

Sur fond de réorientations stratégiques, les perspectives inchangées masquent des forces complexes

Au mois d'avril, les États-Unis ont annoncé l'imposition de droits de douane considérables à l'encontre de la plupart de leurs partenaires commerciaux, s'inscrivant en nette rupture avec les règles et normes en matière de politique commerciale. Compte tenu de la complexité et de l'évolution rapide de la conjoncture, ainsi que du manque de certitude quant aux mesures annoncées, les *Perspectives de l'économie mondiale* (PEM) d'avril 2025 avaient proposé une fourchette estimative de la révision à la baisse de la croissance mondiale qui allait de « modérée » à « notable », selon la gravité effective du choc sur les échanges commerciaux.

Six mois plus tard, où en sommes-nous ? La bonne nouvelle, c'est que les retombées négatives sur l'économie mondiale se situent dans la partie modérée de la fourchette. Grâce à l'agilité du secteur privé, qui a concentré ses importations sur le premier semestre de l'année et a rapidement réorganisé ses chaînes d'approvisionnement pour réorienter les flux commerciaux, à la négociation d'accords commerciaux entre plusieurs pays et les États-Unis ainsi qu'au comportement globalement mesuré du reste du monde, qui a dans l'ensemble maintenu l'ouverture du système commercial, il est à présent prévu que la croissance mondiale s'établisse à 3,2 % cette année et à 3,1 % l'an prochain.

Faut-il pour autant en déduire que le choc provoqué par le relèvement brutal des droits de douane a été sans effet sur la croissance mondiale ? Il serait à la fois prématuré et faux de tirer une telle conclusion.

Prématuré, car le taux effectif officiel des droits de douane américains reste élevé (aux alentours de 19 %), et les tensions commerciales continuent de faire planer une menace sur l'économie mondiale, du fait de l'incertitude toujours élevée autour des politiques commerciales. Les effets de ces tensions pourraient bien s'amplifier avec le temps, à mesure que les entreprises répercuteront progressivement les droits de douane sur les clients, dans un contexte où les échanges commerciaux seront réorientés de façon plus permanente et où l'économie mondiale perdra petit à petit de son efficience. Si l'on en croit les

expériences passées, le tableau complet de la situation pourrait mettre longtemps à se dessiner.

Faux, car outre la politique commerciale, d'autres forces puissantes sont en marche pour façonner des perspectives complexes. Aux États-Unis, le durcissement des politiques migratoires réduit l'apport de main-d'œuvre par les travailleurs nés à l'étranger, ce qui constitue un autre choc négatif sur l'offre. Cependant, ce phénomène a été compensé jusqu'ici par un déclin sensiblement équivalent de la demande de main-d'œuvre attribuable à un ralentissement cyclique, après de nombreuses années de croissance soutenue de l'emploi. Le marché du travail se retrouve donc en équilibre précaire, avec un taux de chômage pratiquement inchangé. En deuxième lieu, les conditions financières demeurent très accommodantes, le dollar ayant perdu de sa vigueur. Et en troisième lieu, nous assistons à un essor marqué des investissements liés à l'intelligence artificielle (IA), conjugué à une politique budgétaire modérément expansionniste pour 2026. Ces forces de la demande soutiennent la production tout en accentuant la pression sur les prix exercée par les droits de douane.

Dans le reste du monde, des facteurs autres que les droits de douane, tant temporaires que structurels, sont à l'œuvre. En Chine, pays le plus durement frappé par les tarifs douaniers américains, la croissance ne devrait décliner que modérément, en raison d'une forte dépréciation du taux de change effectif réel, du bond concentré en début de période des exportations vers des partenaires asiatiques et européens, et de mesures d'expansion budgétaire. Dans la zone euro, l'expansion budgétaire de l'Allemagne a contribué à stimuler la croissance en 2025. Les pays émergents et les pays en développement ont bénéficié de conditions financières plus souples, à la faveur de la dépréciation du dollar. Ils ont également continué à afficher une résistance notable, grâce en partie à des cadres d'action solides et en amélioration, comme cela est développé dans le chapitre 2.

Faux, aussi, car malgré les effets compensatoires d'autres facteurs, le choc des droits de douane détériore des perspectives de croissance déjà moroses. D'après les prévisions, la croissance mondiale ralentira au deuxième semestre de l'année et il faudra attendre l'année

prochaine pour la voir se redresser en partie. Par rapport aux projections de l'édition d'octobre 2024 des PEM, cela se traduit par une perte de production cumulée d'environ 0,2 % à la fin de 2026. Aux États-Unis, la croissance est révisée à la baisse et l'inflation à la hausse par rapport aux projections de l'an dernier, ce qui met clairement en évidence un choc négatif sur l'offre.

C'est ainsi que malgré un premier semestre aux résultats constants, les perspectives restent insuffisamment prometteuses et risquent d'être révisées à la baisse. Voici quelques-uns des risques qui influenceront sur ces perspectives changeantes :

Premièrement, l'essor actuel de l'IA présente quelques similitudes avec la bulle Internet de la fin des années 90. L'optimisme que suscite une innovation technologique (Internet à l'époque, l'IA aujourd'hui) sur les marchés fait grimper les valorisations, alimentant le boom des investissements axés sur les technologies et soutenant la consommation grâce à d'importants gains en capital. Cela pourrait tirer le taux d'intérêt d'équilibre vers le haut. Si le boom de l'IA ne perd pas en intensité, le risque est de voir les pressions exercées par la demande s'accroître encore davantage, ce qui nécessiterait un resserrement des politiques monétaires. De fait, entre juin 1999 et mai 2000, la Réserve fédérale avait dû procéder à un relèvement cumulé de 175 points de base de son taux directeur afin de maîtriser les tensions inflationnistes. Mais il existe aussi un autre risque : celui qu'au bout du compte, les grandes attentes sur le plan des bénéfices ne soient pas satisfaites, comme cela est souvent le cas lors de l'arrivée sur le marché de nouvelles technologies grand public. Une forte correction des prix sur les marchés (scénario étudié plus en profondeur dans le Rapport sur la stabilité financière dans le monde d'octobre 2025) pourrait avoir des incidences sur la richesse et la consommation globales, et se propager aux marchés financiers dans leur ensemble.

Deuxièmement, les perspectives pour la Chine restent moroses. Plus de quatre ans après l'explosion de la bulle immobilière, le secteur n'a toujours pas été remis d'aplomb. Les investissements immobiliers continuent de diminuer, alors que l'économie menace de basculer dans la déflation par la dette. Fait encore plus inquiétant, on voit difficilement comment la forte contribution des exportations manufacturières à la croissance du pays pourra être maintenue. Il devient de plus en plus évident que les subventions à grande échelle octroyées au secteur manufacturier ont atteint leur limite et qu'elles participent à la mauvaise affectation des ressources dans l'économie. Cela se manifeste clairement dans le contraste entre les importants gains de productivité enregistrés dans certains

grands secteurs industriels, comme les véhicules électriques et les panneaux solaires, et l'absence d'accroissement de la productivité *globale*. Comme cela est expliqué dans le chapitre 3, les pays ont de plus en plus recours à la politique industrielle pour réorganiser leur modèle économique, mais cette tendance s'accompagne souvent de nombreux coûts budgétaires et coûts cachés.

Troisièmement, les pays doivent prendre à bras-le-corps les difficultés qui affectent leurs finances publiques. Dans un contexte d'affaiblissement des perspectives de croissance, de hausse des taux d'intérêt réels, d'accroissement des niveaux d'endettement et de nouveaux besoins de dépenses pour certains pays dans des domaines tels que la défense ou la sécurité nationale, l'équation budgétaire devient plus complexe et rend les pays vulnérables en cas de choc extérieur de grande ampleur. Tous les principaux pays avancés ont vu leurs écarts de crédit se creuser au cours des ventes massives d'avril et seule une poignée de pays refuges, tels que la Suisse, a enregistré une chute marquée de ses rendements à plus long terme, ce qui traduit des inquiétudes plus larges en matière budgétaire sur les marchés des principales obligations. Les pays à faible revenu sont encore plus vulnérables, compte tenu de la diminution des flux d'aide publique. Pour de plus en plus de pays, le manque de possibilités d'embauche pourrait très vite provoquer une montée des tensions sociales, en particulier chez les jeunes sans emploi marginalisés.

Quatrièmement, nous assistons à une hausse des pressions sur les institutions chargées de définir les politiques publiques, telles que les banques centrales. Si ces pressions prennent le dessus, une grande partie des gains de crédibilité durablement acquis dans la formulation de la politique économique au fil des décennies pourrait être perdue. La confiance dans les banques centrales et dans leur capacité à stabiliser les prix permet d'ancrer solidement les anticipations d'inflation même lorsque l'économie subit des chocs à grande échelle, comme lors de la récente crise du coût de la vie, ce qui a été montré dans des éditions précédentes du rapport.

Même si les risques de révision à la baisse prédominent, le tableau n'est pas tout noir. Les perspectives pourraient être rapidement éclaircies par quelques facteurs d'amélioration importants. Tout d'abord, une dissipation et une réduction de l'incertitude entourant l'action publique donneraient une puissante impulsion à l'économie mondiale. Dans les PEM d'octobre 2025, il apparaît qu'une diminution conséquente de l'incertitude entourant les politiques économiques sous l'effet d'accords commerciaux bilatéraux et multilatéraux plus clairs et plus stables peut accroître la production mondiale de

0,4 % à très court terme. Un abaissement des droits de douane à la suite de ces accords engendre une augmentation supplémentaire d'environ 0,3 %. Deuxièmement, l'IA, au-delà de ses effets sur les investissements, pourrait bien améliorer la productivité totale des facteurs. Il ressort du présent rapport qu'avec des hypothèses raisonnables, elle pourrait ajouter un gain supplémentaire de 0,4 % à la production mondiale à court terme.

Cela confirme que l'action publique peut et doit rétablir la confiance et la prévisibilité, ce qui améliorerait les perspectives de croissance. Sur le front de la politique commerciale, l'objectif devrait être de revoir la réglementation des échanges de manière qu'elle tienne compte de la nature évolutive des relations commerciales, en cherchant à intensifier ces dernières lorsque cela est possible.

La politique de finances publiques devrait viser à réduire les facteurs de vulnérabilité budgétaire de manière progressive et crédible. L'amélioration de l'efficacité des dépenses publiques est primordiale et peut contribuer à attirer des investissements privés, comme cela est présenté dans le Moniteur des finances publiques d'octobre 2025. La politique monétaire doit continuer de s'adapter à la situation et rester transparente. La préservation de l'indépendance des institutions chargées de la politique monétaire est une condition *sine qua non* de la stabilité macroéconomique. Les institutions à vocation technique devraient pouvoir se concentrer sur leur mission fondamentale et être dotées des outils nécessaires pour le faire, notamment sur le plan de la communication des données.

Les efforts déployés pour améliorer les perspectives à long terme doivent être maintenus. La stabilité macroéconomique est certes une condition préalable, mais les pouvoirs publics doivent aussi veiller à ce que les chefs

d'entreprises du secteur privé puissent innover, prospérer et générer la croissance de demain. Bien qu'il puisse être tentant de mettre en œuvre des politiques industrielles sectorielles, l'expérience montre qu'elles peuvent avoir une efficacité très limitée et s'accompagner d'importants effets indésirables. Il est plutôt recommandé de privilégier les politiques horizontales : les investissements dans l'éducation, la recherche publique, les infrastructures publiques, la bonne gestion des affaires publiques, la stabilité financière et macroéconomique, et un cadre réglementaire qui concilie le besoin de flexibilité et d'innovation dans le secteur privé avec la nécessité de maîtriser les risques.

Enfin, il faut poursuivre les travaux déployés pour renforcer les cadres multilatéraux et les institutions multilatérales qui ont contribué à réaliser de grandes avancées au cours des dernières décennies. De fait, la résilience mondiale observée jusqu'à présent tient en grande partie au fait que la plupart des pays ont fait preuve de modération dans leur recours aux représailles sur le plan commercial, ont cherché à établir de meilleurs accords commerciaux et continuent de fonctionner dans le respect des normes commerciales bien établies à l'échelle mondiale. Les récentes tensions géopolitiques viennent souligner à quel point un système multilatéral évolutif et pragmatique est plus nécessaire que jamais. Car s'il est aisé de se concentrer sur les coûts et intérêts à court terme, la coopération face aux grands enjeux mondiaux demeure le socle sur lequel se bâtit une économie mondiale plus prospère et plus résiliente.

Pierre-Olivier Gourinchas
Conseiller économique