis à la baisse et n'aurait donc pas d'impact sur la croissance du PIB. La croissance des exportations serait de 1,2 % au troisième et au quatrième trimestre 2025 tandis que la contribution de la variation des stocks à la croissance du PIB serait négative lors de ces deux trimestres².

En 2026, la forte incertitude générée par la guerre commerciale nous conduit à adopter des hypothèses relativement neutres pour la prévision, résumées dans le graphique 13.1. Les exportations progresseraient un peu moins rapidement que la demande adressée en raison d'une composition sectorielle relativement défavorable et d'une dégradation de la compétitivité-prix consécutive à la hausse de l'euro. Les importations progresseraient plus rapidement que le PIB en raison

2. L'INSEE table lui sur une progression plus forte, de 1,4 % au troisième trimestre puis 2,6 % au quatrième, mais là aussi sans impact sur la croissance en raison d'un mouvement contraire de la variation de stocks.

d'une composition de la croissance favorable aux composantes à fort contenu en importations. La contribution du commerce extérieur à la croissance serait positive en raison d'un acquis favorable à la fin 2025. Les termes de l'échange resteraient à leur niveau actuel.

Graphique 13.1. Commerce extérieur français : les principales statistiques



Sources : INSEE, prévision OFCE octobre 2025.

ANALYSES PAYS

Perspectives 2025-2026

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

Allemagne : une lueur au bout du tunnel¹

Un début d'année 2025 poussif

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

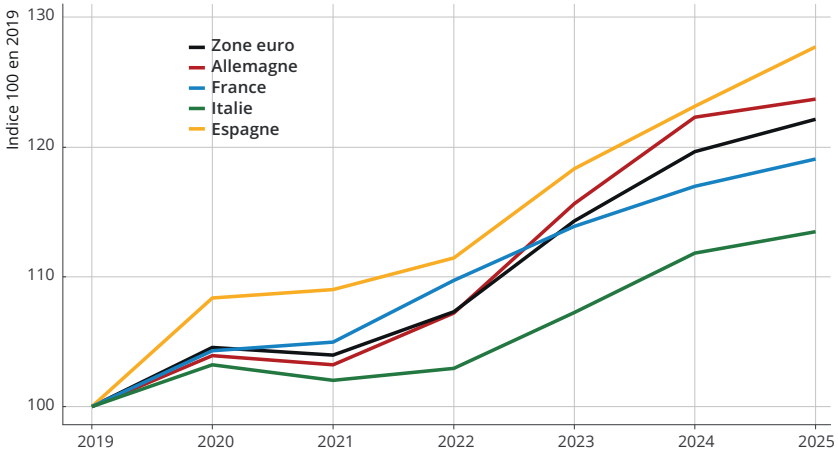
La consommation privée reste le principal pilier de l'économie allemande. Au deuxième trimestre 2025, elle a progressé de 1,3 % en glissement annuel, malgré la faible progression du revenu disponible réel (+0,3 %) : les salaires réels – nets de cotisations sociales et d'impôt sur le revenu – sont restés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

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

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

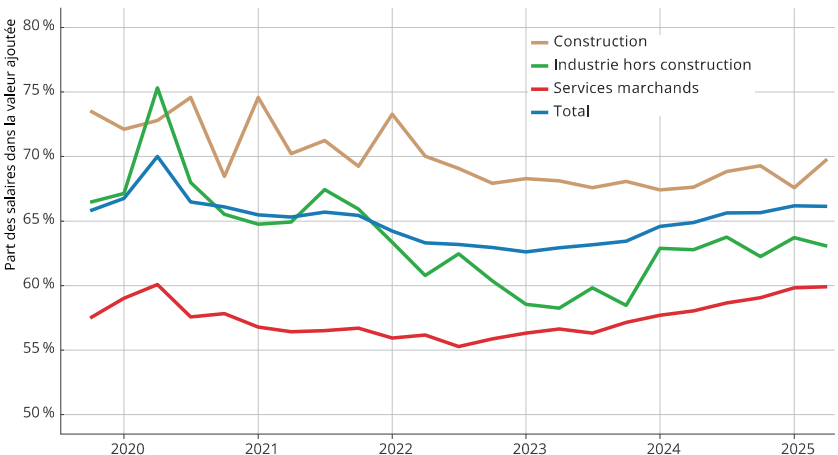
capacités. Seuls les autres investissements, qui comprennent notamment les dépenses de recherche et développement, ont augmenté, en particulier dans le secteur public.

Graphique 14.1. Évolution des coûts salariaux unitaires nominaux



Sources : Eurostat, prévision OFCE octobre 2025.

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



Sources : Destatis, calculs de l'auteur.

Retour d'une croissance soutenue en 2026

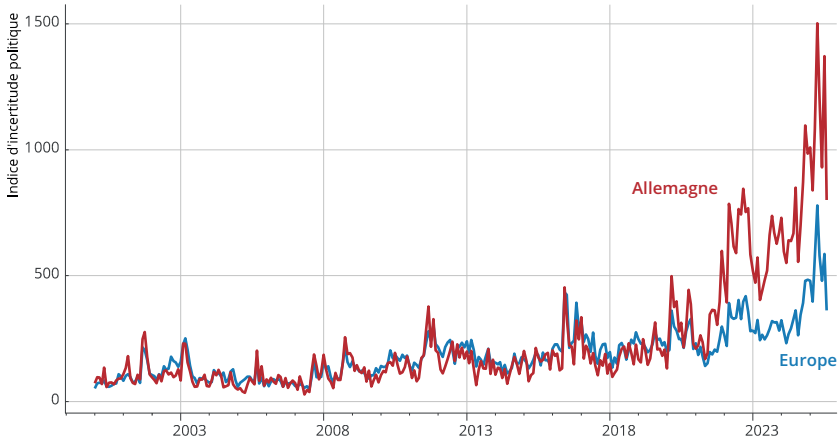
Au cours du second semestre de 2025, l'économie allemande devrait connaître une légère reprise, essentiellement portée par la consommation publique et un début de reprise de l'investissement : nous anticipons une progression modérée de l'activité économique au cours du second semestre 2025 (+0,1 % puis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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

Tableau 14.1. Impulsion budgétaire et effet économique

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

Allemagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

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

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

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

Sources : Destatis, prévision OFCE octobre 2025.



Espagne : en pleine accélération... mais sans pilote¹

Une croissance record en Europe

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

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

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

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

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

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

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

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

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

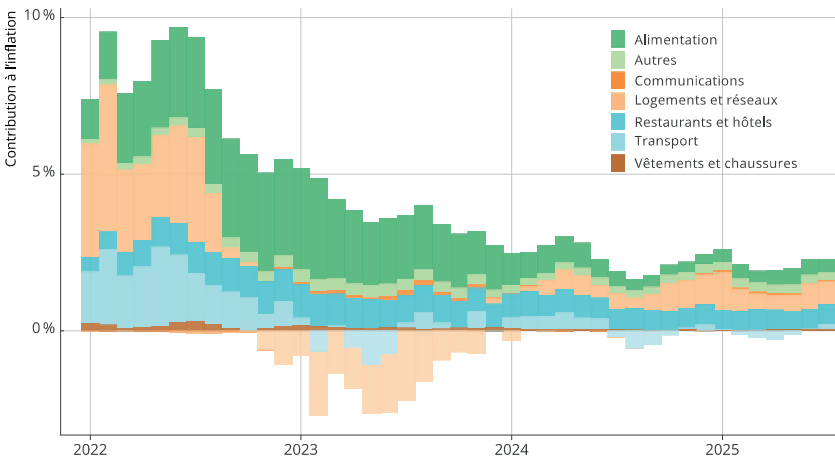
Ce rebond de l'investissement a été soutenu par des fonds européens dans le cadre du programme *NextGenerationEU*, mis en place à la suite de la Covid-19. Depuis 2021, l'Espagne a déjà reçu près de 48 milliards d'euros (Md€) de subventions (soit 3,5 % du PIB de 2024), soit 60 % de l'enveloppe totale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

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

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

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

Graphique 15.1. Contribution à l'inflation espagnole



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

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

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

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

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

La croissance restera soutenue en 2026

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

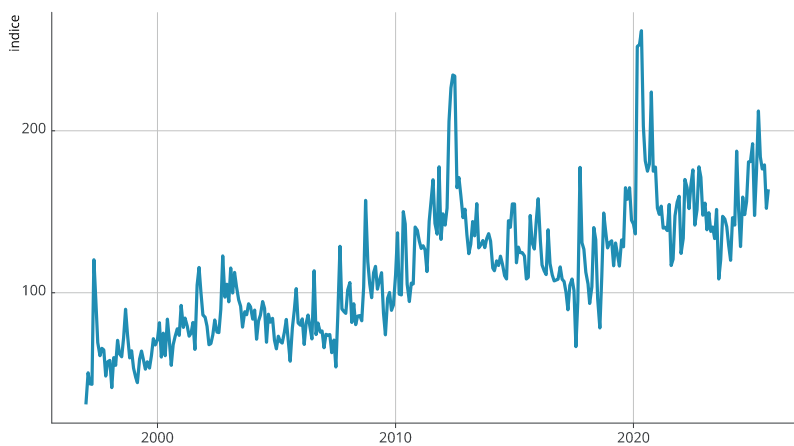
Pour les investisseurs étrangers, la situation reste toutefois moins préoccupante. La solidité économique de l'Espagne est confirmée par les marchés : en septembre 2025, les agences de notation Fitch et Moody's ont relevé la note souveraine du pays, suivant S&P quelques jours plus tôt. Avec ces relèvements,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

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

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

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

Graphique 15.2. Incertitude politique en Espagne



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

Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

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

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

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

Sources : Eurostat, prévision OFCE octobre 2025.



Italie : l'investissement amortit le choc douanier¹

Les tensions commerciales pèsent sur l'activité...

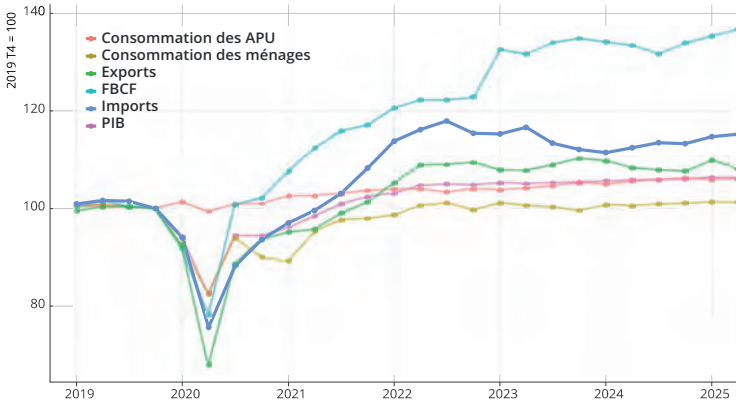
L'économie italienne a poursuivi sa faible croissance au premier semestre 2025 (+0,3 %, -0,1 %), malgré les effets négatifs de la guerre commerciale. Au premier trimestre, la progression du PIB avait été soutenue par quasiment toutes ses composantes, hormis les variations de stocks (graphique 16.1).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

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

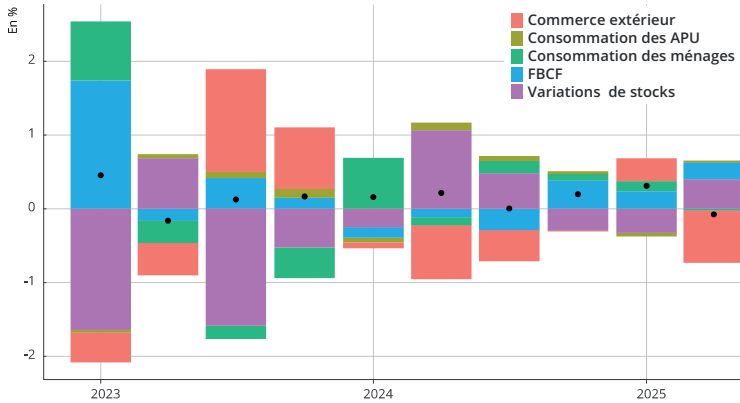
1. Ce texte est rédigé par Benoit Williatte, *Département analyse et prévision*.

Graphique 16.1. Niveaux et contributions des composantes du PIB

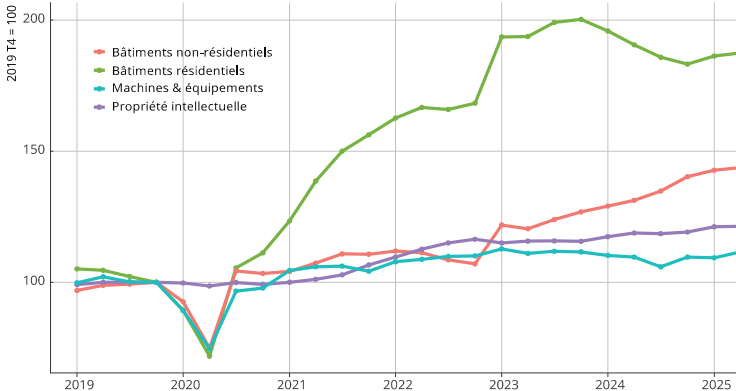
a) Composantes du PIB (Niveaux)



b) Contributions à la croissance du PIB



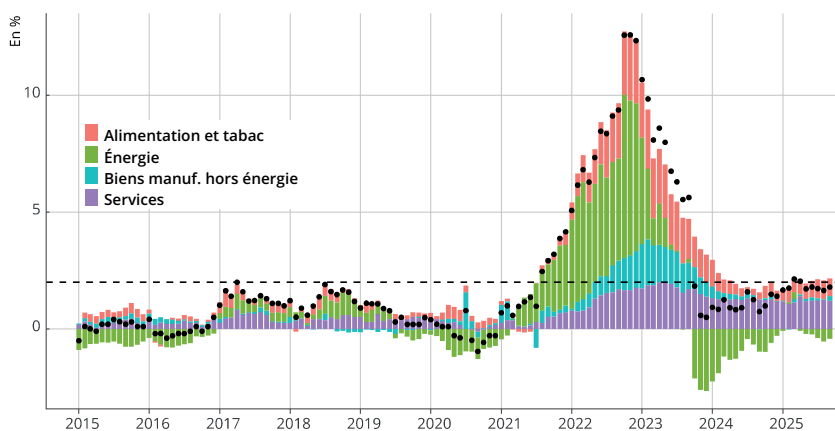
c) Investissement par type d'actif



Sources : ISTAT, prévision OFCE octobre 2025.

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

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



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

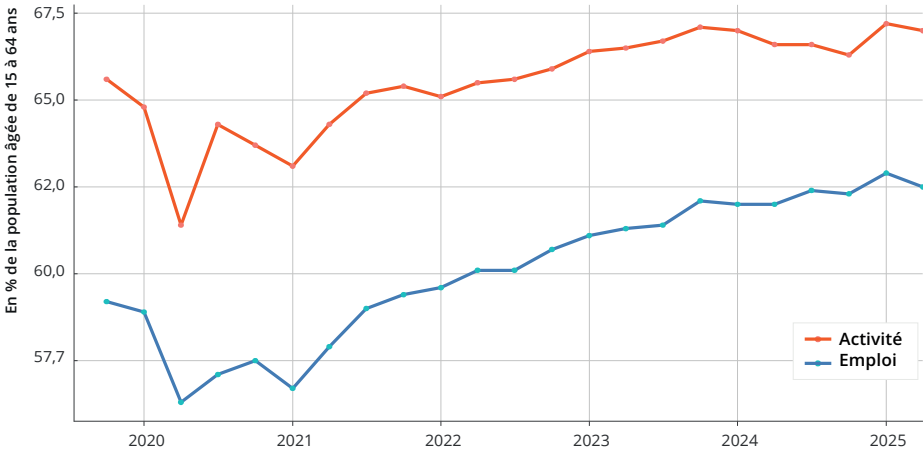
Sources : ISTAT, prévision OFCE octobre 2025.

Marché du travail : l'emploi résiste

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

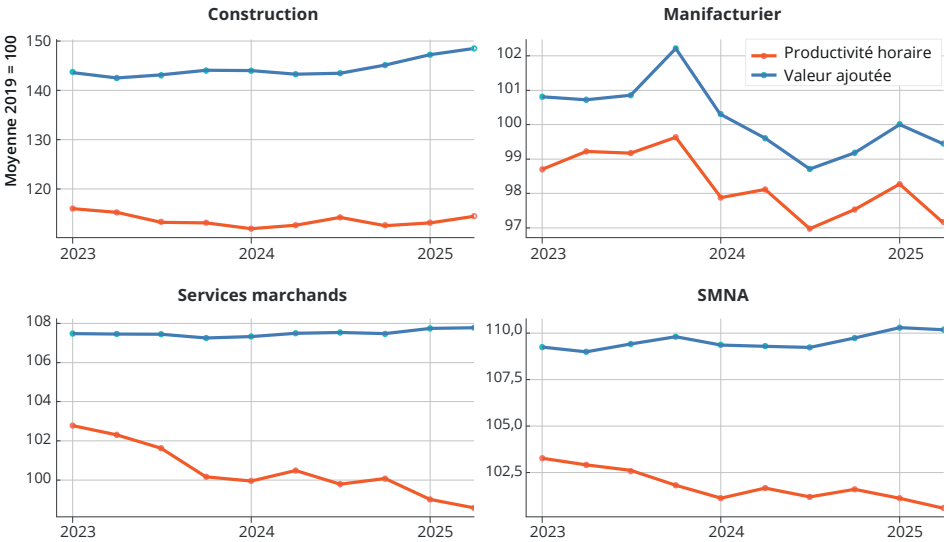
Graphique 16.3. Marché du travail italien

a) Taux d'emploi et d'activité



Sources : Eurostat, prévision OFCE octobre 2025.

b) VA & productivité par branche



Sources : ISTAT, prévision OFCE octobre 2025.

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

La croissance résiste grâce à un *policy mix* favorable

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

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

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

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

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

Italie : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

a) En volume, aux prix chaînés. b) FBCF : Formation brute de capital fixe. c) Évolution de l'indice des prix de consommation harmonisés (IPCH, sauf USA et France IPC). Pour les trimestres, glissement annuel (t/t-4) des prix. Pour les années, croissance moyenne annuelle des prix. d) Au sens du BIT, en % de la population active. Pour les trimestres moyenne trimestrielle, pour les années, moyenne annuelle. e) En % du PIB annuel, en fin d'année. f) Variation annuelle du déficit public (APU) primaire structurel, en points de PIB.

Sources : ISTAT, prévision OFCE octobre 2025.

Royaume-Uni : garder le cap malgré les turbulences¹

Limiter l'impact des tensions commerciales

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

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

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

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

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

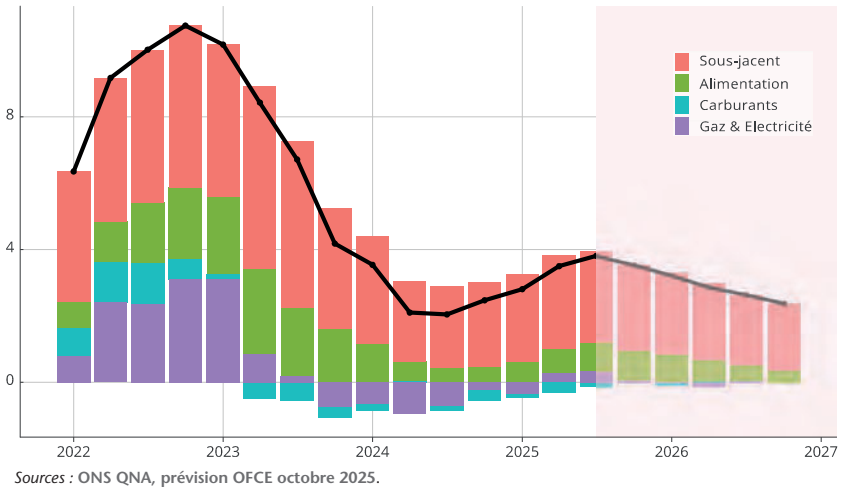
L'inflation connaît un rebond

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

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

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

Graphique 17.1. IPCH et contribution des principales composantes



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

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

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

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

La politique budgétaire freine la croissance

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

cotisations sociales employeurs a en effet été augmenté de 1,2 point, soit un supplément de recettes attendu de près de 0,8 point de PIB en année pleine. Les recettes des impôts sur le revenu et le patrimoine augmenteraient aussi d'environ 0,3 point de PIB par an (notamment du fait de la non-indexation des tranches du barème de l'impôt sur le revenu). L'impulsion budgétaire serait négative d'environ 0,6 point cette année et de 0,5 point l'an prochain. Sous nos hypothèses de croissance, le déficit public serait ramené de 5,9 % du PIB en 2024 à 5,1 % du PIB en 2026. Le ratio de dette publique augmenterait de 100 % du PIB à la fin 2024 à 103 % du PIB fin 2026.

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

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

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

Royaume-Uni : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

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

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

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

Sources : ONS QNA, prévision OFCE octobre 2025.

États-Unis : nouveau régime ?¹

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

Les prémisses d'un ralentissement

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Encadré 18.1. Le marché du travail fléchit

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

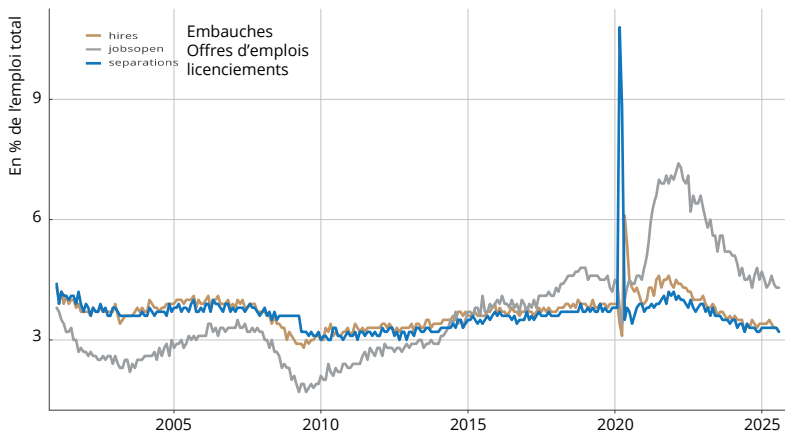
Ce ralentissement ne semble pas s'expliquer par des licenciements plus importants puisqu'en pourcentage de l'emploi total, le taux de licenciement est stable depuis le début de l'année 2021 et oscille entre 0,9 et 1,2 % (graphique 18.1). C'est donc surtout le nombre d'offres d'emplois qui est en repli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

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

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

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

Graphique 18.1. Entrées et sorties sur le marché du travail



Source : BLS (JOLT).

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

Stagflation ?

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

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

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

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

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

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

États-Unis : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

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

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

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

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

Japon : la croissance résiste malgré l'inflation¹

L'économie a résisté au premier semestre 2025

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

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

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

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

L'inflation japonaise reste élevée

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

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

Encadré 19.1. Comment expliquer la hausse des prix alimentaires?

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

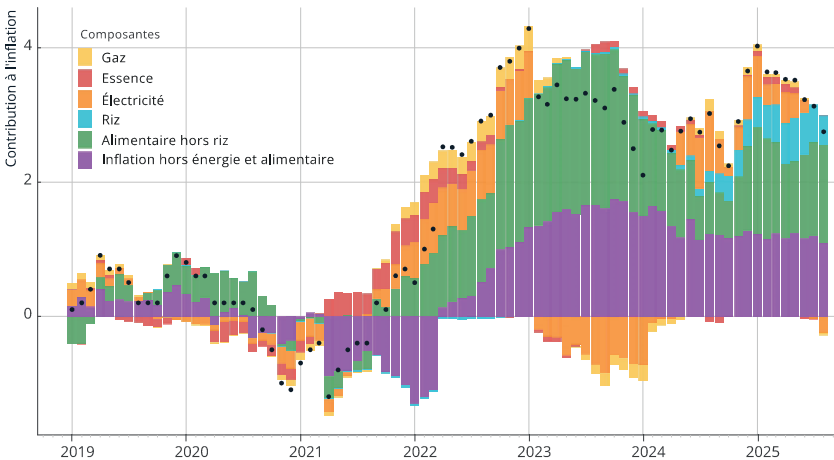
3. Le gouvernement a de nouveau subventionné le gaz et l'électricité pour diminuer la facture énergétique de juillet à septembre 2025. Il y aurait donc un rebond de cette composante dans l'inflation en octobre. Cette mesure mise en place en janvier 2023 de façon temporaire est régulièrement utilisée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

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

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

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

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



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

Un ralentissement sensible à partir du second semestre 2025

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Encadré 19.2. Le retour des Abenomics ?

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

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

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

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

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

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

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

Japon : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

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

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

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

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



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

Une conjoncture mouvementée depuis 2022

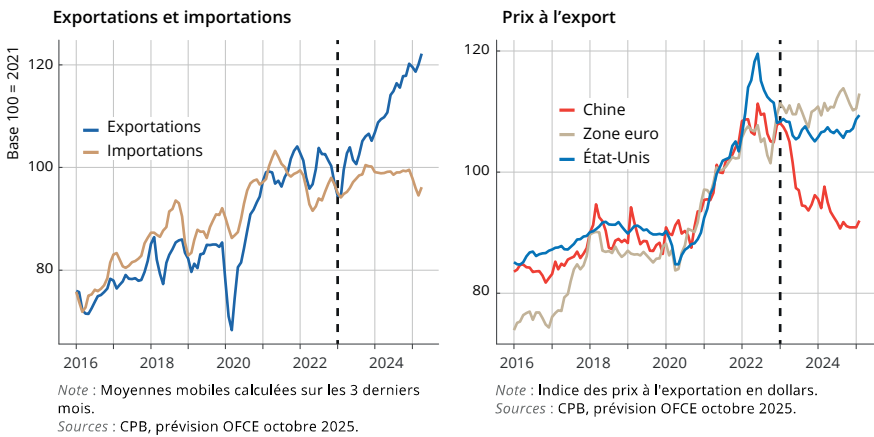
Depuis la politique de libéralisation mise en place par Deng Xiaoping au début des années 1980, la Chine a connu une croissance exceptionnelle. Elle est en 2025 la deuxième économie mondiale par le PIB nominal, la première pour le PIB en parité de pouvoir d'achat ou les exportations. La croissance économique,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

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

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

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

Graphique 20.1. Commerce extérieur chinois



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

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

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

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

Tableau 20.1. Indicateurs d'activité

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

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

Source : Préviation OFCE octobre 2025.

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

Menaces externes et domestiques sur la croissance

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

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

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

Prévisions

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

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

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

Tableau 20.2. Prévisions de croissance

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

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

Émergents : la croissance résiste malgré l'incertitude commerciale¹

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

Une croissance en Amérique latine autour de 2 %

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Tableau 21.1. Amérique latine : résumé des prévisions de croissance

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

Sources : Comptes nationaux, prévision OFCE octobre 2025.

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

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

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

Tableau 21.2. Asie : résumé des prévisions de croissance

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2024	2025	2026
Corée du Sud	6,8	2,0	1,0	1,8
Asie en développement rapide	20,3	4,4	4,0	3,4
Taiwan	3,9	4,8	4,4	2,0
Hong Kong	1,5	2,5	2,5	2,0
Singapour	0,9	4,4	2,3	1,8
Thaïlande	3,6	2,5	2,0	1,8
Indonésie	6,0	5,0	5,0	4,9
Malaisie	1,7	5,1	4,1	4,0
Philippines	2,6	5,7	5,6	5,6
Chine	48,5	5,0	4,9	4,6
Inde	24,4	6,5	6,4	6,5
Asie hors Chine	51,5	5,1	4,8	4,7
Total	100,0	5,0	4,8	4,6

Sources : CEIC, prévision OFCE octobre 2025.

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

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

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

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

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

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

ÉTUDES SPÉCIALES

Comment expliquer le taux d'épargne élevé en France ? 165

Nouvelle estimation de l'équation de consommation

Clémence Briodeau

Trumponomics 191

Les effets de la politique économique de Donald Trump

Christophe Blot

COMMENT EXPLIQUER LE TAUX D'ÉPARGNE ÉLEVÉ EN FRANCE ?

Nouvelle estimation de l'équation de consommation

Clémence Briodeau

Sciences Po, OFCE

Cette étude se propose d'étudier les facteurs susceptibles d'expliquer la hausse du taux d'épargne en France, à l'aide d'un modèle à correction d'erreur (MCE). L'équation de consommation estimée entre 1991 et 2019 ne parvient pas à reproduire les comportements de consommation des ménages depuis la crise Covid, rendant nécessaire sa réestimation. Nos résultats montrent que la hausse du taux d'épargne par rapport à la fin de l'année 2019 s'explique principalement par les augmentations du poids des revenus du patrimoine financier et de l'inflation, et, à partir de 2024, des taux d'intérêt réels. Cependant, depuis début 2025, un écart apparaît entre le taux d'épargne observé et simulé, révélant l'influence d'un facteur supplémentaire : l'incertitude politique. Si celle-ci était restée à son niveau au deuxième trimestre 2024, nous estimons que le taux d'épargne serait au troisième trimestre 2025 inférieur de 0,6 point.

Mots clés : conjoncture, taux d'épargne, France.

Au troisième trimestre 2025, le taux d'épargne des ménages français s'établit à 18,4 % du revenu disponible brut (RDB), après 18,7 % au trimestre précédent. Depuis la crise Covid, il se maintient à un niveau élevé et dépasse encore de 3,8 points son niveau d'avant-crise. Après deux décennies de stabilité – autour de 14,6 % du RDB en moyenne entre 2000 et 2019 –, la crise sanitaire et les mesures de confinement ont fortement contraint la consommation, entraînant une hausse brutale du taux d'épargne. S'il s'est ensuite partiellement replié, il est reparti à la hausse mi-2022 au moment du choc inflationniste, et continue d'augmenter depuis la fin de l'année 2023. Sa composition a

également évolué : cette « sur-épargne » s'est majoritairement orientée vers l'épargne financière, dont le taux avoisine désormais 10 % du RDB, deux fois plus qu'avant la crise Covid.

Cette étude se propose d'étudier les facteurs susceptibles d'expliquer cette hausse du taux d'épargne en France. Après une revue de littérature sur les déterminants traditionnels de l'épargne, nous présenterons une équation de la consommation des ménages pour la période pré-Covid. Nous montrerons ensuite que cette équation doit être réestimée pour parvenir à expliquer l'évolution récente du taux d'épargne. Enfin, nous analyserons l'émergence d'un facteur supplémentaire sur la période récente : l'incertitude.

1. Les déterminants traditionnels du taux d'épargne

Le taux d'épargne brute des ménages est défini comme la part non consommée de leur revenu disponible brut¹. La littérature économique s'est largement intéressée aux déterminants théoriques susceptibles d'expliquer la consommation et donc l'épargne des ménages.

Dans l'approche keynésienne la plus simple, la consommation des ménages dépend principalement du revenu courant. À long terme, la consommation en volume est indexée unitairement sur le RDB réel. À court terme en revanche, elle est plus inerte que le revenu : le taux d'épargne s'ajuste, permettant ainsi de lisser la consommation. Deux arguments théoriques ont cependant remis en question ce lien direct avec le revenu courant. Le premier est la théorie du cycle de vie de Modigliani et Ando (1963). Selon cette approche, les ménages cherchent à lisser leur consommation au cours de leur existence. Ils s'endettent lorsqu'ils sont jeunes, épargnent pendant leur vie active, puis désépargnent à la retraite. Dans cette perspective, la consommation ne dépend plus du revenu courant mais du revenu permanent, défini comme la somme actualisée des revenus futurs et de la richesse initiale. Le second argument est celui de l'équivalence ricardienne (Barro, 1979) : les ménages anticiperaient qu'une relance budgétaire financée par déficit entraînera une augmentation future des impôts et

1. Plus précisément, comptablement, il faut ajouter la variable « Ajustement pour variation des droits à pension » (D8) à l'écart entre RDB et consommation pour obtenir l'épargne brute des ménages. Le taux d'épargne des ménages est égal à cette épargne brute divisée par la somme RDB + D8. Au troisième trimestre 2025, l'ajustement pour variation des droits à pension représente 0,4 point de RDB.

ajusterait leur consommation en conséquence. Toutefois, ces théories selon lesquelles les ménages consomment uniquement en fonction de leur revenu permanent, reposent sur des hypothèses très restrictives (anticipations rationnelles, absence de contraintes de crédit, marchés parfaits et pas d'utilité à léguer un capital). Pour tenir compte de l'imperfection des marchés, de l'absence d'anticipations rationnelles, des contraintes d'endettement chez au moins une partie des ménages, le revenu courant doit donc être considéré comme déterminant de la consommation des ménages, mais des effets ricardiens ou de richesse peuvent enrichir le modèle.

De manière générale, la littérature empirique conclut à des effets de richesse limités en France, notamment en comparaison avec les États-Unis. Selon les estimations, l'impact sur la consommation d'une hausse de 1 % de la richesse totale nette varie de 0,02 à 0,2 % en France, tandis qu'il converge généralement vers 0,2-0,3 % aux États-Unis². Plusieurs études ont souligné l'importance de distinguer la richesse financière et la richesse immobilière. Case, Shiller et Quigley (2001) montrent que la consommation réagit davantage aux variations de richesse immobilière qu'aux variations de richesse financière. Ludwig et Sløk (2002) suggèrent cependant que la réaction de la consommation à la richesse financière dépend du système financier : elle serait plus forte dans les économies basées sur un financement de marché (*market-based*) comme les pays anglo-saxons, et plus faible dans les économies basées sur un financement bancaire (*bank-based*) comme les pays d'Europe continentale. Par ailleurs, les effets de richesse immobilière sont plus importants dans les pays ayant des marchés hypothécaires de grande taille, qui facilitent l'extraction hypothécaire (Catte *et al.*, 2004). Ces conclusions sont partagées par Slacalek (2009), qui trouve des effets de richesse assez forts dans les pays où le marché hypothécaire est développé et dans les pays anglo-saxons et hors zone euro à financement de marché, mais faibles en Europe continentale ; il observe par ailleurs que l'effet de richesse immobilière est légèrement inférieur à celui de la richesse financière dans la plupart des pays, sauf aux États-Unis et au Royaume-Uni.

2. Les estimations des effets de richesse sont hétérogènes, en fonction des données utilisées, du choix entre richesse brute ou nette, de la méthode économétrique, de la période d'estimation. Voir les revues de la littérature de Chauvin et Damette (2010) puis Antonin, Plane et Sampognaro (2017), réalisées sur les études portant sur des périodes antérieures à la crise de 2008.

Sur le plan empirique, la validité des effets ricardiens en France et en Europe fait également débat. Dans des estimations en panel sur données européennes, Rocher et Stierle (2015) trouvent un effet positif du déficit public mais un effet négatif de la dette sur le taux d'épargne. À l'inverse, Bardaji, Lequien et Poissonnier (2014) estiment qu'en France les ménages ne réagissent que faiblement, et uniquement à court terme, à une variation de l'épargne publique. Enfin, Antonin, Plane et Sampognaro (2017), sur une période débutant avant la crise financière, ne trouvent pas d'effet ricardien significatif en France, en Espagne, aux États-Unis et au Royaume-Uni ; seule l'Allemagne présente un impact positif de l'amélioration du solde structurel sur la consommation.

Au-delà du revenu et de la richesse, d'autres facteurs peuvent également intervenir tels que le taux de chômage, l'inflation, le taux d'intérêt réel ou encore la démographie. Un motif traditionnel d'épargne peut tout d'abord exister : l'épargne de précaution. Elle peut être captée au niveau macroéconomique par le taux de chômage ou ses variations (Challe et Ragot, 2016) : une hausse du chômage accroît le risque de perte de revenu futur et incite donc à épargner davantage. Reste toutefois la question de savoir si ce canal demeure dominant aujourd'hui, ou si l'épargne de précaution transite désormais par d'autres mécanismes.

L'effet de l'inflation sur la consommation est en revanche indéterminé : d'un côté, la hausse des prix peut inciter les ménages à consommer rapidement plutôt qu'à conserver leur argent ; de l'autre, elle érode la valeur réelle des actifs financiers nominaux et peut donc pousser les ménages à épargner pour maintenir le pouvoir d'achat de leur patrimoine. Empiriquement, le second effet (l'effet d'encaisses réelles) domine. On observe un impact, soit positif soit non significatif, de l'inflation sur le taux d'épargne (voir Rocher et Stierle (2015), pour une revue de la littérature).

L'impact des taux d'intérêt réels sur la consommation est lui aussi ambigu. Par un effet de substitution, un taux d'intérêt réel plus élevé incite les ménages à moins consommer et à épargner davantage, car l'épargne est mieux rémunérée et la hausse du taux d'intérêt entraîne une hausse du coût des crédits à la consommation. Mais un taux d'intérêt réel plus élevé peut aussi créer un effet revenu, qui peut induire une hausse de la consommation courante. Rocher et Stierle (2015) montrent que la littérature aboutit le plus souvent à un impact non significatif du taux d'intérêt réel sur le taux d'épargne, bien que certaines études rapportent des effets positifs ou négatifs.

Enfin, le taux d'épargne peut dépendre d'effets démographiques. D'après la théorie du cycle de vie (Modigliani et Ando, 1963), il serait négatif en début et en fin de vie, et positif durant la période d'activité. Les données de la comptabilité nationale confirment cette hétérogénéité selon l'âge : en 2022, le taux d'épargne nette s'élève à 4 % pour les 18-29 ans, autour de 10 % pour les 30-49 ans, 15 % pour les 50-65 ans et 8 % pour les plus de 65 ans (André et Buresi, 2024). Empiriquement, passer des effets individuels au niveau macroéconomique reste néanmoins un peu compliqué, en raison de faibles variations et des tendances. À cet égard, des estimations en panel peuvent être utiles, comme le font Antonin, Plane et Sampognaro (2017) qui montrent qu'une hausse du taux de dépendance des jeunes a un impact positif et significatif sur la consommation des ménages.

2. Modélisation du taux d'épargne avant la crise Covid

2.1. Spécification économétrique

Afin d'intégrer les déterminants traditionnels de la consommation exposés dans la section précédente, nous spécifions une fonction de consommation dynamique, que nous estimons sous la forme d'un modèle à correction d'erreur (MCE). L'effet de l'inflation est mesuré à partir de l'indice des prix à la consommation (IPC)³ ; à l'instar de Ludwig et Sløk (2002) nous utilisons un indice boursier (ici le SBF 250⁴ réel) comme proxy de la richesse financière ; l'impact du taux d'intérêt réel est testé via un taux d'intérêt réel « hybride » correspondant à la moyenne du taux d'intérêt Euribor à 3 mois et du taux OAT à 10 ans⁵ ; enfin l'épargne de précaution est captée par le taux de chômage.

3. L'inflation annuelle mesurée à partir du déflateur de la consommation plutôt que de l'IPC est aussi testée, mais elle ne ressort pas statistiquement significative dans l'estimation sur la période 1991-2019, et diminue la significativité de la force de rappel dans l'estimation sur la période 1991-2023.

4. Le SBF 250 comprend les 250 plus importantes capitalisations boursières du marché français. Il a été remplacé en 2011 par le CAC All Tradable qui regroupe toutes les sociétés dont au moins 20 % du capital flottant change de mains chaque année. Nous le privilégions dans l'équation de consommation par rapport au CAC 40 car il est plus large et donc plus représentatif de la richesse financière globale détenue par les résidents.

5. Ce choix vise à tenir compte de la sensibilité de la consommation des ménages aux variations des taux d'intérêt, tant à court terme qu'à long terme. Différentes pondérations ont été testées, montrant des résultats globalement stables et des relations concaves entre la pondération et à la fois le R² ajusté et la significativité de la force de rappel, justifiant le choix d'une moyenne 50 % taux court/50 % taux long.

Toutes ces variables sont testées à la fois dans le long terme et dans le court terme.

Outre les déterminants traditionnels de la consommation, nous introduisons également un effet de structure de revenu dans l'équation, via des variables de part des revenus de la propriété⁶ et de part de l'excédent brut d'exploitation (EBE) des entrepreneurs individuels (EI) dans le RDB, à l'instar d'Ouvrard et Thubin (2020) ou de Bonnet et Poncet (2004). L'idée est que les différentes composantes du revenu des ménages ne sont pas épargnées dans les mêmes proportions. En particulier, la propension marginale à consommer les revenus financiers serait plus faible que pour les autres types de revenu. D'autant que les différentes composantes du revenu sont réparties de manière inégale entre les ménages (Beatriz, Billot et Laboureau, 2019), qui ont eux-mêmes des propensions marginales à consommer différentes. Une hausse de la part des revenus du patrimoine financier dans le RDB peut ainsi se traduire par une hausse des revenus des ménages les plus aisés, qui épargnent davantage.

Finalement, nous retenons notre spécification préférée, de sorte à avoir une relation de cointégration statistiquement significative, des coefficients conformes à la théorie macroéconomique et des résidus aux propriétés satisfaisantes. Conformément au modèle théorique, le RDB réel détermine à long terme la consommation en volume avec une élasticité unitaire. À long terme, le taux de consommation (et donc le taux d'épargne) dépend de la structure du revenu – plus particulièrement de la part des revenus de la propriété et de la part de l'EBE des EI dans le RDB –, des effets d'encaisses réelles et des effets de richesse financière. À court terme interviennent la variation du pouvoir d'achat, les variations du taux de chômage retardé, les variations du taux d'intérêt réel retardé et les variations de l'indice boursier.

L'équation est tout d'abord estimée sur la période précédant la crise sanitaire, entre 1991 et 2019, en une étape. La spécification économétrique ainsi retenue est la suivante :

$$\begin{aligned} \Delta \log(C_t) = & -\lambda [\log(C_{t-1}) - \log(RDBR_{t-1}) - \beta_1 dA_rdb_{t-1} \\ & - \beta_2 b2_rdb_{t-1} - \beta_3 \pi_{t-1} - \beta_4 \log(SBF250r_{t-1})] \\ & + \alpha_1 \Delta \log(RDBR_t) + \alpha_2 \Delta U_{t-2} + \alpha_3 \Delta R_{t-2} \\ & + \alpha_4 \Delta \log(SBF250r_{t-1}) + PAC + \alpha_0 + \epsilon_t \end{aligned} \quad (1)$$

6. Les revenus de la propriété correspondent aux intérêts nets reçus + dividendes + autres revenus nets (revenus distribués aux assurés, loyers des terrains). Ils ne contiennent pas les revenus de la propriété immobilière (loyers).

où C représente la consommation en volume, $RDBR$ le revenu disponible brut réel (déflaté par le déflateur de la consommation), $d4_rdb$ la part des revenus de la propriété dans le RDB, $b2_rdb$ la part de l'EBE des EI dans le RDB, $SBF250r$ l'indice boursier SBF 250 réel (déflaté par le déflateur de la consommation), π l'inflation annuelle (mesurée par l'IPC), U le taux de chômage, R le taux d'intérêt réel « hybride » (moyenne du taux d'intérêt Euribor à 3 mois et du taux OAT à 10 ans, déflaté par le déflateur de la consommation), PAC des indicatrices de sortie de prime à la casse⁷.

2.2. Résultats de l'estimation de l'équation de consommation

Les résultats sont présentés dans la première colonne du tableau 1. La relation de cointégration est significative : la force de rappel, qui indique la vitesse de retour à l'équilibre de long terme, est bien significative au sens d'Ericsson et MacKinnon (2002) et négative. La part des revenus de la propriété dans le RDB présente un coefficient négatif et élevé : cela suggère qu'une augmentation du poids des revenus du patrimoine financier réduit le taux de consommation des ménages ou, symétriquement, accroît leur taux d'épargne. À l'inverse, une hausse de la part de l'EBE des EI est associée à une augmentation du taux de consommation, donc à une baisse du taux d'épargne. Ces résultats sont cohérents avec ceux de Bonnet et Poncet (2004), de Bardaji, Lequien et Poissonnier (2014), ainsi que d'Ouvrard et Thubin (2020), ces derniers interprétant le coefficient positif de la part de l'EBE des EI par le fait que les travailleurs indépendants (par exemple les exploitants agricoles) font face à des contraintes financières plus fortes qui limitent leur capacité d'épargne. L'estimation met également en évidence un impact négatif de l'inflation sur la consommation, qui traduit la présence d'un effet d'encaisses réelles en France : une hausse de l'inflation incite les ménages à épargner pour compenser la perte de valeur réelle de leur patrimoine. Par ailleurs, des effets de richesse financière significatifs sont observés à la fois à long et à court terme : le niveau et la variation de l'indice boursier SBF 250 réel influencent positivement la consommation des ménages. En revanche, aucun effet significatif n'est trouvé pour la richesse immobilière, testée à partir des prix de l'immobilier – ce résultat est conforme avec celui d'Antonin, Plane et

7. Des indicatrices sont incluses aux dates suivantes : en T2 1995 pour la fin de la « Balladurette », en T3 1996 pour la fin de la « Juppette », en T2 2011 pour la fin de la prime « Fillon ». Une indicatrice est également ajoutée en T3 1999.

Sampognaro (2017) dans leurs estimations post-crise financière mais pas avec celui de Heyer et Timbeau (2006)⁸.

Si à long terme la consommation en volume est indexée unitairement sur le revenu réel, à court terme, les chocs positifs de pouvoir d'achat se traduisent d'abord par une augmentation transitoire de l'épargne, car il existe un délai entre un choc sur le revenu et sa transmission à la consommation. Ainsi, quand le RDB réel augmente de 1 %, la consommation augmente de 0,18 % à court terme. Notre estimation suggère également l'existence d'un motif d'épargne de précaution à court terme, la variation du taux de chômage retardée de deux trimestres ayant un effet négatif sur la consommation, bien que faiblement significatif. Enfin, le coefficient associé à la variation du taux d'intérêt réel « hybride » retardé de deux trimestres est significatif et négatif : l'effet substitution domine, lorsque les taux d'intérêt réels augmentent, les ménages réduisent leur consommation à court terme et augmentent leur épargne car elle est davantage rémunérée. De plus, un niveau élevé des taux d'intérêt freine la consommation des ménages en limitant leur accès au crédit, ce qui renforce la contrainte de liquidité.

L'existence d'effets ricardiens a été testée, en mobilisant plusieurs variables décrivant l'état des finances publiques : solde public en pourcentage du PIB, dette publique ou solde public structurel, mais, à l'instar d'une partie de la littérature empirique, aucun impact significatif sur la consommation des ménages n'a été trouvé dans le cas français (tableau A1 en annexe). Par ailleurs, nous avons également testé d'inclure des variables démographiques (ratio de dépendance des jeunes, ratio de dépendance des personnes âgées, ou encore part des différentes classes d'âge dans la population), mais les résultats obtenus n'étaient pas suffisamment robustes pour être retenus dans nos estimations en séries temporelles.

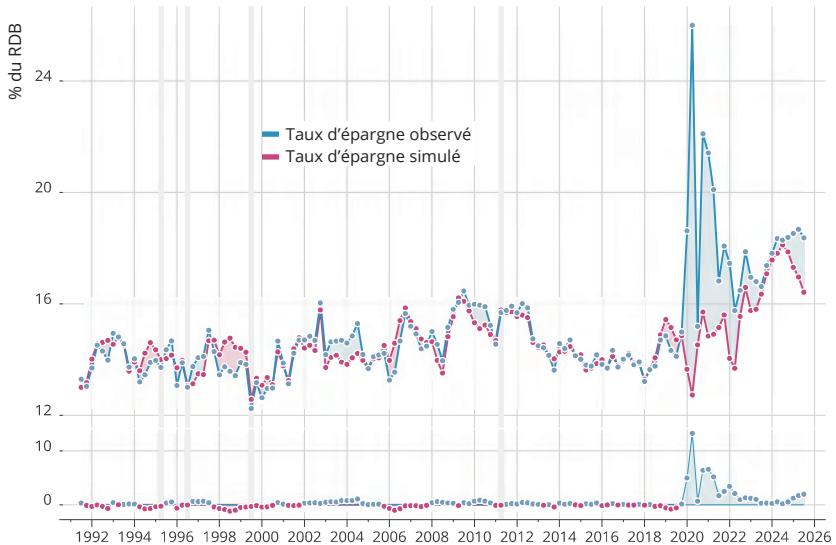
Les propriétés statistiques de l'équation sont satisfaisantes. Les tests de dépendance sérielle (LM) et d'hétéroscédasticité conditionnelle (ARCH) ne montrent pas de signes de problèmes d'autocorrélation des résidus ou de volatilité conditionnelle significative. Le test de normalité des résidus (Bera-Jarque) indique que la normalité n'est pas rejetée.

8. Selon Buitier (2010), il existe un effet de richesse résultant d'une variation des prix immobiliers uniquement si elle reflète une variation de la bulle spéculative des prix de l'immobilier (et pas si elle reflète une variation de la valeur fondamentale).

2.3. Simulation dynamique du taux d'épargne

Ce modèle est ensuite utilisé pour simuler la consommation, et par suite, en la rapportant au revenu⁹, le taux d'épargne (graphique 1). La simulation dynamique montre que le modèle capture bien les comportements d'épargne des ménages sur la période 1991-2019, sur laquelle l'équation a dans un premier temps été estimée. En revanche, durant la crise Covid, l'équation sous-estime nettement le taux d'épargne : la consommation a été contrainte par les confinements tandis que les revenus du travail ont été préservés, générant ainsi une forte sur-épargne. Fin 2021 puis en 2022 et 2023, dans un contexte de forte inflation, l'équation peine toujours à reproduire le taux d'épargne observé. L'écart entre les valeurs simulées et observées se réduit toutefois progressivement à partir de la mi-2023 et jusqu'au troisième trimestre 2024. Mais depuis la fin de l'année 2024, l'équation recommence à sous-estimer le taux d'épargne. Au total, sur la période allant du premier trimestre 2020 au troisième trimestre 2025, l'écart entre

Graphique 1. Simulation dynamique du taux d'épargne



Note : Le taux d'épargne simulé est calculé en rapportant la consommation simulée par l'équation au RDBR (avec ajustement pour variation des droits à pension reçus par les ménages). 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 rose. L'équation intègre des variables indicatrices aux dates marquées en gris.

Sources : Insee, prévision OFCE octobre 2025.

9. Et en ajoutant l'ajustement pour variation des droits à pension.

l'épargne observée et l'épargne simulée (coloré en bleu), assimilable à une première estimation de la « sur-épargne », atteint 14,5 points de revenu annuel, soit près de 230 milliards d'euros courants. Ces constats soulignent la nécessité de réestimer l'équation, voire d'enrichir la spécification par de nouvelles variables, afin d'améliorer la capacité du modèle à rendre compte des comportements récents d'épargne.

3. Après la crise Covid : la nécessité d'une nouvelle équation de consommation

3.1. Des changements dans les déterminants du taux d'épargne

On l'a vu, l'équation de consommation estimée sur la période 1991-2019 ne parvient pas à expliquer le niveau élevé du taux d'épargne depuis la fin de la crise sanitaire. Ce décrochage intervient alors même que plusieurs déterminants de l'équation ont connu des évolutions particulièrement marquées depuis fin 2019 (graphique 2), comme le soulignent Cupillard, Iasoni et Simcic (2024).

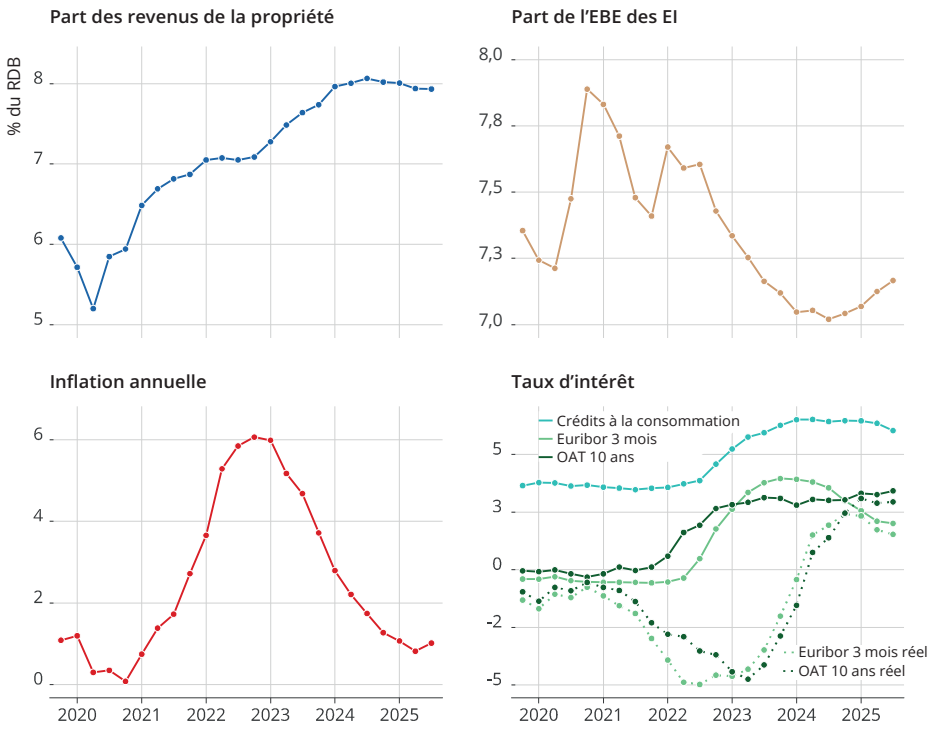
Lors de la crise Covid, les déterminants traditionnels de l'équation ne fonctionnent pas car le comportement de consommation des ménages a été contraint par les confinements. Le maintien des revenus du travail, combiné à l'impossibilité de consommer normalement, a entraîné une accumulation inédite d'épargne en grande partie « forcée ». Pour tenir compte de ce contexte particulier, il est donc nécessaire d'ajouter des indicatrices sur cette période dans l'estimation du taux d'épargne.

À partir de la fin de l'année 2021, puis en 2022 et 2023, l'inflation s'est fortement accrue, à la suite de la forte reprise post-Covid puis de l'invasion de l'Ukraine par la Russie : en 2022, l'inflation mesurée par l'IPC était de 5,2 % en moyenne et de 4,9 % en 2023. Cette inflation accrue a fait chuter la valeur réelle de l'encours de patrimoine financier sous son niveau de fin 2019 (voir Jullien de Pommerol *et al.*, 2024). Ensuite, les taux d'intérêt ont nettement augmenté à partir de 2022, y compris en termes réels depuis 2024. Le taux Euribor à 3 mois, qui était de -0,6 % en janvier 2022, a atteint 3,9 % en décembre 2023 avant de diminuer progressivement, tandis que le taux OAT à 10 ans est passé de 0,3 % en janvier 2022 à 3,0 % en juillet 2023. Cela s'est traduit par un renchérissement du coût des crédits à la consommation, avec des taux en hausse de 3,6 % en janvier 2022 à 6,5 % en janvier 2024. Enfin, depuis 2021, la hausse du RDB réel est beaucoup portée par les

revenus de la propriété : leur part dans le RDB a augmenté de 6,1 % fin 2019 à 8,1 % fin 2024.

Toutefois, ces variations sont déjà intégrées dans la simulation et l'équation de consommation ne parvient malgré tout pas à reproduire les dynamiques récentes. Cela suggère que la sensibilité de la consommation à ses déterminants a été modifiée depuis la crise sanitaire. Cette instabilité des paramètres pourrait traduire un changement dans les comportements des ménages, qui semble visible dans les enquêtes de conjoncture : le solde d'opinion relatif à l'opportunité d'épargner par exemple reste depuis mi-2020 bien au-dessus de sa moyenne de longue période¹⁰. Une nouvelle estimation de l'équation apparaît donc nécessaire pour expliquer les évolutions de la consommation et le maintien d'un taux d'épargne élevé.

Graphique 2. Évolution des principaux déterminants du taux d'épargne depuis fin 2019



10. Voir <https://www.insee.fr/fr/statistiques/8660274#graphique-enquete-menages-g5-fr>

3.2. Résultats de la réestimation de l'équation de consommation

Nous estimons ainsi l'équation sur la période 1991-2023¹¹. La spécification économétrique retenue reprend les mêmes variables que précédemment, avec en plus l'ajout de termes retardés de la variation de la consommation, désormais significatifs sur cette période, ainsi que des indicatrices pour la période de la crise Covid¹² :

$$\begin{aligned} \Delta \log(C_t) = & -\lambda [\log(C_{t-1}) - \log(RDBR_{t-1}) - \beta_1 dA_rdb_{t-1} \\ & - \beta_2 b2_rdb_{t-1} - \beta_3 \pi_{t-1} - \beta_4 \log(SBF250r_{t-1})] \\ & + \alpha_1 \Delta \log(RDBR_t) + \alpha_2 \Delta U_{t-2} + \alpha_3 \Delta R_{t-2} \\ & + \alpha_4 \Delta \log(SBF250r_{t-1}) + \alpha_5 \Delta \log(C_{t-1}) \\ & + \alpha_6 \Delta \log(C_{t-2}) + PAC + Covid + \alpha_0 + \epsilon_t \end{aligned} \quad (2)$$

Les résultats de la réestimation sont présentés dans la deuxième colonne du tableau 1. La force de rappel reste significative d'après les tables d'Ericsson et MacKinnon (2002), mais elle a légèrement diminué, passant de -0,26 à -0,22, ce qui indique un ajustement un peu moins rapide de la consommation des ménages vers son niveau d'équilibre de long terme. Par rapport à l'estimation jusqu'à fin 2019, le coefficient associé à la part des revenus de la propriété dans le RDB a augmenté en valeur absolue, de -0,89 à -0,99 : une hausse des revenus de la propriété augmente plus fortement le taux d'épargne que précédemment. Si la part des revenus de la propriété dans le RDB augmente de 1 point de pourcentage, le taux de consommation diminue de 0,99 point de revenu : à long terme, la propension marginale à épargner ces revenus est de près de 100 %. De façon opposée, l'effet à la baisse du poids de l'EBE des EI est lui aussi plus fort. Les effets de richesse financière à long terme sont également légèrement plus prononcés : à long terme, une hausse de 1 % de l'indice SBF 250 réel augmente la consommation en volume de 0,02 % (contre 0,01 % précédemment). Enfin, le coefficient de l'inflation est passé de -0,57 à -0,77, ce qui traduit un effet d'enchasses réelles plus marqué avec la crise inflationniste. L'estimation récursive des coefficients de long terme est présentée en annexe (graphique A1). De nouveau, les effets ricardiens sont testés mais restent non significatifs (tableau A1 en annexe).

11. Nous estimons l'équation jusqu'en T4 2023 pour travailler sur les comptes nationaux semi-définitifs et ainsi éviter les révisions de données.

12. Sept indicatrices pour la crise Covid sont incluses entre T1 2020 et T3 2021. Les indicatrices entre T1 2020 et T2 2021 se justifient par les trois confinements (du 17 mars au 11 mai 2020, du 30 octobre au 15 décembre 2020, et du 3 avril au 3 mai 2021) et celle en T3 2021 par le rebond de consommation dû au déconfinement.

Tableau 1. Résultats des estimations de l'équation de consommation

	Fin : T4 2019	Fin : T4 2023	Fin : T3 2025	Fin : T3 2025 + incertitude
Force de rappel et constante				
Constante	-0,06*** (-4,82)	-0,06*** (-4,79)	-0,05*** (-4,21)	-0,04*** (-3,05)
Force de rappel	-0,26*** (-5,19)	-0,22** (-4,67)	-0,18 (-4,09)	-0,20* (-4,51)
Coefficients de long terme				
$\log(RDBR_{t-1})$	1 (c)	1 (c)	1 (c)	1 (c)
$d4_rdb_{t-1}$	-0,89*** (-2,65)	-0,99** (-2,45)	-1,39*** (-2,78)	-1,40*** (-3,13)
$b2_rdb_{t-1}$	0,98*** (4,57)	1,31*** (4,92)	1,62*** (4,90)	1,00*** (2,78)
π_{t-1}	-0,57** (-2,48)	-0,76*** (-4,33)	-0,75*** (-3,62)	-0,64*** (-3,49)
$\log(SBF250r_{t-1})$	0,01** (2,20)	0,02*** (2,91)	0,02*** (2,67)	0,02** (2,15)
$incertitude_{t-1}$	—	—	—	-0,01** (-2,05)
Coefficients de court terme				
$\Delta \log(RDBR_t)$	0,17** (2,41)	0,23*** (3,28)	0,22*** (3,19)	0,22*** (3,23)
ΔU_{t-2}	-0,40** (-2,08)	-0,43** (-2,19)	-0,40** (-2,08)	-0,43** (-2,26)
ΔR_{t-2}	-0,19** (-2,27)	-0,20** (-2,44)	-0,20** (-2,62)	-0,20*** (-2,66)
$\Delta \log(SBF250r_{t-1})$	0,01** (2,54)	0,01*** (2,72)	0,01** (2,52)	0,01** (2,04)
$\Delta \log(C_{t-1})$	—	-0,14** (-2,31)	-0,13** (-2,22)	-0,14** (-2,43)
$\Delta \log(C_{t-2})$	—	-0,22*** (-3,80)	-0,20*** (-3,45)	-0,21*** (-3,70)
Statistiques				
Période d'estimation	T3 1991- T4 2019	T3 1991- T4 2023	T3 1991- T3 2025	T3 1991- T3 2025
R ² -adj	0,48	0,96	0,95	0,96
Jarque-Bera	1,40 [p = 0,50]	0,64 [p = 0,73]	0,53 [p = 0,77]	0,57 [p = 0,75]
LM1	0,02 [p = 0,88]	1,08 [p = 0,30]	1,08 [p = 0,30]	0,98 [p = 0,32]
LM4	2,96 [p = 0,56]	8,02 [p = 0,09]	8,02 [p = 0,09]	8,72 [p = 0,07]
ARCH1	2,05 [p = 0,73]	3,95 [p = 0,41]	3,39 [p = 0,50]	3,52 [p = 0,48]

Notes : p-value : *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$. Statistique du t de Student entre parenthèses. Les tables d'Ericsson et MacKinnon (2002) sont utilisées pour la force de rappel. Les coefficients de long terme affichés sont les coefficients estimés en une étape divisés par la force de rappel.

Sources : Insee, prévision OFCE octobre 2025.

À court terme, une hausse de 1 % du RDB réel entraîne désormais une augmentation de 0,23 % de la consommation. Le motif d'épargne de précaution reste de même ampleur. De même, le coefficient associé au taux d'intérêt réel a peu varié. Enfin, la dynamique passée de la consommation à court terme influence désormais la consommation actuelle.

Les propriétés statistiques de l'équation restent satisfaisantes. D'après les tests LM, on ne rejette pas l'hypothèse nulle d'absence d'autocorrélation des résidus. Il n'existe également aucune preuve statistiquement significative d'hétéroscédasticité conditionnelle de type ARCH. Enfin, le test de Jarque-Berra nous conduit à ne pas rejeter la normalité des résidus.

3.3. Contributions à l'écart du taux d'épargne par rapport à fin 2019

Au troisième trimestre 2025, le taux d'épargne des ménages est encore 3,4 points de revenu au-dessus de son niveau fin 2019 : il atteint 18,4 % du RDB après 18,7 % au trimestre précédent¹³, tandis qu'il était de 15 % du RDB au quatrième trimestre 2019. Grâce à notre équation réestimée, nous pouvons décomposer et expliquer cette évolution du taux d'épargne (graphique 3).

Une première explication tient à l'épisode d'inflation élevée de 2022 et 2023 : la hausse générale des prix a réduit la valeur réelle du patrimoine financier des ménages, les incitant à épargner davantage afin de compenser cette « taxe inflationniste ». Ainsi, fin 2023, l'inflation expliquait 1,9 point de hausse du taux d'épargne par rapport à fin 2019. Sa contribution diminue depuis 2024 avec le reflux de l'inflation.

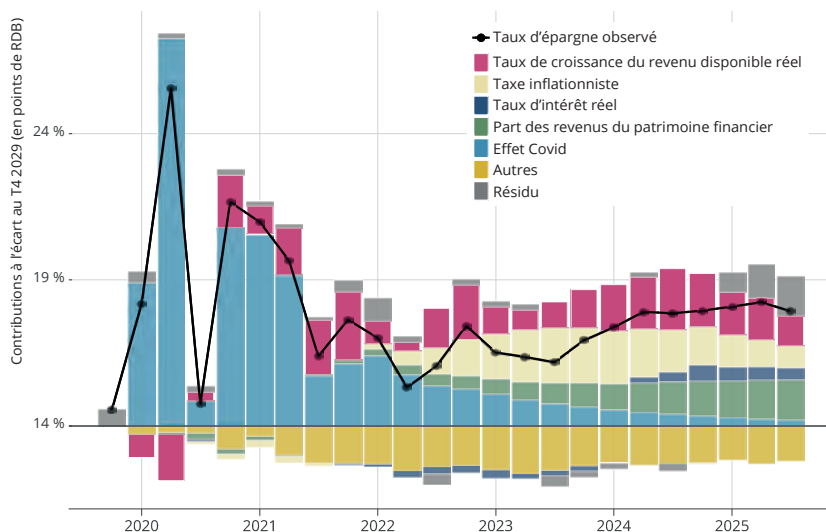
Parallèlement, l'augmentation des taux d'intérêt à partir de 2022 a pu freiner la consommation, en renchérissant le coût des crédits à la consommation. Mais en termes réels, les taux d'intérêt n'ont augmenté qu'à partir de 2024 : ils ne contribuent donc à la hausse du taux d'épargne qu'à partir de cette date. Mi-2025, le taux d'intérêt réel « hybride » (moyenne des taux à 3 mois et à 10 ans) expliquait environ 0,5 point de hausse du taux d'épargne par rapport à son niveau pré-Covid – un résultat qui pourrait aussi résulter d'un effet de substitution dans l'arbitrage consommation/épargne, l'épargne étant davantage rémunérée.

13. Ces chiffres ne sont pas définitifs et peuvent encore être révisés.

Les gains de pouvoir d'achat au niveau macroéconomique ont également soutenu la hausse du taux d'épargne. En effet, si à long terme l'élasticité de la consommation au revenu est égale à 1, à court terme il existe un délai entre un choc sur le revenu et sa transmission à la consommation, qui se traduit d'abord par une hausse transitoire de l'épargne. Au troisième trimestre 2025, le RDB réel est 7,5 % au-dessus de son niveau pré-Covid.

Enfin, les effets de structure des revenus ont favorisé l'augmentation du taux d'épargne depuis 2019. En particulier, les revenus financiers sont proportionnellement plus épargnés que les autres types de revenus, si bien que la hausse de la part des revenus du patrimoine financier dans le RDB contribue au troisième trimestre 2025 à hauteur de 1,4 point de revenu à la hausse du taux d'épargne par rapport à son niveau d'avant-crise sanitaire.

Graphique 3. Contributions à l'évolution du taux d'épargne par rapport au T4 2019



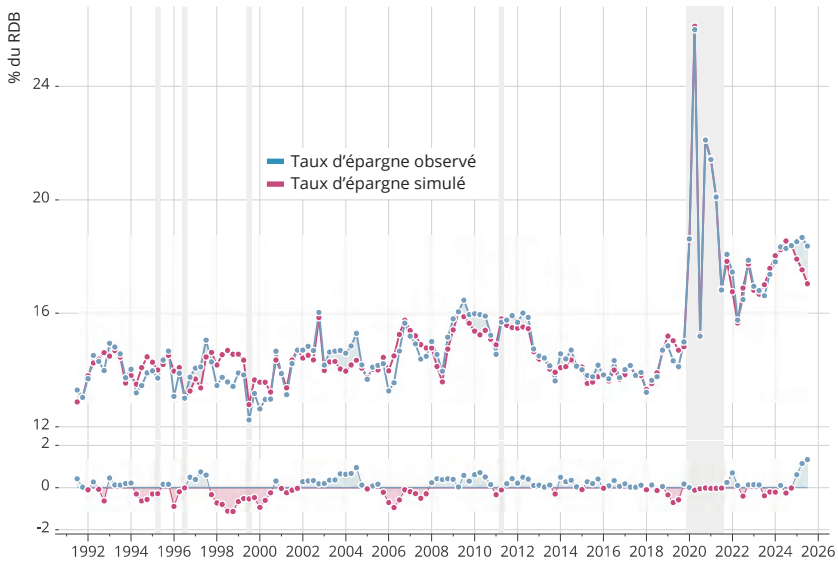
Note : Les autres contributions regroupent la part de l'EBE des EI, les effets de richesse financière, le taux de chômage, la constante et les contributions passées.

Sources : Insee, prévision OFCE octobre 2025.

Ainsi, la simulation dynamique de l'équation estimée sur la période 1991-2023 parvient à mieux reproduire le comportement d'épargne des ménages sur la période récente, notamment lors de la crise inflationniste (graphique 4). En revanche, comme dans l'estimation précédente – bien que de manière plus atténuée – un écart entre

le taux d'épargne observé et le taux d'épargne simulé réapparaît à partir de 2025. Cet écart, qui coïncide avec la montée de l'instabilité politique consécutive à la dissolution de l'Assemblée nationale et à la censure du budget, pourrait s'expliquer par une hausse de l'incertitude.

Graphique 4. Simulation dynamique du taux d'épargne



Note : Le taux d'épargne simulé est calculé en rapportant la consommation simulée par l'équation au RDBR (avec ajustement pour variation des droits à pension reçus par les ménages). 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 rose. L'équation intègre des variables indicatrices aux dates marquées en gris.

Sources : Insee, prévision OFCE octobre 2025.

3.4. Un nouveau facteur depuis fin 2024 : l'incertitude

3.4.1. Réestimation de l'équation de consommation

Pour tenter de réduire l'écart entre le taux d'épargne observé et simulé apparu en 2025, nous réestimons l'équation 2 sur l'ensemble des données disponibles, jusqu'au troisième trimestre 2025, dans un premier temps sans introduire de nouvelle variable explicative. Cette réestimation met en évidence une dégradation de l'équation : en particulier, le coefficient de la force de rappel n'est plus significatif, suggérant une perte de relation de cointégration entre la consommation et ses déterminants traditionnels (troisième colonne du tableau 1). Les résultats doivent toutefois être interprétés avec prudence, car les

dernières observations reposent sur des comptes provisoires susceptibles d'être révisés.

Cette dégradation de l'équation pourrait également refléter l'apparition d'un nouveau facteur influençant le comportement de consommation des ménages. En effet, le résidu positif croissant qui apparaît en 2025, dans un contexte de forte instabilité politique, suggère que l'incertitude pourrait jouer un rôle particulier sur la période récente. Pour tester cette hypothèse, nous réestimons l'équation sur la période T3 1991-2025 en y ajoutant l'indice d'incertitude politique nationale de Baker, Bloom et Davis (2016). La variable est testée à long et court terme, mais n'est significative que dans le long terme. La spécification économétrique retenue est la suivante :

$$\begin{aligned} \Delta \log(C_t) = & -\lambda [\log(C_{t-1}) - \log(RDBR_{t-1}) - \beta_1 dA_{rd} b_{t-1} \\ & - \beta_2 b2_{rd} b_{t-1} - \beta_3 \pi_{t-1} - \beta_4 \log(SBF250r_{t-1}) \\ & - \beta_5 EPU_{t-1}] + \alpha_1 \Delta \log(RDBR_t) + \alpha_2 \Delta U_{t-2} \quad (3) \\ & + \alpha_3 \Delta R_{t-2} + \alpha_4 \Delta \log(SBF250r_{t-1}) + \alpha_5 \Delta \log(C_{t-1}) \\ & + \alpha_6 \Delta \log(C_{t-2}) + PAC + Covid + \alpha_0 + \epsilon_t \end{aligned}$$

où *EPU* représente l'indice d'incertitude de politique nationale de Baker, Bloom et Davis (2016) centré réduit¹⁴.

Les résultats, présentés dans la quatrième colonne du tableau 1, montrent que le coefficient associé à l'indice d'incertitude politique est significatif au seuil de 5 % et de signe négatif : une hausse de l'incertitude politique est associée à une réduction de la consommation des ménages et à une hausse de l'épargne. Surtout, l'introduction de cette variable permet de restaurer la significativité de la relation de cointégration au seuil de 10 % et d'améliorer la qualité globale de l'estimation. La dégradation observée dans l'estimation sans incertitude jusqu'au troisième trimestre 2025 pourrait ainsi refléter l'omission d'un facteur désormais structurant. D'autant que la significativité de l'indice semble se renforcer avec l'ajout des données les plus récentes, ce qui suggère un rôle croissant de l'incertitude dans la dynamique de consommation.

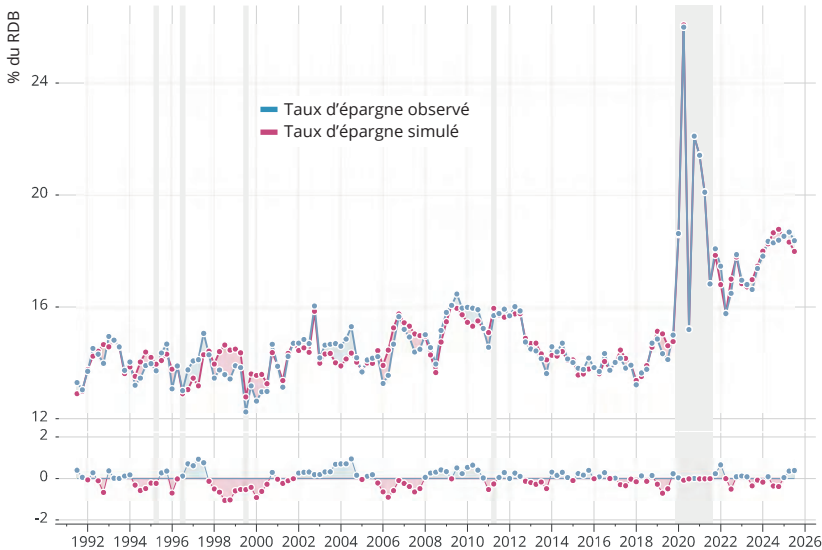
Du côté des autres déterminants de long terme, l'effet du poids des revenus du patrimoine financier ressort plus marqué lorsque l'estimation est étendue à 1991-2025. À l'inverse, les impacts du poids de l'EBE des EI et de l'inflation apparaissent plus faibles que dans l'estimation

14. Pour plus d'information, voir la section « Incertitude politique » de la prévision octobre 2025.

arrêtée en 2023. Ces évolutions des paramètres doivent toutefois être interprétées avec précaution, puisqu'elles reposent en partie sur des données susceptibles d'être révisées.

Avec cette équation réestimée et incluant l'indice d'incertitude politique, la simulation dynamique du taux d'épargne est désormais très proche de l'observé, y compris depuis fin 2024 : le résidu au troisième trimestre 2025 est passé de 1,3 % à 0,4 % (graphique 5).

Graphique 5. Simulation dynamique du taux d'épargne



Note : Le taux d'épargne simulé est calculé en rapportant la consommation simulée par l'équation au RDBR (avec ajustement pour variation des droits à pension reçus par les ménages). 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 rose. L'équation intègre des variables indicatrices aux dates marquées en gris.

Sources : Insee, prévision OFCE octobre 2025.

3.4.2. Impact de la hausse de l'incertitude sur le taux d'épargne

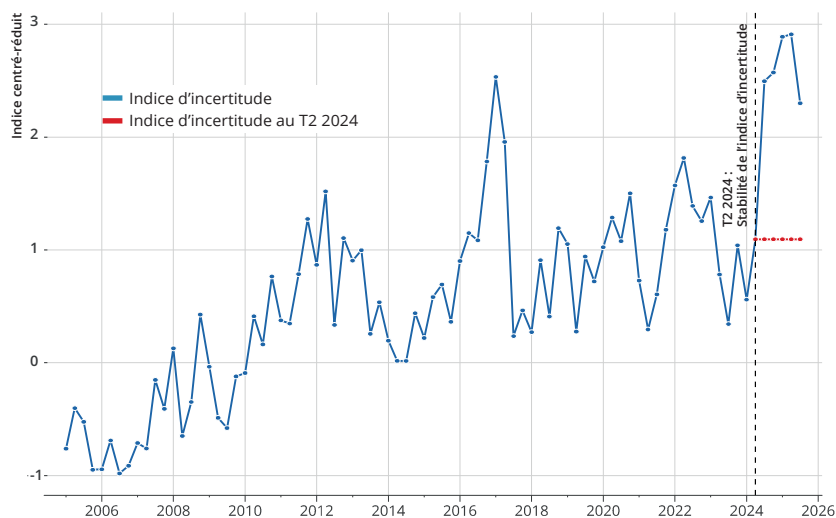
Depuis fin 2019 : Par rapport aux estimations jusqu'en 2023, on note quelques évolutions dans les contributions à la hausse du taux d'épargne depuis fin 2019 (graphique A2 en annexe). Mi-2025, 1,8 point de revenu de la hausse du taux d'épargne serait attribuable à la progression des revenus du patrimoine financier, contre 1,3 point auparavant. À l'inverse, l'inflation en expliquerait 0,8 point de revenu, légèrement moins que les 0,9 point précédemment estimés. Surtout, l'incertitude contribuerait pour 0,6 point de revenu au deuxième trimestre et 0,8 point de revenu au troisième trimestre 2025 à la hausse

du taux d'épargne par rapport à la période pré-Covid, confirmant que les ménages ont épargné davantage face à la montée de l'instabilité politique. Il s'agit d'une nouvelle forme d'épargne de précaution qui n'est pas directement liée aux évolutions du marché du travail.

Depuis la dissolution : Nous pouvons finalement simuler l'évolution du taux d'épargne dans un scénario où l'indice d'incertitude politique se serait maintenu à son niveau du deuxième trimestre 2024, au moment de l'annonce de la dissolution de l'Assemblée nationale. On estime que s'il n'y avait pas eu de hausse de l'incertitude depuis le deuxième trimestre 2024, le taux d'épargne serait inférieur de 0,4 point de revenu au deuxième trimestre 2025 et de 0,6 point de revenu au troisième trimestre 2025 (graphique 6). Ces résultats pourraient toutefois évoluer en cas de révision des comptes et à mesure que de nouvelles données intégrant une incertitude politique élevée seront disponibles.

Graphique 6. Impact de la hausse de l'incertitude sur le taux d'épargne

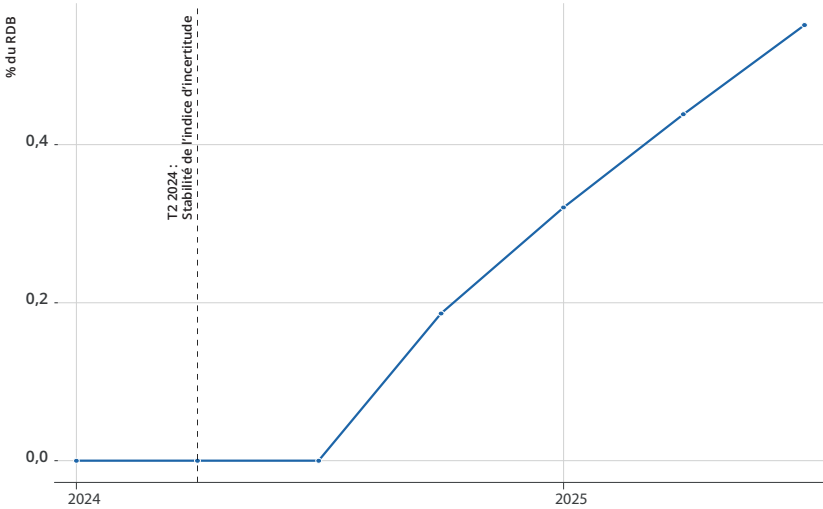
a) Hausse de l'indice d'incertitude ...



Sources : <https://www.policyuncertainty.com/>, prévision OFCE octobre 2025.

Graphique 6. Impact de la hausse de l'incertitude sur le taux d'épargne

b) ... Impact sur le taux d'épargne



Sources : <https://www.policyuncertainty.com/>, prévision OFCE octobre 2025.

4. Conclusion

Depuis la crise Covid, le comportement d'épargne des ménages français a été modifié et le taux d'épargne n'est jamais revenu à son niveau d'avant-crise. L'équation de consommation estimée sur la période pré-Covid sous-estime le taux d'épargne observé depuis la fin de la crise sanitaire, rendant nécessaire sa réestimation. Nos résultats montrent que la hausse du taux d'épargne par rapport à la fin de l'année 2019 s'explique principalement par les augmentations du poids des revenus du patrimoine financier et de l'inflation, et, à partir de 2024, des taux d'intérêt réels. Cependant, depuis début 2025, un écart apparaît entre le taux d'épargne observé et le taux d'épargne simulé, révélant l'influence d'un facteur supplémentaire : l'incertitude politique. Si elle était restée au niveau du deuxième trimestre 2024, nous estimons que le taux d'épargne serait aujourd'hui inférieur de 0,6 point. Malgré cela, nous anticipons une poursuite de la baisse du taux d'épargne amorcée au troisième trimestre 2025, sous l'effet de la baisse de l'inflation et des taux d'intérêt, ainsi que de la diminution du poids des revenus du patrimoine financier dans le RDB.

Références

- André M. et G. Buresi, 2024, « Consommation et épargne par catégories de ménages en 2022 », *Insee Focus*, n° 338, <https://www.insee.fr/fr/statistiques/8272803?sommaire=8071406>
- Antonin C., M. Plane et R. Sampognaro, 2017, « Les comportements de consommation des ménages ont-ils été affectés par la crise de 2008 ? Une analyse économétrique de cinq grands pays développés », *Revue de l'OFCE*, n° 151, pp. 177-225, <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/15-151.pdf>
- Baker S. R., N. Bloom et S. J. Davis, 2016, « Measuring economic policy uncertainty », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n° 4, pp. 1593-1636, <https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>
- Bardaji J., M. Lequien et A. Poissonnier, 2014, « La consommation des ménages français depuis 2009 : rôle du système fiscal-social », in : A. Maurellet (dir.), *L'économie française. Comptes et dossiers. Rapport sur les comptes de la nation 2013*, Paris, Institut national de la statistique et des études économiques, pp. 69-85, <https://www.insee.fr/fr/statistiques/3692691?sommaire=3692750>
- Barro R. J., 1979, « On the determination of the public debt », *Journal of Political Economy*, vol. 87, n° 5, pp. 940-971, <https://doi.org/10.1086/260807>
- Beatriz M., S. Billot et T. Laboureau, 2019, « Quel lien entre pouvoir d'achat et consommation des ménages en France aujourd'hui ? », in : Insee, *Note de conjoncture. Juin 2019*, Montrouge, Institut national de la statistique et des études économiques, pp. 19-37.
- Bonnet X. et H. Poncet, 2004, « Structures de revenus et propensions différentes à consommer. Vers une équation de consommation des ménages plus robuste en prévision pour la France », *Documents de travail de la Direction des études et synthèses économiques*, n° G 2004/12.
- Buiter W. H., 2010, « Housing wealth isn't wealth », *Economics: The Open-Access, Open-Assessment Journal*, vol. 4, n° 2010-22, <https://doi.org/10.5018/economics-ejournal.ja.2010-22>
- Case K. E., R. J. Shiller et J. M. Quigley, 2001, « Comparing wealth effects: The stock market versus the housing market », *NBER Working Paper*, n° w8606, https://www.nber.org/system/files/working_papers/w8606/w8606.pdf
- Catte P., N. Girouard, R. Price et C. André, 2004, « Housing markets, wealth and the business cycle », *OECD Economics Department Working Papers*, n° 394, https://www.oecd-ilibrary.org/housing-markets-wealth-and-the-business-cycle_5lgsjhvj7vq6.pdf
- Challe E. et X. Ragot, 2016, « Precautionary saving over the business cycle », *The Economic Journal*, vol. 126, n° 590, pp. 135-164, <https://doi.org/10.1111/ecoj.12189>

- Chauvin V. et O. Damette, 2010, « Effets de richesse : le cas français », *Économie et Statistique*, n° 438-440, pp. 111-140, <https://www.insee.fr/fr/statistiques/1377157?sommaire=1377175>
- Cupillard E., E. Iasoni et A. Simcic, 2024, « Les taux d'épargne des ménages européens ont augmenté depuis 2019, mais les facteurs ayant contribué à leur hausse s'inverseraient partiellement en 2025 », in : Insee, *L'activité suspendue à un regain de confiance. Note de conjoncture*, Montrouge, Institut national de la statistique et des études économiques, pp. 53-66, <https://www.insee.fr/fr/statistiques/8312469?sommaire=8312581>
- Ericsson N. et J. G. MacKinnon, 2002, « Distributions of error correction tests for cointegration », *The Econometrics Journal*, vol. 5, n° 2, pp. 285-318, <https://doi.org/10.1111/1368-423X.00085>
- Heyer E. et X. Timbeau, 2006, « Immobilier et politique monétaire », *Revue de l'OFCE*, n° 96, pp. 115-131, <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/7-96.pdf>
- Jullien de Pommerol O., P. Madec, M. Plane et R. Sampognaro, 2024, « De la crise Covid au choc inflationniste : une analyse macro/micro du pouvoir d'achat en France », *OFCE Policy brief*, n° 124, <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/pbrief/2024/OFCEpbrief124.pdf>
- Ludwig A. et T. Sløk, 2002, « The impact of changes in stock prices and house prices on consumption in OECD countries », *IMF Working Paper*, n° 02/1, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp0201.pdf>
- Modigliani F. et A. Ando, 1963, « The life cycle hypothesis of saving: Aggregated implications and test », *The American Economic Review*, vol. 53, n° 1, pp. 55-84, <https://www.jstor.org/stable/1817129>
- Ouvrard J.-F. et C. Thubin, 2020, « La composition du revenu aide à comprendre l'évolution du taux d'épargne des ménages en France », *Bulletin de la Banque de France*, n° 227, https://www.banque-france.fr/system/files/2023-01/bdf227-9_taux-epargne_vf-2.pdf
- Rocher S. et M. Stierle, 2015, « Household saving rates in the EU : Why do they differ so much ? », *European Economy – Discussion Paper*, n° 005, Directorate General Economic, Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission, https://economy-finance.ec.europa.eu/system/files/2018-02/dp005_en.pdf
- Slacalek J., 2009, « What drives personal consumption ? The role of housing and financial wealth », *ECB Working Paper Series*, n° 1117, <https://www.slacalek.com/research/sla06whatDrivesC/sla06what-DrivesC.pdf>

ANNEXES

I. Estimation de l'effet ricardien

Cette annexe teste la présence d'effets ricardiens pour les périodes 1991-2019 et 1991-2023, en ajoutant à la spécification préférée le solde public en pourcentage du PIB et la dette publique en pourcentage du PIB.

Tableau A1. Résultats des estimations avec effets ricardiens

	Fin : T4 2019 (1)	Fin : T4 2019 (2)	Fin : T4 2023 (1)	Fin : T3 2024 (2)
Force de rappel et constante				
Constante	-0,05*** (-3,77)	-0,02 (-1,00)	-0,06*** (-4,04)	-0,04 (-1,52)
Force de rappel	-0,30*** (-5,05)	-0,28*** (-5,47)	-0,24 (-4,16)	-0,24** (-4,76)
Coefficients de long terme				
$\log(RDBR_{t-1})$	1 (c)	1 (c)	1 (c)	1 (c)
$d4_rd_{t-1}$	-0,69** (-2,24)	-1,02*** (-3,08)	-0,86*** (-2,22)	-1,10*** (-2,71)
$b2_rd_{t-1}$	0,74*** (3,39)	0,02 (0,03)	1,12*** (3,86)	0,43 (0,61)
π_{t-1}	-0,59*** (-2,72)	-0,57*** (-2,67)	-0,73*** (-4,29)	-0,67*** (-4,17)
$\log(SBF250r_{t-1})$	0,00 (0,65)	0,02*** (2,73)	0,02 (1,63)	0,02*** (3,11)
$solde_public_{t-1}$	-0,19 (-1,13)	—	-0,12 (-0,55)	—
$solde_publique_{t-1}$	—	-0,00 (-1,61)	—	-0,00 (-1,15)
Coefficients de court terme				
$\Delta \log(RDBR_t)$	0,18** (2,46)	0,20*** (2,69)	0,23*** (3,31)	0,24*** (3,46)
ΔU_{t-2}	-0,35* (-1,78)	-0,37* (-1,95)	-0,40** (-2,02)	-0,42** (-2,15)
ΔR_{t-2}	-0,21** (-2,48)	-0,22** (-2,59)	-0,21** (-2,49)	-0,23*** (-2,64)
$\Delta \log(SBF250r_{t-1})$	0,01*** (2,66)	0,01** (2,57)	0,01*** (2,76)	0,01*** (2,77)
$\Delta \log(C_{t-1})$	—	—	-0,13** (-2,26)	-0,12** (-2,07)
$\Delta \log(C_{t-2})$	—	—	-0,22*** (-3,81)	-0,22*** (-3,76)

Statistiques				
Période d'estimation	T3 1991- T4 2019	T3 1991- T4 2019	T3 1991- T4 2023	T3 1991- T4 2023
R ² -adj	0,48	0,49	0,96	0,96
Jarque-Bera	0,70 [<i>p</i> = 0,71]	2,72 [<i>p</i> = 0,26]	0,46 [<i>p</i> = 0,80]	0,58 [<i>p</i> = 0,75]
LM1	0,00 [<i>p</i> = 0,94]	0,05 [<i>p</i> = 0,83]	1,09 [<i>p</i> = 0,30]	1,16 [<i>p</i> = 0,28]
LM4	3,52 [<i>p</i> = 0,48]	2,60 [<i>p</i> = 0,63]	8,02 [<i>p</i> = 0,09]	6,40 [<i>p</i> = 0,17]
ARCH1	2,05 [<i>p</i> = 0,73]	1,23 [<i>p</i> = 0,87]	3,56 [<i>p</i> = 0,47]	3,38 [<i>p</i> = 0,50]

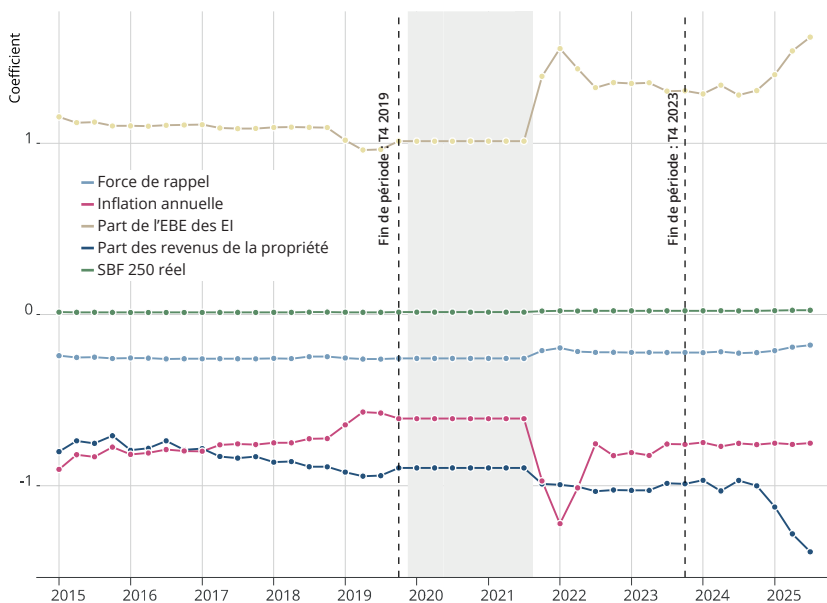
Notes : *p*-value : *** *p* < 0,01, ** *p* < 0,05, * *p* < 0,1. Statistique du *t* de Student entre parenthèses. Les tables d'Ericsson et MacKinnon (2002) sont utilisées pour la force de rappel. Les coefficients de long terme affichés sont les coefficients estimés en une étape divisés par la force de rappel.

Sources : Insee, prévision OFCE octobre 2025.

II. Estimation récursive

Cette annexe illustre l'estimation récursive des coefficients de long terme de l'équation 2, pour une date de fin de période allant du T1 2015 au T3 2025 (et un début de période en 1991).

Graphique A1. Estimation récursive des coefficients de long terme de l'équation 2



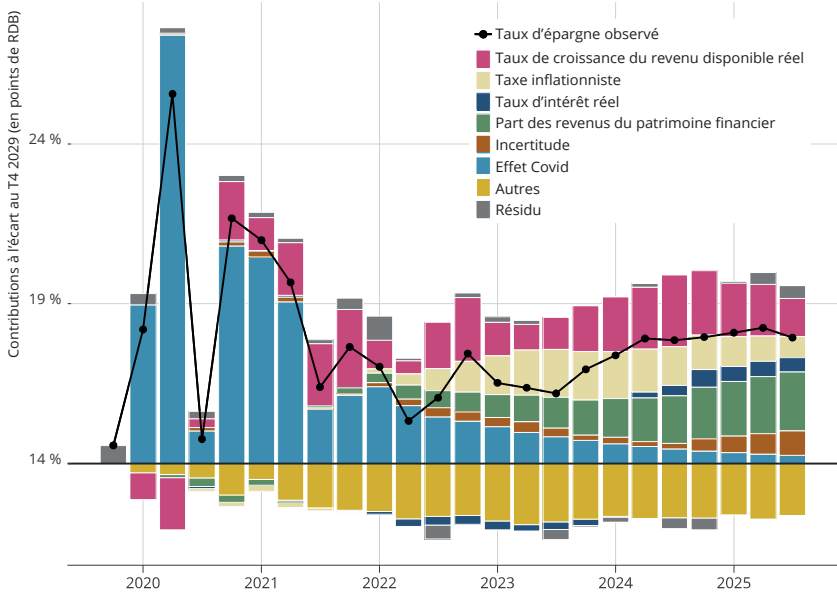
Note : Quand ces dates sont comprises dans la période d'estimation, l'équation intègre des variables indicatrices entre le T1 2020 et le T3 2021 (Covid), marquées en gris.

Sources : Insee, prévision OFCE octobre 2025.

III. Contributions à l'écart du taux d'épargne par rapport à fin 2019, avec incertitude

Cette annexe illustre les contributions à l'écart du taux d'épargne par rapport au T4 2019, simulées à partir de l'équation avec l'indice d'incertitude politique, estimée jusqu'en T3 2025.

Graphique A2. Contributions à l'évolution du taux d'épargne par rapport au T4 2019



Note : Les autres contributions regroupent la part de l'EBE des EI, les effets de richesse financière, le taux de chômage, la constante et les contributions passées.

Sources : Insee, prévision OFCE octobre 2025.

TRUMPONOMICS

Les effets de la politique économique de Donald Trump

Christophe Blot

Sciences Po, OFCE

Cet article analyse les grandes orientations de politique économique mises en œuvre par Donald Trump pour son second mandat. L'augmentation des droits de douane et les baisses d'impôts inscrites dans la loi budgétaire votée en juillet 2025 constituent les éléments clés de la politique économique américaine pour les années à venir. Sur le plan monétaire, Donald Trump manifeste une tentation croissante d'exercer une influence sur les décisions de la Réserve fédérale. À court terme la croissance ne devrait pas être plus élevée et l'inflation repartirait à la hausse, ce qui peut se traduire par une baisse du pouvoir d'achat, surtout pour les ménages les moins aisés. À plus long terme, la politique de développement de l'intelligence artificielle devrait être favorable à la croissance potentielle. Mais cet effet pourrait être contrebalancé par un ralentissement de la population active amplifiée par la politique migratoire.

Mots clés : conjoncture, politique budgétaire, politique monétaire, États-Unis.

Dès son retour à la Maison-Blanche en janvier 2025, Donald Trump a commencé à mettre en œuvre son programme économique. Convaincu que les États-Unis sont désavantagés par l'ordre économique mondial¹, il a rapidement annoncé des augmentations des droits de douane. Alors qu'en 2018, les mesures ciblaient principalement la Chine, ce nouvel épisode de guerre commerciale vise un ensemble plus large de pays et de biens, si bien que le niveau des tarifs

1. Voir Miran (2024) pour une théorisation plus détaillée.

imposés fin 2025 retrouve celui observé à la fin des années 1930. Le deuxième grand volet de sa politique économique porte sur la politique budgétaire. Le 4 juillet 2025, jour de la fête nationale américaine, Donald Trump promulguait la loi budgétaire OBBBA (*One Big Beautiful Bill Act*). Bien que le début du mandat ait été marqué par une communication importante sur les coupes budgétaires, les choix faits en matière de politique budgétaire se traduiront surtout par une baisse des impôts, financée par un accroissement de la dette publique.

Du côté de la politique monétaire, bien que la banque centrale américaine soit indépendante, Donald Trump exerce une pression régulière sur la Réserve fédérale pour qu'elle baisse les taux d'intérêt. Il critique régulièrement son président, Jerome Powell, qu'il avait lui-même nommé en février 2018 et dont le mandat se termine en mai 2026. Donald Trump pourra donc désigner son successeur, ce qui lui donnera l'opportunité de renforcer son influence sur l'orientation de la politique monétaire soulevant la question de l'indépendance de la Réserve fédérale si ce n'est *de jure*, au moins *de facto*.

Du côté de la politique de l'offre, le président américain mise sur une baisse des prix de l'énergie en incitant à la production d'énergies fossiles. Il souhaite également renforcer le rôle de leader des États-Unis sur l'intelligence artificielle (IA), ce qui se traduit par la mise en œuvre d'un plan d'action permettant de favoriser les investissements. Ces choix pourraient cependant amplifier l'emballement spéculatif sur le marché boursier, ce qui pose la question de l'émergence d'une bulle et des conséquences d'un éventuel retournement des prix.

Pour l'administration Trump, cette politique économique doit favoriser la croissance, créer plus d'emplois, notamment dans l'industrie, et redonner du pouvoir d'achat aux ménages. L'objectif de cet article est d'analyser les grandes orientations économiques de ce second mandat à l'aune de ces différents indicateurs. À court terme, même si l'économie américaine parviendrait à maintenir une trajectoire de croissance plus élevée que dans la zone euro, l'activité ralentirait par rapport à 2024, l'inflation augmenterait et les inégalités devraient se creuser notamment du fait des pertes de pouvoir d'achat pour les ménages les moins aisés.

1. Politique commerciale

Plus encore que lors de son premier mandat, Donald Trump fait de la guerre commerciale une pierre angulaire de son programme économique. Il a ainsi lancé une nouvelle offensive à l'encontre des partenaires commerciaux des États-Unis, décidant de plusieurs hausses des droits de douane et multipliant les menaces. Le 2 avril 2025, jour dit de « libération », il annonçait un taux minimum de 10 % sur l'ensemble des importations entrant aux États-Unis ainsi que des droits supplémentaires pour tous les pays dont la politique commerciale serait jugée « déloyale »². Ces annonces relèvent en partie d'une stratégie pour amener les pays ciblés à ouvrir des discussions bilatérales qui permettront aux États-Unis de négocier certains avantages en contrepartie d'un tarif moins élevé. Ainsi, l'accord conclu avec l'Union européenne prévoit des droits de douane à hauteur de 15 % (pour un tarif de 1,2 % en 2024 selon Trade War Tracker) contre l'engagement pris par les Européens d'acheter des produits énergétiques américains à hauteur de 750 milliards de dollars et de réaliser des investissements dans des secteurs stratégiques à hauteur de 600 milliards de dollars d'ici à 2028. Le Royaume-Uni, le Japon ou le Viêt Nam ont également conclu des accords tandis que les négociations étaient toujours en cours avec la Chine en novembre 2025. Au 1^{er} août, ils s'élevaient par exemple à 10 % pour la plupart des importations en provenance du Royaume-Uni, 15 % pour le Japon et même 50 % pour les biens en provenance du Brésil ou de l'Inde.

Début décembre 2025, l'ensemble des annonces se traduirait par un niveau pondéré moyen des tarifs de 15,8 % selon Tax Foundation³, contre un montant estimé à 2,2 % en 2024. Le montant final des droits de douane en vigueur pour 2026 reste toutefois incertain après que la Cour internationale du commerce, puis une Cour fédérale aient jugé inconstitutionnels certains décrets. C'est à la Cour suprême que reviendra la décision finale et même si elle est majoritairement composée de juges conservateurs, il n'est pas certain que son jugement aille dans le sens de Donald Trump⁴. Il n'en demeure pas moins

2. L'hypothèse implicite du calcul des droits réciproques était qu'un déficit commercial des États-Unis vis-à-vis d'un partenaire commercial résultait de barrières tarifaires ou non tarifaires.

3. Ce chiffre est calculé comme le taux moyen appliqué à chaque produit et chaque pays pondéré par la part des importations de ce pays/bien dans les importations américaines. Il se distingue du taux effectif observé qui correspond au rapport entre les recettes douanières perçues et le montant total des importations de biens.

4. Pour plus de détails, voir l'analyse de Bouët (2025).

que le niveau moyen de droits imposé par les États-Unis sur ses partenaires commerciaux augmentera. En effet, il s'agit d'un élément essentiel de la politique économique de Donald Trump qui devrait, selon lui, réduire le déficit commercial des États-Unis, protéger l'emploi et l'industrie américaine, soutenir l'investissement et accroître les recettes fiscales pour financer les réductions d'impôts. Ces arguments sont-ils fondés ? Quel sera par ailleurs l'impact économique de ces augmentations des droits de douane ?

1.1. Réduire le déficit commercial

Donald Trump est convaincu que le déficit commercial des États-Unis est la conséquence d'une concurrence déloyale des partenaires commerciaux, soit parce que les tarifs douaniers imposés sur les biens américains seraient plus élevés que ceux imposés par les États-Unis, soit du fait de barrières non tarifaires. L'ampleur du déficit bilatéral serait une mesure directe de la distorsion de concurrence au détriment des États-Unis. L'augmentation des droits de douane est vue comme un instrument permettant de réduire ce déficit. L'argument a pourtant peu de sens économique même si certaines pratiques peuvent être effectivement déloyales⁵. De fait, une partie des échanges commerciaux est motivée par la spécialisation des différents pays et leurs avantages comparatifs. Par ailleurs, les droits de douane appliqués en 2024 par les principaux pays industriels sont généralement assez proches de ceux imposés par les États-Unis, ce qui conduit à écarter l'idée qu'ils seraient la principale source du déséquilibre commercial américain. L'excédent bilatéral de l'Union européenne vis-à-vis des États-Unis n'est pas lié à une éventuelle différence de tarifs douaniers. Le solde courant, qui tient compte des échanges commerciaux mais également de la balance des revenus, est la contrepartie de l'équilibre entre l'épargne domestique et l'investissement. Ainsi, un déficit n'est pas forcément lié à un problème de compétitivité mais traduit aussi la dynamique relative de la demande intérieure américaine et en corollaire la faiblesse de l'épargne privée et publique.

Dans ce contexte, comme le rappelle Obstfeld (2025), il est peu probable qu'une hausse des droits de douane permettra de réduire le déficit commercial américain. L'effet sur la balance commerciale doit

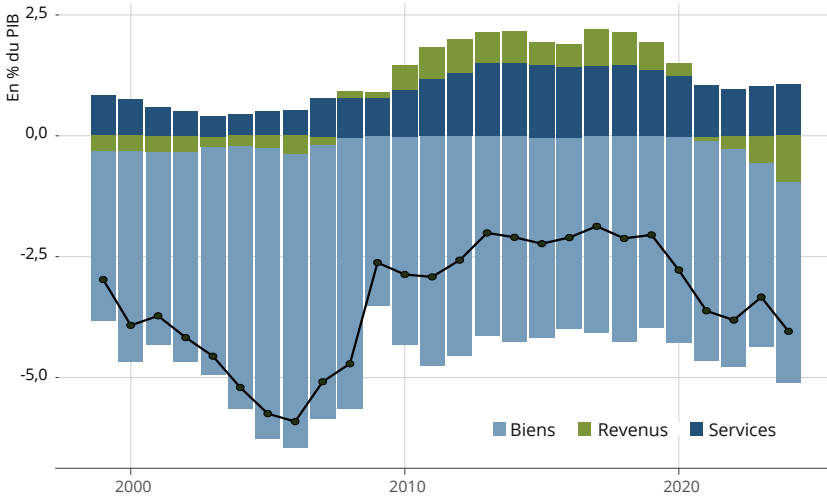
5. Le marché chinois est par exemple bien plus fermé que ne l'est le marché américain. Les normes de production ne sont par ailleurs pas équivalentes, ce qui peut se traduire par un dumping social ou environnemental.

avoir pour contrepartie une modification de l'équilibre entre l'épargne et l'investissement domestique. Par conséquent, soit les États-Unis produisent plus, soit la demande intérieure privée et notamment la consommation des ménages diminue, soit le gouvernement réduit son déficit budgétaire. À demande inchangée, la balance commerciale ne peut s'améliorer que s'il existe des capacités de production inutilisées.

La majorité des estimations, et notamment celle du Congressional Budget Office (CBO), indiquent qu'en 2024, l'écart de production était positif, c'est-à-dire que le PIB était supérieur à son potentiel. En outre, même s'il existe des capacités de production inutilisées, il faut supposer que l'augmentation des tarifs permettrait de gagner en compétitivité sur les concurrents étrangers et donc d'exporter. Or, l'augmentation des droits de douane améliore certes la compétitivité relative des produits américains sur leur marché domestique, mais ce n'est pas forcément le cas sur les marchés étrangers, surtout si les autres pays imposent en retour des droits de douane supplémentaires en représailles. En effet, les droits de douane augmentent le prix des biens importés aux États-Unis mais ne modifient pas le prix des biens américains sur les marchés étrangers. Le rééquilibrage du solde courant peut se faire via une baisse de la consommation des ménages. De fait, l'augmentation des droits de douane réduit leur pouvoir d'achat et donc leurs dépenses. Dans ce cas, la demande intérieure et les importations diminuent. Il y a donc une amélioration de la balance commerciale mais la croissance est inchangée.

Une analyse empirique menée par Furceri *et al.* (2018) à partir d'un échantillon de 151 pays sur la période 1963-2014 montre qu'une hausse des droits de douane a un effet modéré et généralement non significatif sur le commerce extérieur. D'ailleurs, les hausses mises en œuvre lors du premier mandat de Donald Trump ne se sont pas traduites par une réduction du déficit américain (graphique 1). En 2017, le solde des biens et services était de -2,8 % du PIB (-4,2 % pour le solde commercial). Fin 2019, malgré l'augmentation des droits de douane qui sont passés de 1,6 % à 3,1 %, le solde des biens et services est resté stable (-2,7 % du PIB et -4 % pour le solde commercial). Fin 2024, le déficit s'était de nouveau dégradé (-3,1 % pour le solde des biens et services et -4,1 % pour le solde commercial) alors que Joe Biden a largement maintenu les mesures prises par son prédécesseur. On ne peut cependant pas exclure que les effets des droits de douane sur le commerce soient non linéaires, si bien que la hausse récente pourrait avoir un impact plus significatif sur le solde commercial.

Graphique 1. Décomposition du solde courant



Source : BEA.

1.2. Protéger/réindustrialiser l'emploi dans le secteur manufacturier

Un autre argument utilisé pour justifier la hausse des droits de douane est lié à la volonté de préserver l'industrie américaine et l'emploi. L'hypothèse de concurrence déloyale a pour corollaire un désavantage compétitif de l'industrie américaine qui expliquerait le déficit commercial et des pertes d'emplois dans ce secteur⁶. Pour Donald Trump, la désindustrialisation qui en résulte est une menace pour les intérêts américains. Les hausses de tarifs dans certains secteurs jugés stratégiques, notamment le secteur de l'automobile ou pour les importations d'acier et d'aluminium, sont prises en vertu de la section 232 d'une loi de 1962 (*Trade Expansion Act*) qui donne la possibilité au président d'imposer des droits de douane si « un article est importé aux États-Unis en quantités ou dans des circonstances telles qu'il menace ou compromet la sécurité nationale⁷ ». L'objectif est alors non seulement de protéger ces industries afin de préserver l'emploi, mais aussi de relocaliser une partie de la production sur le sol américain pour garantir les approvisionnements pour des secteurs stratégiques.

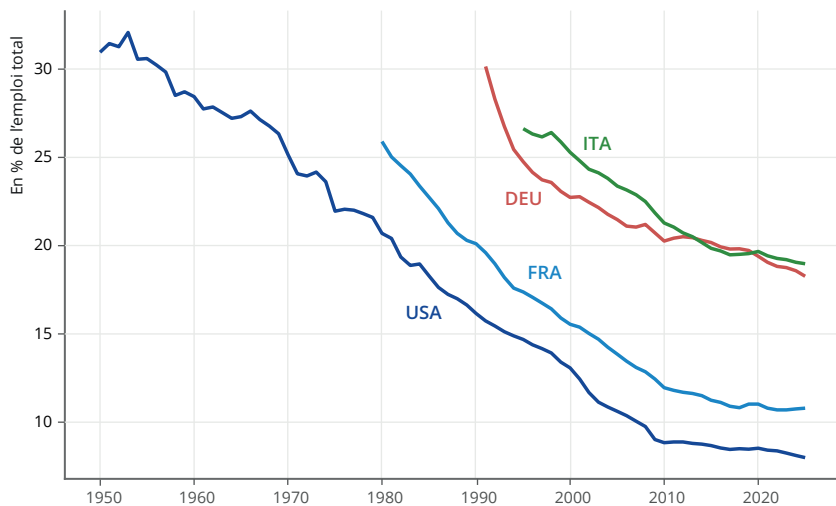
6. La littérature sur l'impact de la mondialisation sur l'emploi total suggère des effets ambigus et met généralement en avant une forte disparité selon les secteurs et le type d'emploi. La mondialisation détruirait des emplois peu qualifiés et dans les secteurs industriels exposés à la concurrence des pays à bas salaire.

7. Pour une liste plus détaillée des produits taxés (ou ceux pour lesquels cela est envisagé) dans le cadre de la section 232, voir Miran (2024).

De fait, l'augmentation des droits de douane permet de protéger certains producteurs domestiques en rendant plus chères les importations des concurrents étrangers. Il en résulte cependant une hausse du prix du bien concerné et donc des coûts supplémentaires pour les entreprises qui importaient le bien taxé. Par exemple, la hausse des tarifs douaniers sur l'acier ou l'aluminium détourne la demande des entreprises américaines pour l'acier et l'aluminium produits à l'étranger au profit des producteurs domestiques. La hausse de la production d'acier et d'aluminium domestique risque donc de se faire au détriment d'autres secteurs productifs non protégés. De même que la hausse des droits de douane sur les importations d'automobiles avantage certes les constructeurs américains mais se traduit par une hausse du coût moyen des voitures pour les ménages, ce qui détériore leur pouvoir d'achat et donc leur demande pour d'autres biens ou services domestiques. Il n'est donc pas certain que l'emploi total augmente, même s'il devrait s'améliorer dans les secteurs qui bénéficient de l'augmentation des droits de douane.

La désindustrialisation serait aussi liée au dollar jugé surévalué du fait de son rôle pivot dans le système monétaire international. C'est notamment l'argument avancé par Miran (2024) qui envisage d'utiliser l'arme des droits de douane comme un moyen de forcer les pays à négocier un accord de change qui favoriserait une dépréciation du dollar.

Graphique 2. Part de l'emploi manufacturier



Sources : BLS, Eurostat.

Il faut cependant noter que la baisse de la part du secteur manufacturier dans la valeur ajoutée ou dans l'emploi n'est pas propre aux États-Unis et que l'on observe un phénomène assez similaire dans de nombreux autres pays industrialisés (graphique 2)⁸.

1.3. Accroître les recettes fiscales

Enfin, même si les effets sur le déficit commercial ou l'emploi ne sont pas au rendez-vous, la hausse des droits de douane accroîtra les recettes fiscales, ce qui permettra de réduire les impôts payés par les ménages ou les entreprises américaines. Donald Trump a même laissé entendre que ces recettes supplémentaires pourraient se substituer aux impôts fédéraux⁹. Au deuxième trimestre 2025, l'État fédéral a collecté près de 67 milliards de dollars de recettes liées aux droits de douane, soit un montant annualisé de 267 milliards de dollars, trois fois plus qu'en 2024. Selon Peter Navarro, le conseiller au commerce de Donald Trump, le montant de recettes annuelles pourrait atteindre 600 milliards de dollars. Les estimations indiquent plutôt des recettes entre 207 et 300 milliards pour 2026 et un montant cumulé sur 10 ans (2026-2035) de l'ordre de 2 300 milliards de dollars¹⁰. On est loin des recettes fiscales annuelles collectées par l'État fédéral au titre des impôts sur le revenu (autour de 2 500 milliards de dollars pour 2025) et dans une moindre mesure des recettes liées à l'impôt sur les sociétés (un peu plus de 500 milliards de dollars). La raison en est simple. D'une part, la base fiscale est bien plus faible puisque la valeur des importations de biens pour l'année 2024 ne dépassaient pas 3 300 milliards de dollars alors que le revenu avant impôt des ménages atteignait près de 25 000 milliards de dollars¹¹. D'autre part, l'augmentation des droits de douane devrait aussi modifier le comportement de consommation des ménages et réduire les importations et donc la base fiscale. Il y a par conséquent une contradiction entre l'objectif d'accroître les recettes fiscales et celui de réduire le déficit commercial. Dans l'hypothèse où

8. Voir l'analyse de Bock *et al.* (2024) pour des éléments plus détaillés sur les écarts de productivité entre les États-Unis et les pays européens.

9. Voir par exemple Bock *et al.* (2024). Ce fut notamment le cas lors d'une interview accordée à Fox News le 15 avril 2025.

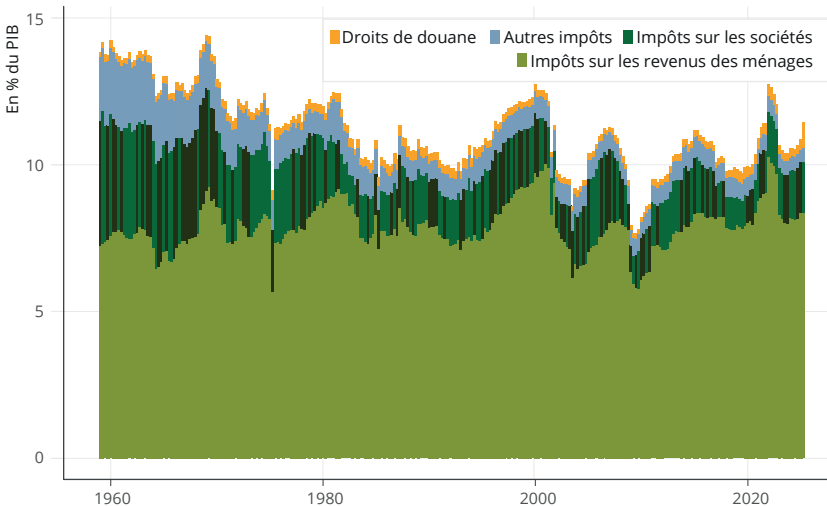
10. En août et septembre 2025, les recettes s'élevaient à 30 milliards de dollars par mois, soit un montant annuel qui pourrait dépasser 300 milliards sur l'ensemble de l'année 2026 (contre un peu plus de 80 milliards en 2024). Mais le montant devrait être plus faible en tenant compte des ajustements du commerce et de la croissance. Voir les estimations de York, Li et Shilov (2025) et du Budget Lab (2025).

11. Le montant des profits avant impôts des entreprises privées s'élevait à plus de 3 600 milliards de dollars en 2024.

les droits de douane permettent de réorienter une partie de la demande vers des produits américains, cela suppose une baisse relative des importations et donc une base fiscale qui se réduit, ce qui amoindrit alors les recettes fiscales.

De fait, il n'est en aucune façon possible que les taxes douanières deviennent la principale ressource de recettes de l'État fédéral. Fin 2024, les recettes tirées des droits de douane représentaient 0,3 point de PIB. Même si leur poids a triplé au deuxième trimestre 2025, on reste loin des 8,4 points de PIB de recettes liées à l'impôt sur le revenu (graphique 3). Pour autant, l'administration Trump peut-elle mettre en avant le fait que l'augmentation des recettes financera les baisses d'impôts prévues dans la loi budgétaire votée pendant l'été 2025 ? Selon les estimations du Committee for a Responsible Federal Budget (CRFB), les mesures de pérennisation des baisses d'impôts ou les nouvelles mesures telles que l'exonération des pourboires ou des heures supplémentaires devraient avoir un coût sur 10 ans estimé à plus de 5 300 milliards de dollars. En tenant compte des mesures portant sur la réduction des dépenses, le CBO évalue le coût total de la loi OBBBA sur les finances publiques à plus de 3 700 milliards de dollars sur 10 ans, un montant donc supérieur aux gains attendus de recettes douanières, estimés à 2 700 milliards de dollars par Tax Foundation.

Graphique 3. Impôts fédéraux



Source : BEA.

1.4. Effets macroéconomiques de la politique commerciale

Les estimations convergent pour indiquer un impact négatif de l'augmentation sur les droits de douane qui résulte d'une baisse du pouvoir d'achat des ménages et de coûts supplémentaires pour certaines entreprises. Selon Tax Foundation, le passage à 17,6 % du tarif moyen pondéré entraînerait une baisse du PIB de 0,6 point sans tenir compte d'éventuelles mesures de rétorsion qui pourraient ajouter un coût supplémentaire de l'ordre de 0,2 point. En nous appuyant sur l'évaluation de McKibbin, Hogan et Noland (2024), et en tenant compte de mesures de représailles chinoises à hauteur des tarifs imposés par les États-Unis, nous estimons un effet négatif sur le PIB de 0,8 point, soit -0,2 point en 2025 et -0,6 point supplémentaire en 2026. L'évaluation faite par le Budget Lab de Yale au 17 octobre est un peu plus pessimiste puisque le taux de croissance serait réduit de 0,5 point en 2025 et 2026¹². L'impact de long terme devrait être légèrement inférieur à 0,4 point de PIB.

Parallèlement, les droits supplémentaires se répercuteront sur l'inflation. Les travaux empiriques suggèrent en effet que les hausses sont *in fine* supportées par les ménages¹³. Sachant que les biens importés représentent un peu moins de 10 % du déflateur de la consommation, une hausse de 15 points du tarif moyen pondéré fin 2025 aurait un effet mécanique direct de plus de 1,5 point sur l'inflation en début d'année 2026¹⁴. Nous supposons toutefois que la diffusion devrait être plus progressive, une part de l'augmentation des droits de douane pourrait être dans un premier temps absorbée par les exportateurs ou par les distributeurs locaux. Tant que le tarif final est incertain, ils pourraient ne pas le répercuter sur les prix pour éviter d'avoir à le modifier à plusieurs reprises. Par ailleurs, l'impact total dépendra des effets indirects mais également de l'évolution du taux de change. En effet, l'augmentation des droits de douane pèse aussi sur le prix des consommations intermédiaires et donc sur les coûts de production des biens ou des services produits aux États-Unis. Parallèlement, le dollar s'est légèrement déprécié sur le marché des changes, ce qui devrait amplifier l'effet des droits de douane sur le prix des biens importés¹⁵.

12. Une évaluation du 30 octobre (The Budget Lab, 2025) intégrant l'accord signé entre les États-Unis et le Chine sur le tarif appliqué aux importations de Fentanyl ne modifie pas les résultats.

13. C'est notamment ce que montrent Amiti, Redding et Weinstein (2019) et Cavallo *et al.* (2021) pour les tarifs imposés par les États-Unis lors du premier mandat de Donald Trump.

14. Hobijn et Nechio (2025) trouvent un effet de 2,2 points sur le déflateur de la consommation en cas de droits de douane portés à 25 % de façon uniforme sur l'ensemble des pays.

15. Selon l'indicateur de taux de change effectif nominal calculé par la Réserve fédérale, le dollar s'est effectivement déprécié de près de 7 % entre janvier 2025 et début décembre 2025.

L'essentiel de cet impact serait supporté par les ménages dont le pouvoir d'achat du revenu disponible serait réduit. Ainsi, les droits de douane sur les importations s'apparentent à une taxe supplémentaire d'un montant estimé à environ 1 100 dollars par ménages en 2025 et 1 400 dollars en 2026¹⁶. L'effet pèserait toutefois relativement plus sur les ménages du bas de la distribution. Le revenu des ménages du premier décile baisserait alors de 2,7 %. Pour le ménage médian, la baisse serait de 1,4 %. Même si le coût absolu serait plus élevé pour les ménages les plus aisés – plus de 4 000 dollars pour les ménages du dernier décile –, cela n'ampouterait leur revenu que de 0,8 %.

2. La belle et grande loi budgétaire ou la dette publique au service des plus riches

La politique budgétaire représente l'autre volet majeur de la politique économique mise en œuvre par Donald Trump et dont les principales orientations ont été intégrées dans la loi budgétaire (OBBA) votée en juillet 2025 par le Congrès. Comme promis pendant la campagne présidentielle, la loi pérennise les baisses d'impôts accordées aux ménages et aux entreprises lors de son premier mandat (*Tax Cuts and Jobs Act* (TCJA) promulgué en décembre 2017) et qui devaient expirer en fin d'année 2025, ce qui se serait donc traduit par une hausse des impôts. S'ajoutent également des réductions d'impôts supplémentaires pour les ménages ou les entreprises¹⁷. La loi prévoit notamment des exonérations d'impôts sur les heures supplémentaires et les pourboires. Le coût de ces nouvelles mesures reste néanmoins marginal par rapport à l'extension du TCJA. Selon le CRFB, elles réduiraient les recettes de 700 milliards de dollars sur 10 ans contre plus de 3 800 milliards pour le TCJA. En contrepartie, la loi revient sur certains crédits d'impôts introduits dans l'*Inflation Reduction Act* de Joe Biden qui contribuaient au financement de la transition énergétique.

Côté dépenses, malgré les annonces tonitruantes d'Elon Musk en début de mandat dans le cadre du département de l'efficacité gouvernementale (DOGE), la baisse totale des dépenses sera *in fine* relativement modérée¹⁸. D'un côté, certaines dépenses sociales sont effectivement réduites : coupes dans les programmes de santé, d'éducation et d'aides alimentaires. Mais certaines dépenses

16. Voir l'analyse de York et Durante (2025).

17. Voir Gale *et al.* (2018) pour une analyse détaillée des éléments qui étaient contenus dans le TCJA.

18. Voir Blot (2025a) sur les enjeux de ces coupes.

discrétionnaires sont augmentées, notamment pour la défense et la sécurité intérieure. Même si les coupes sont plus importantes que les hausses de dépenses, elles ne compensent pas l'ensemble des mesures de baisses d'impôts, ce qui conduira donc à une augmentation du déficit et de la dette publique fédérale.

2.1. Des effets macroéconomiques mitigés

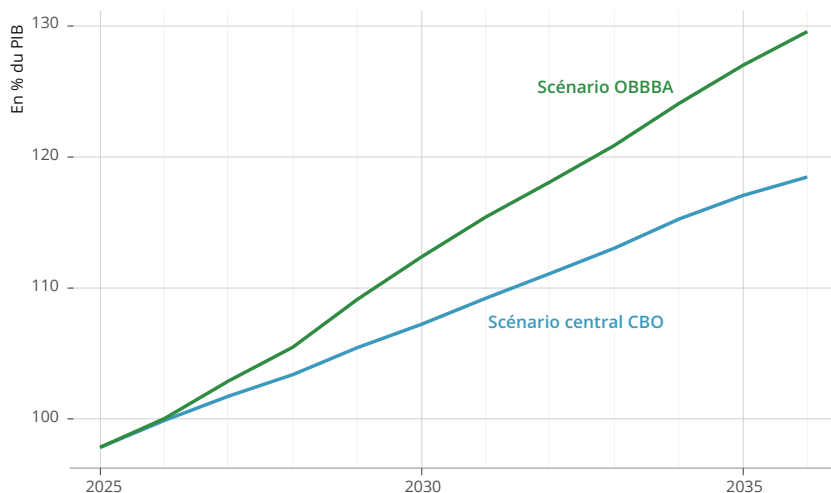
Une part des coupes budgétaires est intervenue en 2025 tandis que les mesures portant sur les recettes auront un effet positif sur le revenu des ménages plutôt en 2026. Dans ces conditions, l'impulsion devrait être négative en 2025 (-0,4 point de PIB) et positive en 2026 avec un effet recettes de l'ordre de 1,1 point de PIB mais une impulsion de -0,2 pour les dépenses. L'impact économique sur la croissance de 2026 devrait néanmoins être modéré si on suppose que l'effet multiplicateur sur les dépenses est plus important, si la croissance de 2026 reste négativement affectée par l'effet des réductions de dépenses de l'année 2025. Enfin, il faut tenir compte du fait que l'essentiel des mesures fiscales introduites dans OBBBA pérennisent des mesures existantes. Dans ces conditions, la croissance aurait été plus faible en 2026 en l'absence de ces mesures puisque la fiscalité des ménages se serait alourdie. Pour autant, il ne devrait pas y avoir une accélération notable de l'activité entre 2025 et 2026 du fait de la réforme fiscale.

L'évaluation de la loi budgétaire effectuée par le Budget Lab va aussi dans ce sens. L'impact sur le PIB serait effectivement légèrement négatif en 2025 (-0,14 point) puis nul en 2026¹⁹. Les baisses d'impôts auraient un effet plus significatif sur la croissance en 2027 mais à long terme, le PIB reculerait sous l'hypothèse que la hausse induite de la dette se traduirait par des taux d'intérêt plus élevés, ce qui réduirait l'activité à long terme (-0,3 point en 2035). Avant l'intégration des effets de la loi budgétaire, le CBO anticipait la poursuite de l'augmentation de la dette publique (graphique 4). La loi OBBBA accentuerait cette dynamique avec une dette qui serait supérieure à ce scénario central de 1 point en 2026 et 9 points en 2035. Le scénario établi par le think tank Tax Foundation est cependant plus positif quant à l'impact sur le PIB à long terme. En effet, la baisse de la fiscalité des entreprises et des ménages devrait permettre à la fois d'augmenter le stock de capital et l'offre de travail, ce qui se traduirait par une hausse du PIB de 1,2 point à long

19. C'est-à-dire légèrement positif sur la croissance annuelle du PIB.

terme. Les effets macroéconomiques de cette « belle et grande » loi budgétaire devraient être modérés. Malgré les annonces de réduction des dépenses, la dette publique continuera d'augmenter.

Graphique 4. Projection de dette publique détenue par le public



Note : Le concept de dette détenue par le public diffère des chiffres de dette communiqués par Eurostat ou les instituts statistiques nationaux pour les pays européens. Elle correspond à l'ensemble de la dette fédérale détenue par des particuliers, des entreprises, les États ou gouvernements locaux, la Réserve fédérale, des gouvernements étrangers et d'autres entités extérieures au gouvernement des États-Unis, moins les titres de la Federal Financing Bank.

Sources : CBO, The Budget Lab.

2.2. Une politique antiredistributive

Même si les réductions d'impôts accordées en 2018 dans le cadre du TCJA avaient des effets plus favorables pour les ménages situés en haut de la distribution des revenus, elles se traduisaient aussi par des gains pour l'ensemble des autres, y compris ceux du premier quintile de revenu²⁰. La combinaison du volet recettes et de la partie dépenses de l'OBBBA renverse les effets favorables pour les ménages les plus modestes. Ainsi, la perte de revenu, en dollars constants, pour les ménages des deux premiers déciles serait de l'ordre de 1 200 et 400 dollars respectivement. Pour le premier décile, cette baisse correspond à une baisse de revenus de 3 % qui passerait même à 7 % si l'on tient compte de l'effet négatif des droits de douane²¹. Les gains (hors effets liés à la politique commerciale) apparaîtraient pour les ménages à

20. Voir Gale *et al.* (2018) ou l'évaluation de Li et Pomerleau (2018).

21. Voir Peter G. Peterson Foundation (2025).

partir du 4^e décile de revenu et atteindraient 13 000 dollars pour les ménages du dernier décile, soit un gain de 2,5 %. Des effets similaires sont avancés par Tax Foundation qui montre que les gains les plus importants sont obtenus pour les ménages du dernier décile, même si au sein de ce décile, ils sont relativement moins favorables pour les ménages du top 1 %.

Les ménages qui perdent leur emploi ou subissent une baisse de revenu seront notamment pénalisés par la baisse des aides fédérales accordées pour le financement du programme SNAP (*Supplemental Nutrition Assistance Program*) et le changement des conditions d'accès aux aides. Par conséquent, l'effet stabilisateur du programme devrait être atténué. Par ailleurs, en réduisant les critères d'éligibilité, les modalités d'inscription et le mode de financement des programmes de santé (Medicaid), la loi budgétaire risque d'augmenter le nombre de personnes non assurées. Ainsi, au-delà du coût de la protection sociale qui augmentera pour certains ménages, cette réforme devrait aussi avoir un effet négatif sur l'accès aux soins.

3. Politique monétaire : moins d'indépendance et plus d'inflation ?

Bien que la politique monétaire soit mise en œuvre par une institution indépendante du pouvoir politique (la Réserve fédérale), la concomitance de la victoire de Donald Trump et de la perspective de fin de mandat de Jerome Powell – président de la Réserve fédérale – pourrait avoir une incidence sur la situation macroéconomique au cours des prochains trimestres. Depuis son retour à la Maison-Blanche, Donald Trump met la pression sur la banque centrale américaine pour qu'elle baisse les taux d'intérêt afin de stimuler la croissance mais aussi de réduire le coût de financement des mesures de réduction d'impôts. Comme lors de son premier mandat, il critique publiquement son président, Jerome Powell, qu'il avait lui-même nommé en 2018. Le 19 novembre 2025, il indiquait même qu'il souhaitait le renvoyer. Ces déclarations, ainsi que la tentative d'évincer Lisa Cook, un autre membre du Federal Open Market Committee (FOMC), témoignent de la volonté de Donald Trump d'influencer les décisions de politique monétaire. Pendant la campagne présidentielle, il avait indiqué qu'il devrait avoir son mot à dire sur les décisions de politique monétaire²².

22. Voir Reuters (2024).

Il est peu probable que Donald Trump parvienne à écarter Jerome Powell avant la fin de son mandat qui arrive à son terme en mai 2026. Mais il lui reviendra de désigner son successeur, pour un mandat de quatre ans renouvelable, parmi les membres du FOMC. Avant cela, Donald Trump aura également la possibilité de nommer un nouveau membre du FOMC pour remplacer définitivement Adriana Kugler qui avait anticipé son départ prévu en janvier 2026 et qui est temporairement remplacée par Stephen Miran²³. Les 7 membres du Board sont nommés pour 14 ans avec le renouvellement d'un siège tous les 2 ans, ce qui assure une certaine stabilité et réduit la possibilité pour un président d'avoir une forte emprise sur les décisions de politique monétaire, surtout qu'il n'a pas de contrôle sur la nomination des 12 membres des réserves fédérales régionales, dont 5 prennent part au vote lors des réunions de politique monétaire²⁴.

Entre janvier et août 2025, la Réserve fédérale a fait le choix de maintenir le taux directeur, malgré les nombreuses déclarations de Donald Trump l'invitant à le baisser. Or, ces décisions ont toutes été prises à l'unanimité. Lors des réunions de septembre et d'octobre, les membres du FOMC ont majoritairement approuvé une baisse du taux d'1/4 de point. Seul Stephen Miran a exprimé le souhait d'une baisse plus importante. Ces décisions témoignent donc d'un fort consensus sur l'orientation de la politique monétaire américaine. Le changement de président peut-il se traduire par une politique monétaire plus expansionniste comme le souhaite Donald Trump ? L'expression de désaccords au sein du FOMC est certes fréquente mais le président ou la présidente cherche plutôt le consensus que le désaveu. Pour autant, bien qu'indépendants, les membres du FOMC pourraient céder aux pressions de l'exécutif. Les multiples déclarations de Donald Trump, à l'encontre de Jerome Powell lors de son premier mandat, ont conduit à une anticipation de baisses des taux suggérant que la Réserve fédérale finirait par céder aux pressions politiques (Bianchi *et al.*, 2023). C'est aussi ce qui ressort d'une analyse portant sur l'épisode inflationniste des années 1970. Weise (2012) montre en effet que les membres du FOMC ont internalisé les pressions exercées par le gouvernement ou le Congrès pour que la politique de la Réserve fédérale ne conduise pas une politique monétaire trop restrictive. La persistance d'une inflation

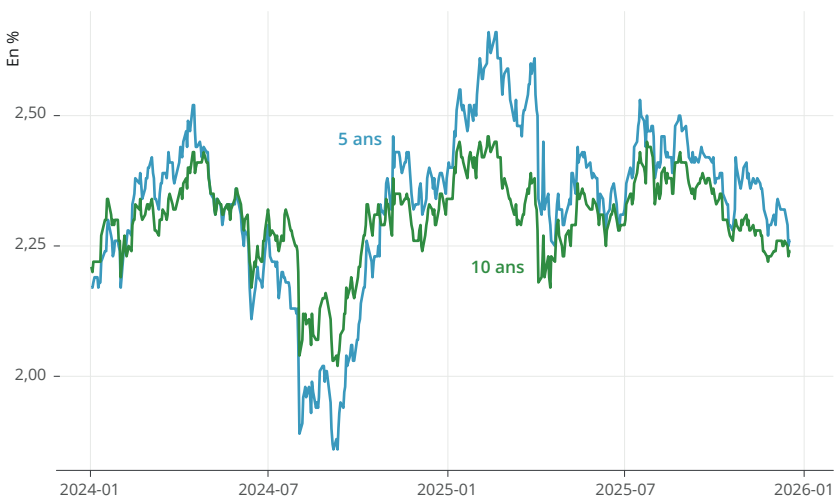
23. Qui avait été nommé président du Council of Economic Advisers par Donald Trump en mars 2025.

24. Seules 12 personnes prennent part au vote : les 7 membres du Conseil des gouverneurs (Board of Governors), le président de la Réserve fédérale de New York et 4 membres des autres réserves fédérales régionales, avec un système de rotation.

élevée et l'arrivée d'un nouveau président, Paul Volcker, en 1979, ont cependant conduit à imposer l'idée que la Réserve fédérale devait résolument durcir sa politique monétaire. De fait, depuis septembre 2025, le FOMC a de nouveau réduit son taux, après une pause de plusieurs mois. Il est cependant difficile d'en déduire que la Réserve fédérale a cédé aux pressions de Donald Trump. Le double mandat lui donne des marges de manœuvre pour arbitrer entre son objectif de stabilité des prix et celui de plein-emploi, et la baisse récente du taux peut aisément se justifier par la dégradation de la situation sur le marché du travail.

À court terme, l'inflation risque d'être plus élevée du fait de la politique commerciale. Les enjeux portent plutôt sur la dynamique de moyen terme puisque de nombreux travaux mettent en évidence un lien entre le degré d'indépendance de la banque centrale et l'inflation. À ce stade, les indicateurs de marché permettant de mesurer les anticipations d'inflation ne suggèrent pas de rupture depuis le retour de Donald Trump à la Maison-Blanche. L'inflation moyenne anticipée à 5 ou 10 ans a certes fortement augmenté entre septembre 2024 et février 2025, ainsi qu'en avril, sans doute en lien avec la perspective de droits de douane plus élevés (graphique 5). Mais depuis septembre 2025, il ne semble pas que les deux baisses de taux soient interprétées comme le signe que la Réserve fédérale négligerait son objectif d'inflation. L'inflation anticipée est certes au-dessus de la cible de 2 % mais plutôt en baisse.

Graphique 5. Anticipations d'inflation



Source : FRED.

4. La croissance tirée par la tech

La politique économique de Donald Trump se caractérise également par la volonté de réduire les réglementations qui pourraient entraver le fonctionnement des marchés. Lors de son premier mandat, il avait notamment assoupli la réglementation financière en revenant sur certaines dispositions de la loi Dodd-Frank adoptée en 2010 après la crise financière. Plus récemment, c'est l'agence de protection financière des consommateurs (Consumer Financial Protection Bureau, CFPB) qui est sur la sellette depuis que son financement a été déclaré illégal.

Concernant le climat, Donald Trump continue d'afficher son climato-scepticisme. Ainsi, les États-Unis sont de nouveau sortis de l'accord de Paris et plusieurs mesures prises sous l'administration Biden dans le cadre de l'*Inflation Reduction Act* (IRA) ont été supprimées, notamment les aides pour l'achat de véhicules électriques²⁵. Il souhaite surtout favoriser la production d'énergies fossiles comme l'illustre son slogan de campagne « *Drill, baby, drill* ». Son retour à la Maison-Blanche est donc marqué par un ensemble de décrets visant à lever les freins à l'exploration et faciliter les concessions. De fait, la production américaine de pétrole brut a certes atteint un record en septembre 2025 selon l'Energy Information Administration (EIA), mais le nombre de puits de forage a diminué entre fin 2024 et fin 2025 et l'EIA prévoit une baisse de la production en 2026²⁶. Au deuxième trimestre 2025, le montant des investissements en volume réalisés dans l'exploration minière a même fortement baissé, retombant sous les 100 milliards de dollars contre un peu plus de 165 milliards en moyenne au cours des années 2011-2014.

C'est surtout en matière d'intelligence artificielle (IA) que se distingue le début de ce nouveau mandat. Dès janvier, Donald Trump a annoncé un plan d'action dont l'objectif affiché est de conserver et renforcer la position le leadership des États-Unis²⁷. L'IA est en effet perçue non seulement comme un vecteur d'innovations et de croissance mais aussi comme un secteur stratégique, reflétant la domination des États-Unis. Donald Trump souhaite donc faciliter la construction de data centers et favoriser la relocalisation et le développement de l'industrie des semi-conducteurs, ce qui passe par la suppression des formalités administratives et des réglementations jugées contraignantes.

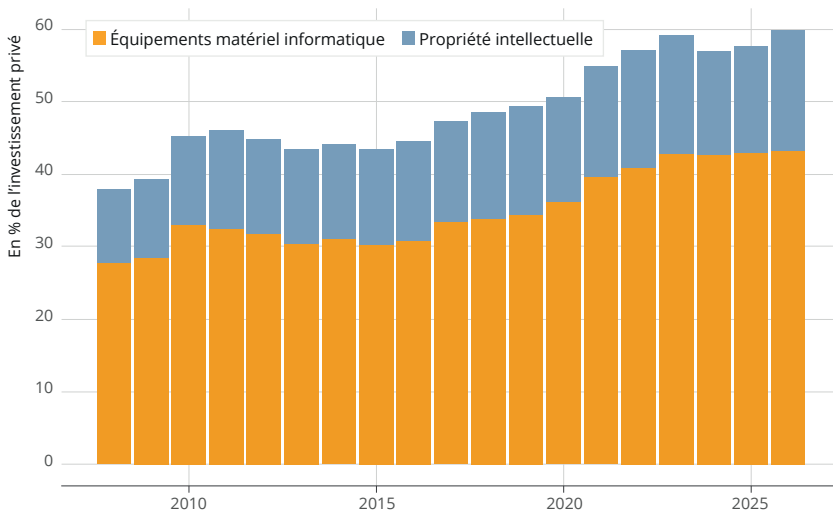
25. Voir Blot, Feltz et Plane (2025) pour une analyse plus détaillée de la politique climatique de Donald Trump.

26. Voir <https://www.eia.gov/todayinenergy/detail.php?id=66844>

27. Voir <https://www.ai.gov/> pour plus de détails sur les décisions prises.

Si les effets de long terme sont difficiles à quantifier, ils devraient contribuer à maintenir un niveau de productivité élevé. À plus court terme, les investissements réalisés dans le secteur de la technologie ont sans doute tiré la croissance du premier semestre 2025. Alors que la consommation des ménages fléchit, l'investissement privé non résidentiel a augmenté de 2,3 % au premier trimestre et 1,8 % au deuxième contre une progression de 0,2 et 0,6 % de la consommation des ménages. Bien qu'il soit difficile d'isoler précisément les éléments qui pourraient être en lien avec le secteur des technologies, les comptes nationaux indiquent une forte croissance de l'investissement en équipements de traitement de l'information, qui inclut notamment l'achat de matériel informatique, et des investissements en produits de la propriété intellectuelle. Sur l'ensemble du premier semestre, ces deux composantes ont représenté plus de 2 200 milliards de dollars d'investissements et contribué pour 0,7 point à la croissance qui s'élevait à 0,8 %. Ces statistiques illustrent le rôle croissant des investissements en lien avec les nouvelles technologies qui représentaient près de 60 % de l'ensemble des investissements productifs privés américains au deuxième trimestre 2025 (graphique 6). Elles font aussi écho aux diverses annonces d'investissement en infrastructures faites par les géants du secteur. De tels investissements soutiendront la demande intérieure au cours des prochaines années.

Graphique 6. Part des investissements technologiques



Sources : BEA, NIPA (1.5.6).

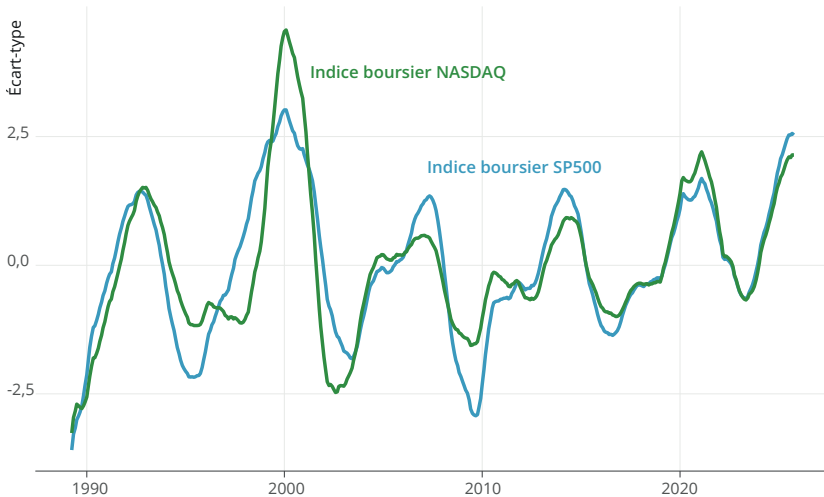
Parallèlement, les perspectives de développement du secteur ont aussi alimenté une flambée des cours boursiers. Depuis début janvier, l'indice boursier S&P 500 a progressé de 16 % et le NASDAQ, qui concentre les principales valeurs technologiques, a bondi de plus de 20 % et atteint un niveau historiquement élevé. Une telle hausse traduit-elle le gonflement d'une bulle dont l'explosion pourrait à la fois freiner les projets d'investissement dans le secteur mais aussi nourrir un effet de richesse négatif ? Une telle analyse suppose d'identifier la valeur fondamentale des actifs de fait inobservable. La simple envolée des cours ne suffit pas à caractériser une bulle puisque la valorisation peut refléter des perspectives de profits. En appliquant la méthode proposée dans Blot, Hubert et Odry (2018), nous développons un indicateur qui s'appuie sur l'estimation de différents modèles et sur une analyse en composante principale pour identifier l'évolution de la composante bulle pour les indices boursiers américains (S&P 500 et NASDAQ)²⁸. Il ressort que la valorisation actuelle des indices boursiers dépasse leur valeur fondamentale de plus de deux écarts types en octobre 2025 (graphique 7). Même s'il est difficile de quantifier le pourcentage de surajustement, l'indicateur suggère une bulle moins importante que lors de la bulle des valeurs Internet au début des années 2000. Lors de cette période, la déviation du NASDAQ par rapport à la valeur de référence était de plus de 4,5 écarts types. Il faut cependant noter que le poids dans l'économie des entreprises incluses dans cet indice est plus important aujourd'hui qu'il ne l'était à la fin des années 1990. Par ailleurs, le niveau actuel des deux indicateurs est légèrement supérieur à ce qui était observé au début de l'année 2021 au moment de la reprise post-Covid. Pour autant, le retournement observé par la suite, notamment début 2023, n'avait pas provoqué de ralentissement brutal de l'économie américaine. De fait, un ajustement des cours risque d'affecter le patrimoine financier des ménages mais la littérature suggère généralement que l'éclatement d'une bulle boursière a des conséquences macroéconomiques moindres que celui d'une bulle immobilière²⁹. Le rôle de la dynamique du crédit est également important puisque les bulles financées par un emballement du crédit provoquent généralement des récessions plus importantes. Or, selon l'indicateur calculé par la BRI pour le début de l'année 2025, le ratio crédit/PIB aux États-Unis était inférieur de 12,7 % à sa tendance.

28. Voir également Blot, Hubert et Labondance (2024).

29. Voir Jordà, Schularick et Taylor (2013 ; 2015).

Le risque d'éclatement d'une bulle ne peut donc pas être écarté mais ses conséquences pourraient être limitées.

Graphique 7. Y a-t-il une bulle sur le marché boursier ?



Sources : BEA, Fred. Calculs des auteurs à partir de Blot, Hubert et Odry (2018).

5. Quelles perspectives de croissance pour l'économie américaine ?

S'il est bien entendu beaucoup trop tôt pour tirer les enseignements économiques de cette politique économique, notre analyse suggère qu'elle se fonde en partie sur des éléments fallacieux et incohérents. Ainsi, les droits de douane représentent une taxe supplémentaire pour les ménages et les entreprises américaines importatrices et non pour les entreprises qui exportent vers les États-Unis, même si leur compétitivité se trouve dégradée. De plus, les recettes fiscales tirées de ces droits de douane seront insuffisantes pour financer les baisses d'impôts votées dans la loi OBBBA. La dette publique sera par conséquent plus élevée. À court terme, la guerre commerciale se traduira par une inflation plus élevée qui rognera le pouvoir d'achat. Si les ménages les plus aisés bénéficieront en contrepartie des baisses d'impôts, cela ne sera pas le cas pour les ménages les plus pauvres qui seront donc les grands perdants de la politique économique de Donald Trump. De plus, l'intensification des pressions politiques sur la banque centrale pourrait se traduire par une inflation plus persistante et des taux d'intérêt plus élevés à moyen terme.

Un an après la victoire de Donald Trump à l'élection présidentielle, les premiers éléments conjoncturels offrent de fait une image contrastée de la situation économique américaine. La croissance du premier semestre a été marquée par une forte volatilité largement liée à la dynamique du commerce extérieur. De plus, le marché du travail a manifesté quelques signes d'essoufflement avec une forte baisse des créations d'emploi qui pourraient annoncer un ralentissement de l'activité³⁰. De fait, pour l'année 2026, la croissance sera marquée par les effets négatifs de la hausse des droits de douane auxquels s'ajoutent des effets liés à l'incertitude. L'impact de la politique budgétaire sur la croissance de 2026 sera sans doute assez faible mais serait plus notable en 2027. À court terme, le principal soutien à la croissance viendrait de la politique monétaire, indépendamment du choix du prochain gouverneur de la Réserve fédérale. Ces différents éléments devraient porter la croissance à 1,7 %.

À plus long terme, se pose la question de l'impact des différentes décisions sur le potentiel de croissance. Selon les estimations du CBO de janvier 2025, le rythme de croissance du potentiel baisserait progressivement, passant de 2,3 % en 2026 à 2 % en 2030 puis 1,8 % en 2035. Ce ralentissement est principalement lié à la dynamique de la population active tandis que la tendance de productivité s'améliorerait. L'accélération des investissements dans le domaine de l'IA va-t-il se traduire par des gains de productivité supplémentaires ? Inversement, la politique migratoire menée par Donald Trump ne risque-t-elle pas d'amplifier la tendance à la baisse de la population active ? En décembre 2025, selon les chiffres communiqués par le département de Sécurité intérieure, plus 2,5 millions d'immigrés illégaux auraient quitté les États-Unis depuis le début de l'année 2025. Cette baisse ne se reflète pas dans les derniers chiffres de la population active qui a progressé de 1,9 % entre novembre 2024 et novembre 2025 selon le Bureau of Labor Statistics (BLS).

30. Pour une analyse conjoncturelle plus détaillée, voir Blot (2025b).

Références

- Amiti M., S. J. Redding et D. E. Weinstein, 2019, « The impact of the 2018 tariffs on prices and welfare », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 33, n° 4, pp. 187-210, <https://doi.org/10.1257/jep.33.4.187>
- Bianchi F., R. Gómez-Cram, T. Kind et H. Kung, 2023, « Threats to central bank independence: High-frequency identification with Twitter », *Journal of Monetary Economics*, vol. 135, pp. 37-54, <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2023.01.001>
- Blot C., 2025a, « Faut-il couper dans les dépenses fédérales américaines ? », *Blog de l'OFCE*, 19 mars, https://www.ofce.sciences-po.fr/blog2024/fr/2025/20250319_CB/
- Blot C., 2025b, « États-Unis : Donald Trump peut-il casser la croissance ? », *Revue de l'OFCE*, n° 189, pp. 119-224, <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/20-189OFCE.pdf>
- Blot C., E. Feltz et M. Plane, 2025, « Trump II : une analyse de l'impact économique, social et climatique de la politique à venir », *OFCE Policy brief*, n° 140, <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/pbrief/2025/OFCEpbrief140.pdf>
- Blot C., P. Hubert et F. Labondance, 2024, « The asymmetric effects of monetary policy on stock price bubbles », *European Economic Review*, vol. 168, art. 104824, <https://doi.org/10.1016/j.eurocorev.2024.104824>
- Blot C., P. Hubert et R. Odry, 2018, « Où en sommes-nous des bulles de prix d'actifs en zone euro ? », *Revue de l'OFCE*, n° 158, pp. 183-205, <https://doi.org/10.3917/reof.158.0183>
- Bock S., A. Elewa, S. Guillou, M. Napoletano, L. Nesta, E. Salies et T. Treibich, 2024, « Le décrochage européen en question », *OFCE Policy brief*, n° 128, <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/pbrief/2024/OFCEpbrief128.pdf>
- Bouët A., 2025, « Droits de douane américains : en attente d'une décision historique de la Cour suprême », *CEPII le blog*, 1^{er} décembre, <https://www.cepii.fr/BLOG/bi/post.asp?IDcommuniqu=1143>
- Cavallo A., G. Gopinath, B. Neiman et J. Tang, 2021, « Tariff pass-through at the border and at the store: Evidence from US trade policy », *American Economic Review: Insights*, vol. 3, n° 1, pp. 19-34, <https://doi.org/10.1257/aeri.20190536>
- Furceri D., S. A. Hannan, J. D. Ostry et A. K. Rose, 2018, « Macroeconomic consequences of tariffs », *NBER Working Paper*, n° 25402, <https://doi.org/10.3386/w25402>
- Gale W., H. Gelfond, A. Krupkin, M. J. Mazur et E. Toder, 2018, « A preliminary assessment of the Tax Cuts and Jobs Act of 2017 », *National Tax Journal*, vol. 71, n° 4, pp. 589-612, <https://doi.org/10.17310/ntj.2018.4.01>

- Hobijn B. et F. Nechio, 2025, « The effects of tariffs on inflation and production costs », *FRBSF Economic Letter*, n° 2025-12, 19 mai, <https://www.frbsf.org/wp-content/uploads/el2025-12.pdf>
- Jordà Ò., M. Schularick et A. M. Taylor, 2013, « When credit bites back », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 45, n° s2, pp. 3-28, <https://doi.org/10.1111/jmcb.12069>
- Jordà Ò., M. Schularick et A. M. Taylor, 2015, « Leveraged bubbles », *Journal of Monetary Economics*, vol. 76, pp. S1-S20, <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2015.08.005>
- Li H. et K. Pomerleau, 2018, « The distributional impact of the Tax Cuts and Jobs Act over the next decade », Tax Foundation, 28 juin, <https://taxfoundation.org/research/all/federal/the-distributional-impact-of-the-tax-cuts-and-jobs-act-over-the-next-decade/>
- McKibbin W. J., M. Hogan et M. Noland, 2024, « The international economic implications of a second Trump presidency », *PIIE Working Paper*, n° 24-20, <https://www.piie.com/sites/default/files/2024-09/wp24-20.pdf>
- Miran S., 2024, « A user's guide to restructuring the global trading system », Hudson Bay Capital, novembre, https://www.hudsonbaycapital.com/documents/FG/hudsonbay/research/638199_A_Users_Guide_to_Restructuring_the_Global_Trading_System.pdf
- Obstfeld M., 2025, « The US trade deficit: Myths and realities », *Brookings Papers on Economic Activity*, printemps, pp. 139-194, https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2025/03/BPEA-SP25_WEB_Obstfeld.pdf
- Peter G. Peterson Foundation, 2025, « The OBBBA's effect on income distribution in the United States », 1^{er} octobre, <https://www.pgpf.org/article/the-obbbas-effect-on-income-distribution-in-the-united-states/>
- Reuters, 2024, « Trump signals interest in influencing Federal Reserve decisions if he regains White House », 9 août, <https://www.reuters.com/world/us/trump-says-president-should-have-say-fed-decisions-2024-08-08/>
- The Budget Lab, 2025, « State of US tariffs : October 30, 2025 », <https://budgetlab.yale.edu/research/state-us-tariffs-october-30-2025>
- Weise C. L., 2012, « Political pressures on monetary policy during the US great inflation », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 4, n° 2, p. 33-64, <https://doi.org/10.1257/mac.4.2.33>
- York E. et A. Durante, 2025, « Trump tariffs : Tracking the economic impact of the Trump trade war », Tax Foundation, 1^{er} décembre, <https://taxfoundation.org/research/all/federal/trump-tariffs-trade-war/>
- York E., H. Li et A. Shilov, 2025, « Tariff dividends would cost more than tariff revenues will generate », Tax Foundation, 18 novembre, <https://taxfoundation.org/blog/tariff-dividends-cost-more-tariff-revenues-generate/>

Graphiques

Indicateurs d'incertitude de politique économique	12
Dynamique du PIB dans les principales économies	14
Dynamique du PIB dans les principales économies	15
Inflation en niveau	18
Solde budgétaire	21
Dettes publiques en zone euro et aux États-Unis depuis 2019	28
Évolution du solde public primaire et du solde public primaire stabilisant la dette	30
Impulsion budgétaire	31
Inflation et politique monétaire américaine	35
Éléments sur l'inflation	36
Contribution cumulée à l'inflation de ses composantes depuis janvier 2019	41
Niveau des prix à la consommation des biens non énergétiques et des services	44
Parts des différentes zones dans les exportations chinoises	49
Parts des différentes zones dans les importations américaines	50
Prix à l'importation aux États-Unis	51
Écart au PIB de 2019	56
Contribution des composantes du PIB à la croissance	57
Évolution de la capacité financière des agents	58
Nowcasting du PIB pour le 3e trimestre	63
Indice d'incertitude de politique économique	68
Décomposition des évolutions de l'emploi depuis 2019	71
Un écart de productivité avec la zone euro fortement réduit	71
Évolution et contribution des composantes de l'IPC	77
Taux d'épargne financière des ménages	80
Décomposition de l'évolution du taux d'épargne par rapport au T4 2019 ..	81
Taux d'épargne prévu et taux d'épargne issu de l'équation	83
Éléments conjoncturels du secteur du logement résidentiel	84
Éléments conjoncturels du secteur du logement résidentiel	85
Taux d'investissement des ENF en volume	88
Variation du taux de marge des SNF par rapport à la moyenne de 2019 ..	89
Taux d'intérêt et coût de financement des SNF	90
Commerce extérieur français : les principales statistiques	99
Évolution des coûts salariaux unitaires nominaux	106
Part des salaires dans la valeur ajoutée (corrigée du taux de salarisation) ..	106

Indice d'incertitude politique : Allemagne versus Europe	108
Contribution à l'inflation espagnole	113
Incertitude politique en Espagne	117
Niveaux et contributions des composantes du PIB	120
Inflation (IPCH) et contributions des principales composantes	121
Marché du travail italien	122
IPCH et contribution des principales composantes	129
Entrées et sorties sur le marché du travail	138
Contributions à la croissance de l'indice des prix à la consommation	143
Commerce extérieur chinois	150

ÉTUDES SPÉCIALES

Simulation dynamique du taux d'épargne	173
Évolution des principaux déterminants du taux d'épargne depuis fin 2019	175
Contributions à l'évolution du taux d'épargne par rapport au T4 2019	179
Simulation dynamique du taux d'épargne	180
Simulation dynamique du taux d'épargne	182
Impact de la hausse de l'incertitude sur le taux d'épargne	183
Impact de la hausse de l'incertitude sur le taux d'épargne	184
Estimation récursive des coefficients de long terme de l'équation 2	189
Contributions à l'évolution du taux d'épargne par rapport au T4 2019	190
Décomposition du solde courant	196
Part de l'emploi manufacturier	197
Impôts fédéraux	199
Projection de dette publique détenue par le public	203
Anticipations d'inflation	206
Part des investissements technologiques	208
Y a-t-il une bulle sur le marché boursier ?	210

Tableaux

Prévisions de croissance mondiale (en %)	24
Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et prix du pétrole . 25	
Cadrage macroéconomique pour l'économie française	60
Compte Emploi-Ressources pour l'économie française	64
Effet estimé du choc de risque politique post-dissolution	68
Évolution du marché du travail	72
Évolution de l'emploi, du chômage et de la population active	74
Emplois aidés 2024-2026 : bénéficiaires, variations des bénéficiaires, effets emploi au T4	76
Compte des ménages	79
Évolution des finances publiques	96
Impulsion budgétaire et effet économique	109

Tableaux de prévision par pays

Allemagne : résumé des prévisions	110
Espagne : résumé des prévisions	118
Italie : résumé des prévisions	125
Royaume-Uni : résumé des prévisions	133
États-Unis : résumé des prévisions	140
Japon : résumé des prévisions	148
Chine : Indicateurs d'activité	151
Chine : Prévisions de croissance	154
Amérique latine : résumé des prévisions de croissance	158
Asie : résumé des prévisions de croissance	159

ÉTUDES SPÉCIALES

Résultats des estimations de l'équation de consommation	177
Résultats des estimations avec effets ricardiens	187

Encadrés

Anticipations d'inflation : un impact tangible de l'élection de Trump ? . . .	34
Prévision en temps réel du PIB au 3 ^e trimestre	62
Où en sommes-nous de la productivité marchande ?	70
Comment expliquer l'évolution du taux d'épargne depuis fin 2019 ?	81
Quelles marges de manœuvre peut disposer un nouveau gouvernement au regard des engagements européens ?	92
Quel ajustement serait permis par une nouvelle loi spéciale ?	94
Comprendre le recul des parts de marché à l'exportation	104
L'incertitude politique et l'absence de budget pourraient peser sur la croissance de long terme	116
Le marché du travail fléchit	137
Comment expliquer la hausse des prix alimentaires ?	142
Le retour des Abenomics ?	146

Liste des abréviations de pays

AFG	Afghanistan	COL	Colombie
AGO	Angola	COM	Comores
ALB	Albanie	CPV	Cap-Vert
AND	Andorre	CRI	Costa Rica
ARE	Émirats arabes unis	CUB	Cuba
ARG	Argentine	CYP	Chypre
ARM	Arménie	CZE	République tchèque
ATG	Antigua-et-Barbuda	DEU	Allemagne
AUS	Australie	DJI	Djibouti
AUT	Autriche	DNK	Danemark
AZE	Azerbaïdjan	DO	DMA Dominique
BDI	Burundi	DOM	République dominicaine
BEL	Belgique	DZA	Algérie
BEN	Bénin	ECU	Équateur
BFA	Burkina Faso	EGY	Égypte
BGD	Bangladesh	ERI	Érythrée
BGR	Bulgarie	ESP	Espagne
BHR	Bahreïn	EST	Estonie
BHS	Bahamas	ETH	Éthiopie
BIH	Bosnie-Herzégovine	EUZ	Zone euro
BLR	Biélorussie	FIN	Finlande
BLZ	Belize	FJI	Fidji
BOL	Bolivie	FRA	France
BRA	Brésil	FSM	Micronésie
BRB	Barbade	FYR	Macédoine
BRN	Brunei	GAB	Gabon
BTN	Bhoutan	GBR	Royaume-Uni (Grande-Bretagne)
BWA	Botswana	GEO	Géorgie
CAF	République centrafricaine	GHA	Ghana
CAN	Canada	GIN	Guinée
CHE	Suisse	GMB	Gambie
CHL	Chili	GNB	Guinée-Bissau
CHN	Chine	GNQ	Guinée équatoriale
CIV	Côte d'Ivoire	GRC	Grèce
CMR	Cameroun	GRD	Grenade
COD	République démocratique du Congo	GTM	Guatemala
COG	République du Congo	GUY	Guyana

HKG	Hong Kong	MEX	Mexique
HND	Honduras	MHL	Marshall
HRV	Croatie	MLI	Mali
HTI	Haïti	MLT	Malte
HUN	Hongrie	MMR	Birmanie
IDN	Indonésie	MNG	Mongolie
IND	Inde	MNP	Îles Mariannes du Nord
IRL	Irlande	MOZ	Mozambique
IRN	Iran	MRT	Mauritanie
IRQ	Irak	MUS	Maurice
ISL	Islande	MWI	Malawi
ISR	Israël	MYS	Malaisie
ITA	Italie	NAM	Namibie
JAM	Jamaïque	NER	Niger
JOR	Jordanie	NGA	Nigeria
JPN	Japon	NIC	Nicaragua
KAZ	Kazakhstan	NLD	Pays-Bas
KEN	Kenya	NOR	Norvège
KGZ	Kirghizistan	NPL	Népal
KHM	Cambodge	NRU	Nauru
KIR	Kiribati	NZL	Nouvelle-Zélande
KNA	Saint-Christophe-et-Niévès	OMN	Oman
KOR	Corée du Sud	PAK	Pakistan
KWT	Koweït	PAN	Panama
LAO	Laos	PER	Pérou
LBN	Liban	PHL	Philippines
LBR	Liberia	PLW	Palaos
LBY	Libye	PNG	Papouasie-Nouvelle-Guinée
LCA	Sainte-Lucie	POL	Pologne
LIE	Liechtenstein	PRI	Porto Rico
LKA	Sri Lanka	PRK	Corée du Nord
LSO	Lesotho	PRT	Portugal
LTU	Lituanie	PRY	Paraguay
LUX	Luxembourg	QAT	Qatar
LVA	Lettonie	ROU	Roumanie
MAR	Maroc	RUS	Russie
MCO	Monaco	RWA	Rwanda
MDA	Moldavie	SAU	Arabie saoudite
MDG	Madagascar	SCG	Serbie-et-Monténégro
MDV	Maldives	SDN	Soudan

SEN	Sénégal	VCT	Saint-Vincent-et-les-Grenadines
SGP	Singapour	VEN	Venezuela
SLB	Salomon	VNM	Viêt Nam
SLE	Sierra Leone	VUT	Vanuatu
SLV	Salvador	WSM	Samoa
SMR	Saint-Marin	YEM	Yémen
SOM	Somalie	ZAF	Afrique du Sud
STP	Sao Tomé-et-Principe	ZMB	Zambie
SUR	Suriname	ZWE	Zimbabwe
SVK	Slovaquie		
SVN	Slovénie		
SWE	Suède		
SWZ	Swaziland		
SYC	Seychelles		
SYR	Syrie		
TCD	Tchad		
TGO	Togo		
THA	Thaïlande		
TJK	Tadjikistan		
TKM	Turkménistan		
TLS	Timor oriental		
TON	Tonga		
TTO	Trinité-et-Tobago		
TUN	Tunisie		
TUR	Turquie		
TUV	Tuvalu		
TWN	Taïwan		
TZN	Tanzanie		
UGA	Ouganda		
UKR	Ukraine		
URY	Uruguay		
USA	États-Unis		
UZB	Ouzbékistan		
VAT	Vatican		

Achevé de rédiger en France
Dépôt légal : mars 2026
Directeur de la Publication : Xavier Ragot
Publié par les Éditions du Net SAS 93400 Saint-Ouen

Réalisation, composition : Najette Moummi