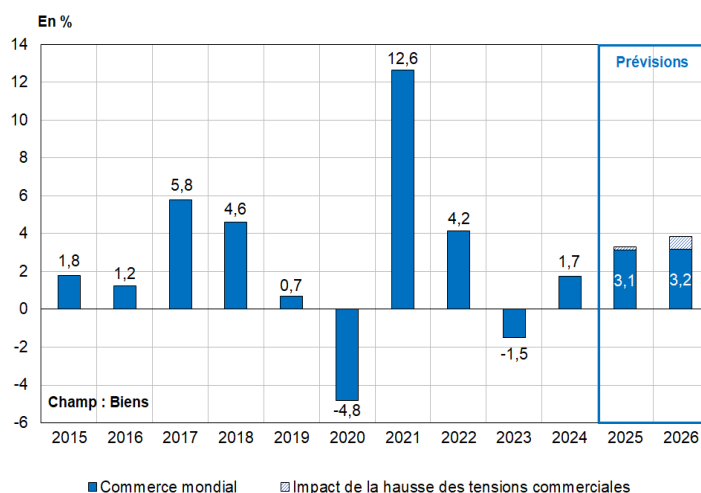


Perspectives mondiales au printemps 2025 : La croissance au défi des turbulences

Bureaux de la DG Trésor en charge des prévisions internationales

- Le scénario international arrêté au 21 février fait l'hypothèse d'un doublement dès le 2^e trimestre 2025 des droits de douane des États-Unis envers l'Union européenne, la Chine, le Canada et le Mexique. Des contre-mesures équivalentes seraient mises en œuvre à la même date. Cela freinerait la croissance du PIB mondial à hauteur de -0,1 pt en 2025 et de -0,2 pt en 2026, et celle du commerce mondial de -0,2 pt en 2025 et de -0,7 pt en 2026.
- Sous ces hypothèses et sous condition d'une levée rapide des incertitudes sur la politique économique et commerciale américaine, la croissance mondiale serait un peu moins dynamique que prévu en septembre dernier mais resterait à un bon niveau : elle atteindrait +3,2 % en 2025 et 2026, un rythme similaire à celui de 2024 et légèrement inférieur à son niveau moyen des années 2010.
- Au sein des pays avancés, la croissance resterait solide aux États-Unis, si les conditions financières restent stables et si l'investissement ne pâtit pas de l'incertitude de politique commerciale, et en Espagne. Elle serait faible en Allemagne où le plan d'investissements annoncé postérieurement à cette prévision mettra du temps à produire ses effets, tandis que l'Italie et le Royaume-Uni se situeraient dans une position intermédiaire. Ces différences de croissance reflètent à la fois l'élan pour 2025 déjà constaté à la fin 2024 et des expositions différenciées à une hausse de droits de douane. En 2026, les écarts de croissance s'amoudraient.
- Dans les grandes économies émergentes (Chine, Inde, Brésil et Turquie), l'activité ralentirait en 2025. En Chine notamment, la croissance marquerait le pas, freinée par des déséquilibres structurels persistants. En 2026, l'évolution de la croissance des économies émergentes serait étroitement liée à l'évolution de politique monétaire.
- Malgré le durcissement de la politique commerciale, le commerce mondial accélérerait en 2025 et 2026, par effet de rattrapage après deux années de faible dynamisme. Le rattrapage ne serait cependant que partiel et revu à la baisse par rapport au scénario de septembre 2024 (*cf.* Graphique). Le commerce mondial resterait principalement tiré par les économies émergentes, engendrant une accélération moins marquée de la demande mondiale adressée à la France.
- L'évolution des politiques commerciales constitue le principal risque sur ces prévisions, les dernières annonces de l'administration américaine faisant peser un fort aléa baissier par rapport aux hypothèses intégrées.

Évolution du commerce mondial en biens



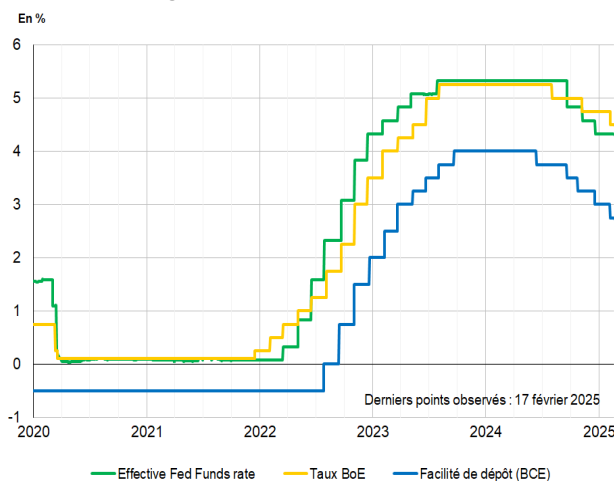
Sources : OCDE, FMI et instituts statistiques nationaux sur le passé, DG Trésor en prévision.

1. Hypothèses du scénario : un durcissement de la politique commerciale mais un assouplissement de la politique monétaire

Ces prévisions internationales ont été arrêtées le 21 février 2025¹. Elles font en particulier l'hypothèse d'une hausse significative des droits de douane (cf. Encadré 1), alors que le *policy mix* serait globalement favorable.

Dans les grandes économies avancées, l'assouplissement monétaire entamé en 2024 (cf. Graphique 1) se poursuivrait en 2025 mais à des rythmes qui divergent selon les banques centrales². Le scénario intègre quatre baisses de 25 pbb – dont deux ont déjà eu lieu – pour le taux de dépôt³ de la BCE en 2025, qui atteindrait 2,0 % fin 2025. Il inclut trois baisses de 25 pbb, dont une a déjà eu lieu, pour les taux de la Banque d'Angleterre (BoE), qui atteindraient 4,0 % fin 2025, et une baisse de 25 pbb pour les taux de la Réserve fédérale américaine (Fed) à 4,0 % fin 2025. Par rapport aux prévisions publiées en septembre 2024⁴, l'assouplissement monétaire serait plus important pour la BCE et moins important pour la BoE et la Fed. En 2026, ces trois banques centrales devraient garder leurs taux directeurs stables dans notre scénario.

Graphique 1 : Taux directeurs des banques centrales des grandes économies avancées

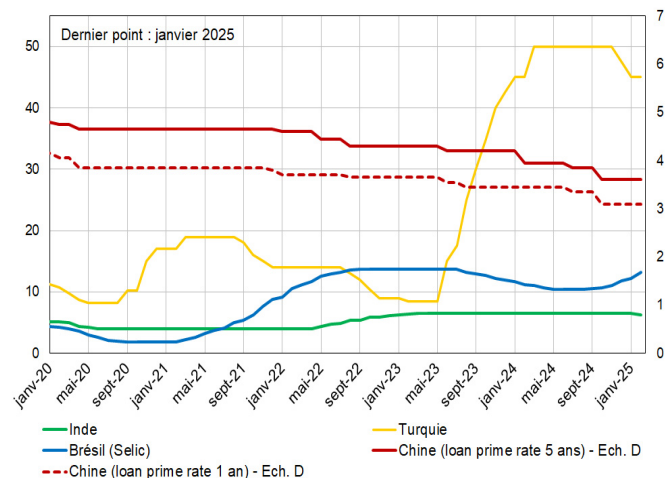


Sources : BCE, Fed, BoE.

La majorité des grandes économies émergentes poursuivraient leur assouplissement monétaire à

l'exception du Brésil (cf. Graphique 2) dont le resserrement a débuté en septembre 2024 afin de ramener l'inflation autour de sa cible. Alors que l'Inde poursuivrait un assouplissement monétaire progressif, il serait plus prononcé en Chine, comme annoncé par les autorités. Après avoir maintenu, en 2024, une politique monétaire restrictive, la Turquie procéderait à des baisses de ses taux directeurs, qui resteraient toutefois toujours à un niveau élevé.

Graphique 2 : Taux directeurs des banques centrales des grandes économies émergentes (%)



Sources : Banques centrales nationales.

Il est fait l'hypothèse que la politique budgétaire des États-Unis serait plus restrictive en 2025 et en 2026 qu'en 2024, l'effet des réductions des dépenses publiques mises en œuvre par la nouvelle administration étant supérieur à celui des allègements fiscaux qui, pour la plupart, sont des prolongations de mesures existantes. Par ailleurs, la politique commerciale mise en œuvre par les États-Unis pourrait générer des tensions inflationnistes supplémentaires (cf. Encadré 2). Au Royaume-Uni, l'activité serait soutenue en 2025 par la hausse des dépenses publiques. En Allemagne, la politique budgétaire constitue un aléa haussier sur le scénario. Une réforme du frein à l'endettement et un fonds dédié aux investissements, comme le prévoient la CDU et le SPD, pourraient donner des marges de manœuvre

- (1) Ces prévisions économiques internationales ont été réalisées par Louis Adjiman, Alban Aubert, Marion Bachelet, Louis Blanco, Lina Bourassi, Léocadie Darpas, Lorelei Durand-Agache, Rizlaine Embarek, Juliette Flament, Eléa Giraud, Omer Gourry, Patrick Kanda Tunda, Aymeric Lachaux, Nicolas Lefebvre, Jules Luye et Laure Noël.
- (2) Les prévisions de taux directeurs pour la BCE, la Réserve Fédérale (Fed) et la Banque d'Angleterre (BoE) correspondent aux anticipations de marché en date du 17 février. Pour la BCE, les marchés tablaient sur 3 baisses de 25 pbb supplémentaires, dont celle du 6 mars.
- (3) Taux auquel sont rémunérées les banques qui déposent des liquidités pour vingt-quatre heures auprès de la banque centrale
- (4) Cf. « Perspectives mondiales à l'automne 2024 : entre assouplissement monétaire et tensions géopolitiques », *Trésor-Éco*, n° 349, septembre 2024.

supplémentaires et soutenir l'activité. En Espagne et en Italie, l'activité serait toujours soutenue par l'accélération des décaissements du plan de relance et de résilience européen (PNRR).

En 2024, les prix du Brent (baril de pétrole de référence en Europe) ont poursuivi leur décrue (80,5 \$ en moyenne, contre 82,5 \$ en 2023 et 100,9 \$ en 2022). L'intensification du conflit au Moyen-Orient ainsi que la réduction de l'offre de pétrole en lien avec les coupes de production de l'OPEP+ ont entraîné des tensions haussières sur les cours au 1^{er} semestre. Toutefois, ces effets ont été contrebalancés en deuxième moitié d'année 2024 par la faiblesse de l'activité mondiale, notamment chinoise, et par une hausse de l'offre

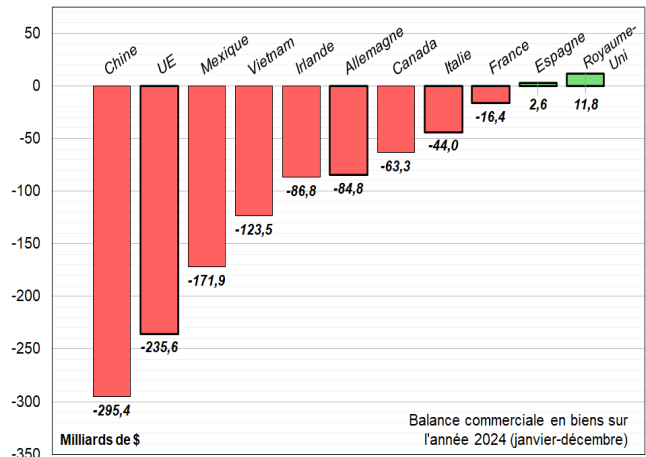
d'autres grands producteurs de pétrole, notamment des États-Unis et du Canada. Les cours du pétrole restent toutefois encore largement supérieurs à ceux qui étaient observés avant la crise sanitaire (57,4 \$ le baril en moyenne sur la période 2015-2019). En prévision, le prix du baril de Brent est conventionnellement gelé à 75,8 \$, sa moyenne sur la période du 29 janvier au 17 février 2025. En prenant en compte les premières données disponibles pour 2025, le prix du Brent atteindrait 76,1 \$ en 2025 et 75,8 \$ en 2026, soit un niveau de prix inférieur à celui retenu dans les prévisions internationales de septembre 2024 (79,8 \$ en 2025). Le taux de change de l'euro est gelé à 1,04 \$, son niveau moyen sur la même période du 29 janvier au 17 février 2025.

Encadré 1 : Mesures de hausse des droits de douane intégrées au scénario international

L'administration Trump II entrée en fonction aux États-Unis depuis le 20 janvier 2025 mène une politique de hausse des tarifs douaniers. Parmi les objectifs affichés, figure la volonté de réduire les déficits bilatéraux avec certains partenaires, notamment la Chine, l'Union européenne (UE), le Canada et le Mexique (cf. Graphique 3).

De premières hausses de droits de douane ont été annoncées le 1^{er} février (i) vis-à-vis du Mexique et du Canada, avec l'imposition de droits de douane additionnels de 25 % sur l'ensemble des importations en provenance de ces deux zones, à l'exception des produits énergétiques canadiens sur lesquels s'appliqueront des droits de douane additionnels de 10 %, avant d'être suspendues pour un mois, puis réactivées le 4 mars et de nouveau partiellement suspendues le 6 mars pour un mois et (ii) vis-à-vis de la Chine, avec des droits de douane additionnels de +10 % sur toutes les importations chinoises qui sont entrés en vigueur le 4 février, avant d'être doublés le 4 mars (20 % au total). La Maison Blanche a également annoncé le 10 février une hausse des droits de douane sur l'acier et l'aluminium (et leurs produits dérivés) à 25 %. Ces droits sont entrés en vigueur le 12 mars. Parallèlement, Donald Trump a annoncé le 13 février un *Fair and Reciprocal Plan* qui vise à mettre en place des « droits de douane réciproques », équivalents aux barrières tarifaires voire aussi à une estimation de barrières non tarifaires appliquées aux exportations américaines. Des premières annonces devraient intervenir le 2 avril. Des droits de douane additionnels de 25 % vis-à-vis des produits européens ont été mentionnés (cf. *infra*) par D. Trump, sans précision sur le périmètre et la mise en œuvre à date d'arrêt des prévisions, ces derniers n'ont pas été intégrés.

Graphique 3 : Balance commerciale des États-Unis vis-à-vis de certains partenaires selon les données du BEA



Source : Bureau of Economic Analysis (BEA).
Note de lecture : Il s'agit des données issues du Bureau of Economic Analysis (BEA) américain pour l'année 2024 selon la méthode d'évaluation utilisée dans les comptes économiques internationaux des États-Unis^a.

a. Les chiffres d'excédents et de déficits publics peuvent différer en fonction des sources du fait de l'existence de deux méthodes de comptabilisation différentes. Les chiffres reportés dans ce graphique représentent le prix effectivement payé pour les biens au port étranger d'exportation, à l'exclusion des droits d'importation américains, du fret, de l'assurance et des autres frais engagés pour acheminer les biens aux États-Unis.

Au regard de ces annonces et de leur caractère évolutif, le scénario international, arrêté le 21 février, intègre l'hypothèse d'un doublement global des droits de douane moyens préexistants avant l'arrivée de D. Trump sur les importations provenant des zones mentionnées *supra* (Chine, UE, Mexique, Canada) dès le 2^e trimestre 2025. Le taux moyen effectif de droits de douane serait ainsi de 40 % (contre 20 % fin 2024) sur les importations d'origine chinoise et de 6 % (contre 3 %) sur les importations d'origine européenne, mexicaine et canadienne. Le scénario fait également l'hypothèse de contre-mesures équivalentes de la part des pays visés, avec une entrée en vigueur au même horizon.

Ce scénario intègre la hausse de +10 % de droits de douane additionnels pour la Chine annoncée début février, ainsi qu'une hausse des droits de douane à 25 % sur l'acier et l'aluminium pour le reste du monde et la mise en place de droits « réciproques »^b, prévus pour le 2 avril selon les annonces du gouvernement américain. Bien que les modalités de ces droits « réciproques » ne soient pas fixées, le scénario fait l'hypothèse que leur application concernerait principalement l'UE (en augmentant le taux moyen effectif de +1 à 2 pts), le Canada (sur les produits laitiers et le bois d'œuvre) et les économies émergentes, qui présentent des taux supérieurs à ceux déjà appliqués par les États-Unis^c. L'annonce ultérieure (27 février) à la date d'arrêté des prévisions d'une nouvelle hausse des droits de douane de +10 pts sur la Chine, entrant en vigueur le 4 mars, est compatible avec les hypothèses retenues dans notre scénario, le taux effectif atteignant 40 % avec cette nouvelle annonce.

Les autres annonces postérieures à la finalisation des prévisions font toutefois peser un aléa baissier sur le scénario (*cf.* Encadré 3). L'imposition de droits de douane de 25 % sur l'ensemble des produits européens mentionnée par D. Trump le 26 février serait très supérieure à l'hypothèse retenue. Il faut toutefois noter que les contours de ces nouveaux droits ne sont à date pas clairement définis, le président Trump ayant annoncé des droits généraux oralement, tout en mettant l'accent sur les produits agricoles et automobiles. Aucune date précise de mise en œuvre n'est par ailleurs annoncée pour ces droits visant l'UE à la date de publication de ce document, mais la date du 2 avril reste retenue pour des annonces générales en matière de droits dits réciproques. L'instauration des droits de douane additionnels de 25 % sur le Canada et le Mexique annoncée le 4 mars au terme de la suspension d'un mois, puis réduite le lendemain aux importations ne respectant pas les termes de l'USMCA^d, irait aussi au-delà de l'hypothèse retenue dans le scénario si ces droits venaient à être pérennes. L'administration américaine a également annoncé la mise en place prochaine de droits de douane sectoriels, concernant principalement les produits pharmaceutiques, les semi-conducteurs, le cuivre (une enquête a été annoncée le 25 février), la construction navale ainsi que le bois d'œuvre (une enquête a été ouverte le 2 mars). Ces mesures pourraient affecter en particulier les échanges avec le Canada, pourvoyeur de 26 % des importations américaines de cuivre, avec la Chine et avec l'UE. Enfin, un Mémoire publié le 21 février confirme la volonté de l'administration américaine d'imposer des mesures compensatoires (dont des droits de douane) sur les pays imposant des taxes et autres mesures jugées discriminatoires à l'instar des réglementations européennes (DMA et DSA) et françaises (TSN).

- b. Ce scénario n'intègre pas d'éventuelles mesures de réciprocité visant l'équivalence avec des barrières non-tarifaires (normes sanitaires par exemple), voire des mesures de politique économique non commerciales (TVA par exemple), très incertaines et par conséquent difficilement quantifiables.
- c. Parmi les zones mentionnées, seule l'Union européenne et le Canada sur un périmètre très restreint imposent des tarifs sur les importations américaines supérieurs à ceux imposés par les américains sur les importations en provenance de ces deux zones. Pour l'UE, ce différentiel de droits positifs vis-à-vis des États-Unis reste faible et concerne surtout les produits relatifs à l'aéronautique et aux véhicules automobiles. Les droits de douane « réciproques » imposés sur l'UE augmenteraient le taux effectif moyen de droits de douane sur les importations de produits européens de 1 à 2 pts (sans prise en compte des annonces de droits réciproques sur la TVA) alors que les droits de douane sur l'acier et l'aluminium augmenteraient ce taux effectif de 0,5 pt. Le taux effectif de l'Union européenne serait donc d'environ 5,5 %, ce qui est cohérent avec l'hypothèse d'un taux de 6 %. Pour le Canada, les produits concernés se limitent au lait et au fromage. Les conséquences de la mise en place de droits réciproques sur ces produits serait quasiment négligeable au vu de la part de ces biens dans les importations des États-Unis (0,1 %). La Chine et le Mexique n'imposent pas de droits de douane supérieurs à ceux imposés par les États-Unis.
- d. L'USMCA est l'accord Canada-États-Unis-Mexique résultant de la renégociation en 2017-2018 de l'ALENA (Accord de libre-échange nord-américain entré en vigueur en 1994). Selon un responsable de la Maison Blanche, seules 50 % des importations d'origine mexicaine et 38 % des importations d'origine canadienne sont conformes à cet accord et disposent d'un nouveau sursis d'un mois.

2. Un scénario international moins porteur pour la France que celui prévu en septembre 2024

2.1 La croissance mondiale et le commerce mondial sont révisés à la baisse

En 2025, le commerce mondial en biens bénéficierait d'un rebond des échanges après deux années de faible dynamisme et d'un acquis de croissance de +1,9 % fin 2024. Néanmoins, son accélération serait nettement plus faible qu'anticipée à l'automne (à +3,1 % en 2025, révisée de –0,9 pt, et +3,2 % en 2026), et le rattrapage ne serait que partiel, en raison de l'effet négatif de la hausse significative des droits de douane (cf. Encadrés 1 et 2) et de la révision à la baisse des prévisions de croissance en Europe.

L'économie mondiale progresserait en 2025 et en 2026 au même rythme qu'en 2024 à +3,2 % (cf. Tableau 1). Elle serait moins dynamique que prévu à l'automne 2024 (–0,2 pt en 2025) du fait de la dégradation des perspectives du commerce mondial, et de difficultés persistantes dans certaines économies européennes, notamment en Allemagne. Les politiques monétaires moins accommodantes aux États-Unis et au Royaume-Uni, ainsi que l'incertitude croissante expliquent également une partie de la révision. La croissance

mondiale serait ainsi légèrement inférieure à son niveau de la fin des années 2010 (+3,4 % en moyenne entre 2015 et 2019).

Les économies émergentes resteraient le principal moteur de la croissance mondiale : elles convergeraient vers leur niveau de croissance pré-crise sanitaire sur l'horizon de prévision (+4,2 % en 2025 et +4,3 % en 2026, contre +4,4 % entre 2015 et 2019) tandis que l'activité dans les pays avancés resterait clairement en deçà (+1,7 % en 2025 et 2026 contre +2,2 % entre 2015-2019).

Au global, l'environnement international serait moins favorable à l'économie française que prévu en septembre dernier. La demande mondiale adressée à la France, c'est-à-dire la croissance des marchés à l'exportation, est révisée à la baisse (+2,6 % en 2025, révisée de –1,0 pt, et +2,8 % en 2026). Elle resterait moins dynamique que le commerce mondial, ce qui reflète une structure des exportations françaises davantage tournée vers les pays avancés que vers les pays émergents.

Tableau 1 : Prévisions de croissance mondiale

	Moyenne 2015-2019	2022	2023	2024	2025	2026	2024	2025
				Prévisions DG Trésor			Révisions par rapport à septembre 2024	
Croissance mondiale	3,4	3,6	3,3	3,2	3,2	3,2	0,0	–0,2
Économies avancées^a	2,2	3,0	1,7	1,7	1,7	1,7	0,0	–0,1
Zone euro ^b	2,0	3,6	0,5	0,7	1,0	1,1	–0,1	–0,4
dont Allemagne	1,8	1,4	–0,1	–0,2	0,1	0,6	–0,3	–0,8
dont Espagne	2,8	6,2	2,7	3,2	2,5	1,8	0,5	0,3
dont Italie	1,0	4,8	0,8	0,5	0,7	1,1	–0,4	–0,5
Royaume-Uni	2,0	4,8	0,4	0,9	0,9	1,2	–0,2	–0,4
États-Unis	2,6	2,5	2,9	2,8	2,3	2,2	0,3	0,4
Économies émergentes^b	4,4	4,0	4,4	4,2	4,2	4,3	–0,1	–0,2
Brésil	–0,5	3,0	3,2	3,4	2,4	2,2	1,2	0,0
Chine	6,7	3,0	5,2	5,0	4,7	4,4	0,0	0,1
Inde ^c	6,7	7,0	8,2	6,2	6,5	6,5	–0,5	–0,1
Turquie	4,1	5,5	5,1	2,7	2,6	3,4	–0,8	–0,7
Commerce mondial en biens ^d	2,8	4,2	–1,5	1,7	3,1	3,2	–0,3	–0,9
Demande mondiale en biens – France	3,3	5,5	–2,4	0,6	2,6	2,8	–0,3	–1,0

a. En prévision, les agrégats « économies avancées » et « économies émergentes » sont estimés à partir des prévisions du FMI, corrigées des prévisions de la DG Trésor portant sur les pays du tableau ci-dessus, et corrigées sur le passé des révisions de comptes nationaux.

b. L'agrégat zone euro est construit à partir de comptes trimestriels corrigés des jours ouvrés. En prévision, il est estimé à partir des prévisions de la Commission européenne, corrigées de celles de la DG Trésor pour l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne. Le scénario présenté est arrêté au 21 février 2025 et n'intègre pas la dernière estimation du PIB de la zone euro. Suite à la publication de l'estimation finale du PIB de la zone euro du T4 2024 le 7 mars 2025, la croissance annuelle 2024 a été révisée de +0,1 pt la portant à +0,8 %.

c. La croissance de l'Inde est donnée pour l'année fiscale, qui s'étend de début avril de l'année N à fin mars de l'année N+1.

d. Le commerce mondial est calculé comme la somme des importations et couvre 40 pays représentant 85 % des importations mondiales.

Sources : FMI, *Perspectives économiques mondiales intermédiaires de janvier 2025* ; OCDE, *Perspectives économiques de décembre 2024* ; Commission européenne, *prévisions macroéconomiques d'automne 2024* ; calculs et prévisions DG Trésor.

2.2 Des dynamiques de croissance divergentes au sein des économies avancées

Aux **États-Unis** l'activité ralentirait en 2025 à +2,3 % (après +2,8 % en 2024), et dans une moindre mesure en 2026 à +2,2 %. Alors que la désinflation était enclenchée au 2^e semestre 2024, les hausses des droits de douane se traduiraient par un rebond de l'inflation dès le 2^e trimestre 2025, avant de refluer en 2026. La consommation des ménages serait pénalisée par la résurgence d'une inflation élevée tandis que l'investissement des entreprises resterait dynamique en 2025 avant d'accélérer en 2026, sous l'hypothèse d'un impact favorable sur les entreprises des politiques réglementaires et fiscales de l'administration Trump. Cette hypothèse est soumise à un aléa baissier du fait du risque d'attentisme des agents économiques face à une politique de *stop and go* et des incertitudes afférentes notamment sur les marchés financiers. L'investissement résidentiel des ménages serait affecté en 2025 par le niveau toujours élevé des taux sur les emprunts hypothécaires, avant un léger rebond en 2026.

La croissance en **zone euro** est restée modeste en 2024, à +0,7 %. Elle serait un peu plus allante en 2025 (à +1,0 %) et en 2026 (+1,1 %), soutenue par l'accélération de la consommation des ménages. Cette dernière profiterait de la hausse du pouvoir d'achat dans un contexte de baisse de l'inflation, qui passerait sous les 2 % en 2026. L'assouplissement monétaire favoriserait en outre l'investissement.

L'activité serait de nouveau en berne en **Allemagne** en 2025, avec une quasi-stagnation (+0,1 %) du PIB après deux années de légère contraction en 2023 (-0,1 %) et 2024 (-0,2 %). Cette atonie s'expliquerait notamment par (i) l'exposition commerciale de l'Allemagne aux États-Unis, puisque 10 % de ses exportations y sont destinées en 2023 ; les hausses des droits de douane entraîneraient un ralentissement des exportations allemandes dès le 2^e trimestre 2025, aggravant les pertes de performances observées depuis la crise sanitaire, (ii) l'incertitude politique en amont des élections de février qui a alimenté des comportements attentistes des ménages et des entreprises à l'hiver 2024-2025, (iii) les mutations du secteur industriel confronté à la hausse des prix de l'énergie et à la concurrence chinoise, qui pénalisent particulièrement l'investissement en équipements. En 2026, l'activité devrait se redresser (+0,6 %), soutenue par une hausse de l'investissement privé (construction résidentielle) et public (défense), et par un

raffermissement de la consommation des ménages. L'évolution de la politique budgétaire constitue un aléa à la hausse, du fait des récentes annonces du gouvernement en faveur des dépenses de défense et d'investissements, mais dont la réalisation et le calendrier sont incertains (cf. Encadré 3).

Au **Royaume-Uni**, la croissance devrait rester stable à +0,9 % en 2025 puis augmenter à +1,2 % en 2026. Elle devrait être soutenue par la hausse significative des dépenses publiques prévue dans le budget présenté en octobre 2024 par le nouveau gouvernement travailliste. Les mesures de hausses d'impôts ont toutefois contribué à une dégradation fin 2024 de la confiance des ménages et des entreprises, ce qui se traduirait par une consommation atone et un investissement des entreprises en nette baisse en 2025. La demande privée se redresserait en 2026, la consommation des ménages profitant d'un reflux du taux d'épargne qui a atteint des niveaux élevés. Le Royaume-Uni, envers qui les États-Unis enregistrent un excédent bilatéral, serait moins touché par la hausse des droits de douane, le scénario faisant l'hypothèse d'absence de mesures américaines envers les importations britanniques.

En **Italie** la croissance resterait modeste en 2025 (à +0,7 %, après +0,5 % en 2024) : elle serait pénalisée par la réduction du dispositif d'incitation à la rénovation énergétique (Superbonus) et la mise en place de droits de douane par l'administration Trump, les États-Unis étant le 2^e partenaire commercial de l'Italie. L'activité accélérerait en 2026 (à +1,1 %), ces deux facteurs jouant moins et l'activité continuant d'être soutenue par les fonds du plan national de relance et de résilience (PNRR) et une consommation des ménages bien orientée.

En 2024, la croissance en **Espagne** a nettement dépassé celle des autres grandes économies européennes, atteignant +3,2 % (contre +0,7 % pour la zone euro). Elle a en particulier profité du déboursement progressif des fonds du PNRR, d'une immigration élevée et du fort rebond du tourisme depuis la sortie de la crise sanitaire. L'activité resterait dynamique en 2025 (+2,5 %) et 2026 (+1,8 %), toujours soutenue par la consommation privée, qui bénéficie du dynamisme du marché du travail, de la croissance des salaires et du ralentissement de l'inflation. L'investissement qui vient de retrouver son niveau de 2019, progresserait grâce à l'assouplissement monétaire et au soutien du PNRR. La contribution positive du commerce extérieur à la

croissance devrait quant à elle graduellement diminuer, dans un contexte de ralentissement du tourisme et de croissance des importations liée à la reprise de l'investissement.

2.3 Bien que toujours dynamique, l'activité dans les grands pays émergents ralentirait

En [Chine](#), la croissance ralentirait à +4,7 % en 2025 et à +4,4 % en 2026, après +5,0 % en 2024. Des révisions à la hausse de la croissance trimestrielle (+0,4 pt respectivement aux 2^e et 3^e trimestres 2024) ont contribué à l'atteinte de l'objectif de croissance en 2024. Les effets de la mise en place de droits de douane américains supplémentaires sur tous les produits, ainsi que des contre-mesures chinoises sur l'énergie et les produits agricoles, seraient partiellement compensés par un soutien monétaire et budgétaire plus conséquent, comme annoncé par les autorités fin 2024. Ce soutien porterait principalement sur la consommation privée, identifiée comme une nouvelle « priorité » à la Conférence Centrale sur le Travail Économique en décembre, sans toutefois que soient remis en question les fondamentaux du modèle chinois que sont l'autosuffisance et la montée en gamme industrielle. Ces mesures ne suffiraient cependant pas à contrecarrer la trajectoire de ralentissement de l'activité. À moyen terme, l'ampleur du ralentissement dépendra de la capacité de la Chine à rééquilibrer son modèle de croissance vers la demande intérieure.

En [Inde](#), l'activité ralentirait à +6,2 % sur l'année fiscale 2024/2025⁵, après +7,8 % en 2023/2024, dans un contexte de gel des budgets et d'incertitude liés aux élections, et de reprise tardive de l'investissement public : les chiffres de décembre montrent une nette progression dans les infrastructures routières notamment. Dans le même temps, le cycle

d'assouplissement monétaire entamé en février 2025 viendrait soutenir la demande intérieure, mais son rythme pourrait se heurter à une politique monétaire américaine plus restrictive que prévue, qui pèserait sur la roupie, et aux tensions sur la liquidité bancaire, du fait des interventions massives de la banque centrale pour soutenir la roupie face au dollar. En 2025/2026, la croissance augmenterait légèrement à +6,5 %, bénéficiant toujours du dynamisme des investissements publics, déjà annoncés dans la loi de finances de la prochaine année fiscale⁶.

Au [Brésil](#), l'activité se normaliserait avec une croissance de +2,4 % en 2025 après avoir été particulièrement dynamique en 2024 (+3,4 %). En 2025, bien que les exportations nettes bénéficieraient d'une récolte céréalière exceptionnelle, les principaux moteurs de la croissance, la consommation des ménages et l'investissement, ralentiraient sous l'effet du resserrement monétaire amorcé par la Banque centrale fin 2024, qui se poursuivrait en 2025. En 2026, l'activité ralentirait à +2,2 % sous les effets prolongés du resserrement monétaire et de la consolidation budgétaire⁷.

En [Turquie](#), le rééquilibrage de l'économie se poursuivrait en 2025 avec une croissance de +2,6 % sous l'effet d'un *policy mix* restrictif. Bien que la Banque centrale turque ait entamé une phase d'assouplissement monétaire, à la suite du reflux de l'inflation (qui reste élevée) et de la modération de la demande intérieure, elle a maintenu des taux directeurs réels positifs⁸. Sur le volet budgétaire, le déficit public devrait baisser sous l'effet d'une hausse du taux d'imposition sur les sociétés et d'une baisse des dépenses liées à la reconstruction post-séismes. En 2026, la croissance augmenterait à +3,4 % soutenue par les investissements et la reprise de la consommation sous l'effet de la baisse de l'inflation⁹.

(5) Le calendrier de référence est l'année fiscale, qui débute en avril de l'année N et se termine en mars de l'année N+1.

(6) Voir la [présentation du budget indien](#) pour l'année fiscale 2025-2026.

(7) Toutefois, dans un contexte pré-électoral (élection présidentielle en octobre 2026), la consolidation budgétaire pourrait s'interrompre.

(8) L'inflation a reflué à + 41,2 % en janvier 2025, en glissement annuel, après avoir atteint un pic en mai 2024 à +75,4 % (principalement en raison d'effets de base), conduisant la Banque centrale turque (TCMB), lors des derniers comités de politiques monétaires, à abaisser son taux directeur de 250 ppb à deux reprises, pour atteindre 45 %, alors qu'il avait été maintenu à 50,0 % depuis mars 2024.

(9) Selon les prévisions du FMI, l'inflation continuerait de refluer pour atteindre 24 % en 2025 et 17 % en 2026. Toutefois, la conduite de la politique monétaire (rythme de baisse des taux directeurs, niveau de revalorisation des salaires minimums) constitue un aléa majeur sur ces prévisions.

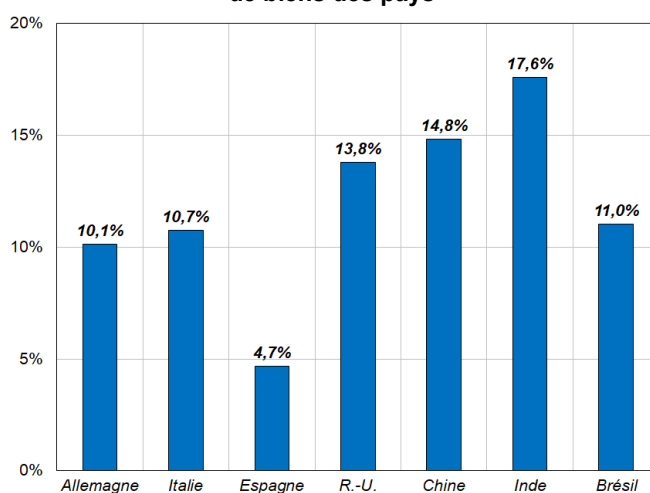
Encadré 2 : Quels effets de la hausse des droits de douane sur l'activité ?

Au regard des hypothèses retenues sur le plan commercial (cf. Encadré 1), le scénario intègre une hausse des échanges par effets d'anticipation (« *frontloading* ») au 1^{er} trimestre 2025. Les entreprises en Amérique du Nord, dans l'UE et en Chine chercheraient en effet à constituer des stocks avant l'entrée en vigueur des droits de douane. Les échanges baisseraient ensuite nettement dès le 2^e trimestre, de façon plus marquée aux États-Unis que chez ses principaux partenaires, le pays étant affecté par l'ensemble des mesures mises en place et des contre-mesures prises par ses partenaires. En Europe, l'Allemagne et l'Italie seraient les plus touchées du fait de leur relation commerciale plus forte avec les États-Unis (cf. Graphique 4). L'Espagne, moins exposée, et le Royaume-Uni, qui affiche un déficit commercial avec les États-Unis et pour qui l'hypothèse d'une absence de droits de douane a été retenue, seraient relativement épargnés. L'année 2026 marquerait un rebond progressif des échanges *via* la mise en place de schémas de contournement (réorientation des flux, changements de partenaires commerciaux, *etc.*).

La mise en place des droits de douane additionnels engendrerait en outre une hausse de l'inflation dès le 2^e trimestre 2025 dans la majorité des économies concernées^a. Aux États-Unis, l'inflation s'établirait de nouveau à des niveaux élevés en 2025 (+3,5 % en moyenne annuelle, après +3,4 % en 2024) et ne reviendrait sur une trajectoire de décrue progressive qu'à partir du 1^{er} trimestre 2026. Cette persistance de l'inflation se traduirait par un environnement financier plus restrictif en 2025 et 2026 avec une baisse de taux de la Fed moindre qu'anticipée en septembre 2024. Cela accentuerait la divergence de politique monétaire au sein des pays avancés, notamment entre la Fed et la BCE. En effet, les pressions inflationnistes en zone euro seraient moins marquées du fait du processus plus rapide de désinflation actuellement en cours en zone euro. Les pays européens retrouveraient leur cible d'inflation en 2026 voire passeraient en-deçà pour certains (Italie, Espagne).

Les économies émergentes seraient de leur côté exposées en raison (i) du poids des États-Unis dans leurs exportations, mais également (ii) d'un niveau moyen des droits de douane bien supérieur à celui en vigueur aux États-Unis, les rendant d'autant plus vulnérables à la mise en place de droits de douane réciproques (cf. Graphique 4). Par ailleurs, la répartition sectorielle de leurs exportations vers les États-Unis met en lumière des vulnérabilités sur certains postes majeurs (produits pharmaceutiques pour l'Inde, bois pour le Brésil par exemple). Dans l'ensemble, les pays émergents (à l'exception de la Turquie dont l'exposition commerciale aux États-Unis est moindre) seraient davantage affectés par cette nouvelle guerre commerciale que la plupart des économies avancées, du fait des mesures ciblées concernant la Chine et en raison de la forte exposition commerciale et de l'écart en termes de droits de douane pour le Brésil et l'Inde. L'exposition sectorielle des pays émergents sur l'acier et l'aluminium est également très forte, notamment en ce qui concerne le Brésil (les États-Unis représentant 40 % de ses exportations d'acier et d'aluminium), et dans une moindre mesure l'Inde (14 %) et la Chine (9 %).

Graphique 4 : Part des États-Unis dans les exportations de biens des pays



Source : UN Comtrade (2023).

Note de lecture : En 2023, les États-Unis représentaient 10,1 % des exportations de biens allemandes.

a. L'ampleur et l'étendue des hausses des droits de douane, à la fois en taux et en périmètre, sont bien plus importantes que celles appliquées sous la première administration Trump et s'ajoutent à celles déjà en vigueur (notamment sur la Chine). Les hausses supplémentaires ne pourraient pas être entièrement absorbées par les marges commerciales, déjà réduites par les premières hausses (cf. Cavallo, Gopinath, Neiman et Tang, 2021) et se traduiraient par une hausse des prix à la consommation. En outre, l'intégration dans le scénario de contre-mesures de la part des pays affectés par ces droits aurait pour impact direct une augmentation de l'inflation, et de manière plus marquée aux États-Unis.

Ces hausses de droits de douane pèseraient sur la croissance et sur le commerce mondial. La croissance de l'économie mondiale serait réduite de -0,1 pt en 2025 et -0,2 pt en 2026, résultant majoritairement d'une moindre croissance aux États-Unis et en Chine. La croissance du commerce mondial serait abaissée à la fois en 2025 (-0,2 pt) et en 2026 (-0,7 pt). Compte tenu de leur composition, les exportations françaises seraient moins pénalisées que le commerce mondial : la croissance de la demande mondiale adressée à la France serait réduite de -0,1 pt en 2025 et -0,4 pt en 2026.

3. Des aléas élevés et orientés à la baisse

Les risques entourant ce scénario sont particulièrement élevés, et semblent majoritairement orientés à la baisse, notamment en lien avec la politique de la nouvelle administration américaine.

Les risques concernent en premier lieu la politique commerciale. En particulier, une mise en place de droits de douane de 25 % sur l'ensemble des produits européens, comme évoqué par le président Trump le 26 février, irait bien au-delà de l'hypothèse retenue dans ce scénario, avec un effet potentiellement très négatif sur l'activité de part et d'autre de l'Atlantique (cf. Encadré 3). Les mesures mises en œuvre par la nouvelle administration américaine se sont par ailleurs traduites par une hausse marquée de l'incertitude aux États-Unis, ce qui implique un aléa baissier sur la prévision de croissance de l'économie américaine. Dans ce contexte, les marchés anticipaient début mars un assouplissement monétaire plus important que celui intégré au scénario. Alors que les valorisations restent

élevées sur certains segments, la politique de dérégulation conduite par l'administration Trump est de nature à accroître les risques sur la stabilité financière.

La politique étrangère des États-Unis a conduit les États européens à réexaminer leur stratégie en matière de défense. Une hausse des dépenses militaires, en particulier en Allemagne, représente un aléa positif pour l'activité en Europe (cf. Encadré 3).

D'autres aléas, déjà présents en septembre et de nature plus équilibrée, demeurent. Il s'agit notamment du délai de la transmission de la politique monétaire, de l'évolution du comportement d'épargne des ménages et de l'impact des tensions géopolitiques (notamment au Moyen-Orient).

Enfin, la fréquence et l'ampleur des effets du réchauffement climatique constituent toujours un risque majeur, en particulier pour les économies émergentes.

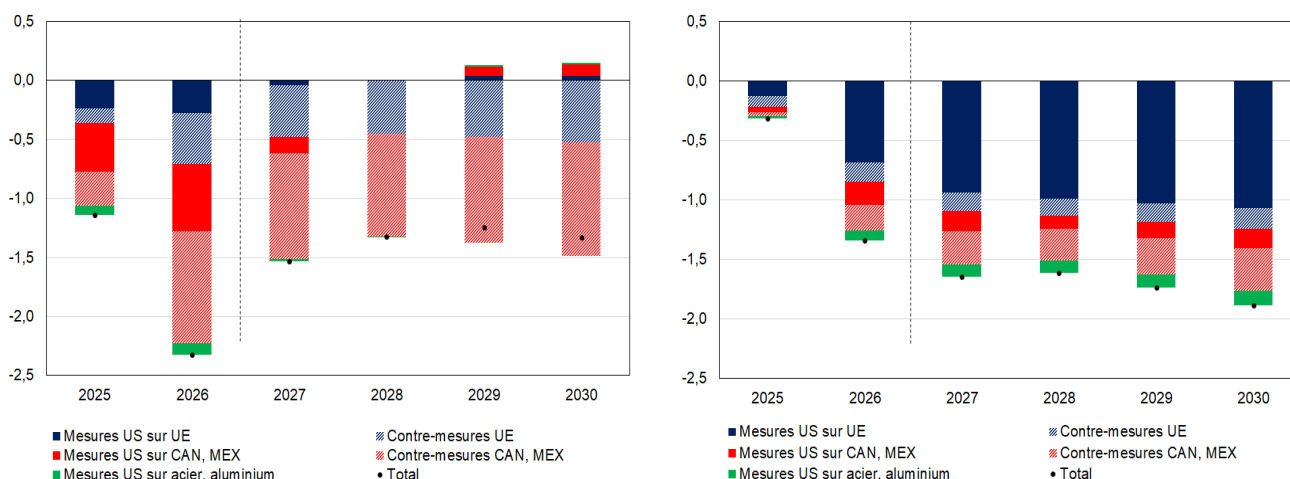
Encadré 3 : Scénarios alternatifs : hausse de droits de douane plus importante et augmentation des dépenses publiques allemandes

Les mesures de hausse des droits de douane intégrées au scénario international (cf. Encadré 1) sont susceptibles d'être *in fine* plus fortes. Des hausses supplémentaires ont donc été modélisées pour correspondre aux annonces de Donald Trump : (i) la mise en place par les États-Unis de droits de douane additionnels de 22 %^a sur l'Union européenne (UE), le Mexique et le Canada^b, (ii) des contre-mesures proportionnelles, et (iii) des droits de douane sur l'acier et l'aluminium sur l'ensemble des pays. Les résultats s'interprètent comme l'écart en niveau par rapport au scénario de la présente publication qui comprend déjà des hausses tarifaires. Les mesures américaines additionnelles et les contre-mesures pénaliseraient fortement l'activité des États-Unis (-1,1 pt de PIB en 2025 ; -2,3 pt en 2026), avec des effets qui s'atténueraient partiellement à moyen terme passé le choc d'incertitude initial et avec l'amélioration de la balance commerciale. Ces hausses tarifaires pèseraient aussi fortement sur l'activité au Canada (-1,5 pt de PIB en 2025 ; -4,0 pts en 2026) et au Mexique (-0,7 pt en 2025 ; -2,7 pt en 2026) qui dépendent fortement de leurs exportations vers les États-Unis. La Chine (-0,2 pt en 2025 ; -0,7 pt en 2026) et l'UE (-0,3 pt en 2025 ; -1,3 pt en 2026) seraient moins affectées en raison de leur plus faible exposition relative, mais l'UE resterait pénalisée à moyen terme en raison de sa forte ouverture commerciale.

a. D. Trump a annoncé des droits additionnels de 25 % tandis que le scénario international fait l'hypothèse d'une hausse de 3 %.

b. Réduits à 10 % sur les produits énergétiques canadiens (qui représentent 30 % des importations).

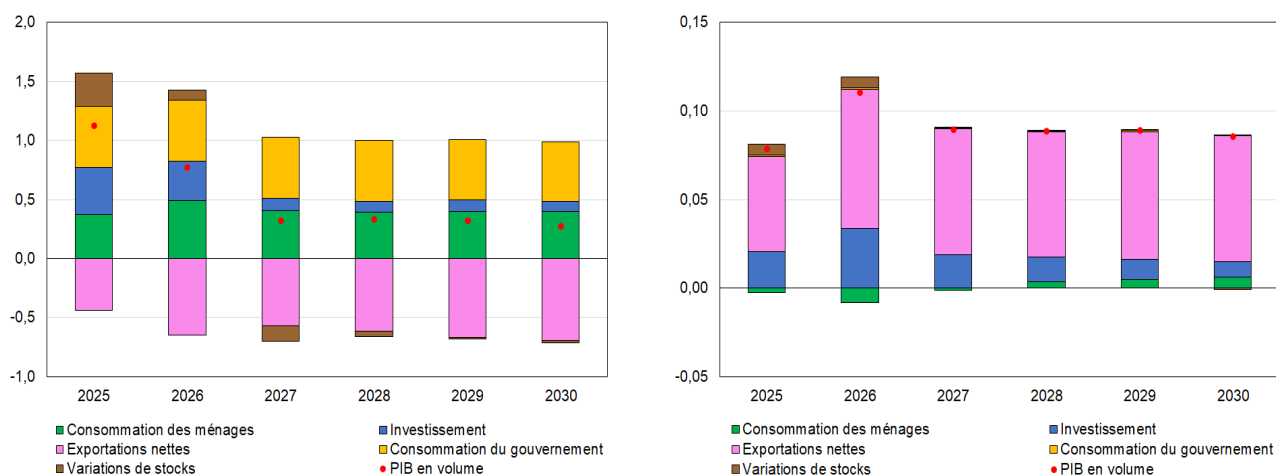
Graphique 5 : Impact sur le PIB de hausses de droits de douane supplémentaires par rapport au scénario retenu dans la présente publication aux États-Unis (gauche) et de l'UE (droite)



Source : Calculs DG Trésor, modélisation à l'aide d'Oxford Economics

À l'inverse, une possible réforme du dispositif constitutionnel de frein à la dette en Allemagne constitue un aléa positif sur la prévision. La CDU/CSU et le SPD, en négociation en vue de former une coalition, souhaitent modifier le cadre budgétaire constitutionnel allemand pour financer la défense et les infrastructures. Pour être approuvée, une telle réforme doit réunir une majorité des 2/3 dans les deux chambres (Bundestag et Bundesrat). L'accord conclu prévoit notamment l'exclusion des dépenses de défense au-delà de 1 % du PIB du calcul de la limite de déficit annuel autorisé par la règle constitutionnelle du frein à la dette, la mise en place d'un fonds spécial constitutionnel de 500 Md€ sur 10 ans destiné au financement des infrastructures et le relèvement du plafond annuel de déficit structurel autorisé pour les Länder de 0 % à 0,35 % du PIB. À titre illustratif, une hausse pérenne des dépenses publiques allemandes de +1,0 % du PIB – au *pro rata* des composantes de la dépense publique fédérale – se traduirait par un gain de PIB de +1,1 % en 2025 et +0,8 % en 2026 pour l'Allemagne. Le surplus de demande augmenterait le PIB français et de la zone euro (hors Allemagne) de +0,1 % en 2025 et 2026. Une hausse des dépenses d'investissement en défense généralisée aux autres membres de l'UE constituerait un aléa haussier supplémentaire.

Graphique 6 : Impact sur le PIB et ses composantes d'une hausse pérenne des dépenses publiques allemandes de 1 % du PIB chaque année en Allemagne (gauche) et en zone euro hors-Allemagne (droite)



Source : Calculs DG Trésor, modélisation à l'aide d'Oxford Economics.

Éditeur :

Ministère de l'Économie,
des Finances
et de la Souveraineté
industrielle et numérique
Direction générale du Trésor
139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

**Directeur de la
Publication :**

Dorothée Rouzet
tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

Mise en page :

Maryse Dos Santos
ISSN 1777-8050
eISSN 2417-9620

Derniers numéros parus**Mars 2025**

N° 360 Quelle était la situation financière des entreprises de la BITD avant la guerre en Ukraine ?

Bastien Alvarez, Quentin Bon, Gaëtan Mouilleseaux, Baptiste Siossian

Février 2025

N° 359 Les enjeux économiques de la redistribution vers les familles

Louise Delhaye, Per Yann Le Floc'h, Inès Marchais, Adrien Massebieau

N° 358 Enseignements des politiques industrielles passées

Bastien Alvarez, Charlotte Gallezot, Clarisse Hida, Gaëtan Mouilleseaux

<https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/tags/Tresor-Eco>



Direction générale du Trésor



@DGTresor

Pour s'abonner à *Trésor-Éco* : bit.ly/Trésor-Eco

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie, des Finances et de la Souveraineté industrielle et numérique.