

# L'ÉTAU SE RESSERRE

## Perspectives 2023-2024 pour l'économie mondiale

Département analyse et prévision de l'OFCE, **Éric Heyer (dir.)** et **Xavier Timbeau (dir.)**

### Résumé

\* Ce *Policy brief* synthétise l'analyse de la conjoncture pour l'économie mondiale menée par le Département analyse et prévision à l'automne 2023. Il s'appuie sur le travail de l'équipe internationale animée par Christophe Blot, composée de Céline Antonin, Amel Falah, Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Hervé Péléraux, Christine Riffart, Benoît Williatte et celui de l'équipe France animée par Mathieu Plane et composée de Elliot Aurissergues, Bruno Coquet, Magali Dauvin, Ombeline Jullien de Pommerol, Pierre Madec, Raul Sampognaro.

Cette prévision intègre les informations disponibles au 4 octobre 2023.

Le résumé des perspectives 2023-2024 pour l'économie française est disponible dans le *OFCE Policy brief*, n° 121.

Le ralentissement de l'économie mondiale se confirme. La zone euro est en quasi-stagnation tandis que la croissance américaine semble mieux résister. Au deuxième trimestre 2023, le PIB des États-Unis dépassait de plus de 6% son niveau du quatrième trimestre 2019. Comparativement, la situation est moins favorable pour les plus grands pays européens. Ainsi, le PIB allemand n'est que 0,2 point au-dessus de celui de la fin de l'année 2019. Ces différences de trajectoire de croissance sont essentiellement liées à la dynamique de la consommation des ménages. Les plans de soutien massifs mis en place pendant la crise sanitaire ont été plus importants aux États-Unis. De plus, les ménages américains ont davantage puisé dans leur épargne que les ménages des pays européens. Du côté des pays émergents, l'arrêt de la stratégie « zéro Covid » a permis un rebond de l'activité mais qui semble de courte durée puisque la croissance marquait le pas dès le deuxième trimestre 2023.

L'inflation a ralenti dans le sillage de la baisse des prix du pétrole et du gaz. De fait, la contribution des prix de l'énergie est désormais négative mais la désinflation reste néanmoins très progressive dans la mesure où l'inflation alimentaire et sous-jacente reste élevée. Ces hausses de prix se répercutent également progressivement sur les salaires nominaux, dans un contexte de marchés du travail tendus. Néanmoins, à l'exception des États-Unis, les salariés des grands pays ont généralement perdu en pouvoir d'achat.

Les effets de la hausse des prix de l'énergie se sont fait pleinement ressentir depuis le deuxième semestre 2022, en particulier dans les pays importateurs. Ce choc s'estomperait d'ici la fin de l'année 2023 mais la croissance sera pénalisée par les effets du resserrement monétaire qui devraient atteindre un pic en 2024. Nous anticipons en conséquence que la croissance mondiale ralentira passant de 3,2 % en 2022 à 2,3 % en 2024, ce qui se traduira par une augmentation du taux de chômage dans la plupart des pays industrialisés. La baisse de l'inflation se confirmera mais à un rythme lent si bien que la cible de 2 % ne serait généralement pas atteinte en fin d'année 2024. Les banques centrales pourraient néanmoins amorcer une baisse modérée des taux pour amortir le ralentissement de l'activité. La période 2023-2024 devrait constituer une nouvelle étape dans la normalisation de la politique budgétaire puisque l'essentiel des mesures de soutien prises pour compenser le choc inflationniste devrait disparaître. Nous n'anticipons cependant pas un retour à l'austérité même si dans un contexte de taux durablement plus élevés et d'une dette publique plus importante, les gouvernements pourraient être à terme incités à réduire plus rapidement leur déficit.

Ce scénario de croissance suppose que les conséquences du resserrement monétaire ne seront pas amplifiées par une crise immobilière et plus généralement une baisse plus marquée des prix des actifs. Bien que les prix immobiliers aient dépassé dans certains pays les niveaux observés en 2007, la dynamique du crédit a été moins exubérante et les ménages sont généralement moins endettés qu'ils ne l'étaient avant la crise des *subprime*.

Le fort rebond de l'activité post-Covid puis la guerre en Ukraine ont provoqué une résurgence des tensions inflationnistes dans les économies industrialisées et émergentes. Après un pic en juin 2022 pour le pétrole et en août 2022 pour le gaz, les prix de l'énergie ont reflué mais restent volatils. L'inflation est globalement moins forte qu'en fin d'année 2022 et change en partie de nature avec une réduction des tensions liées aux facteurs d'offre. Parallèlement, l'activité économique mondiale a commencé à marquer le pas depuis plusieurs trimestres, en particulier en Europe. En 2024, les effets du choc énergie sur l'activité des pays européens devraient s'atténuer mais le soutien budgétaire qui avait contribué à les amortir sera également progressivement réduit. Par ailleurs, l'orientation de la politique monétaire resterait restrictive et les effets du resserrement mis en œuvre par les banques centrales pour réduire l'inflation devraient s'accroître. La croissance mondiale devrait donc se retrouver prise en étau, touchée d'abord par l'impact du choc sur les prix alimentaires et de l'énergie sur le pouvoir d'achat et frappée ensuite par la hausse des taux d'intérêt. Les récentes déclarations des banques centrales indiquent qu'elles devraient maintenir les taux à des niveaux durablement plus élevés que ceux qui avaient été observés depuis 2008. Nous anticipons en conséquence que la croissance mondiale ralentira passant de 3,2 % en 2022 à 2,3 % en 2024. Pour autant, à l'exception de l'Allemagne en 2023, la plupart des pays développés échapperaient à la récession.

## 1. Croissance en panne

Les performances de croissance du premier semestre 2023 ont confirmé le ralentissement observé en fin d'année 2022 interrompant ainsi la dynamique de reprise post-Covid. La zone euro est en situation de quasi-stagnation avec une hausse du PIB de 0,2 % au premier semestre. Après avoir stagné en fin d'année 2022, la croissance britannique a rebondi légèrement avec une progression du PIB de 0,5 % sur le semestre. Comparativement, avec une croissance de 1 % sur le semestre, l'économie américaine résiste mieux au ralentissement malgré un resserrement monétaire plus précoce.

### Les États-Unis creusent l'écart

Par conséquent, les États-Unis creusent encore l'écart avec les pays européens avec un PIB qui s'établit, au deuxième trimestre 2023, 6,1 % au-dessus de celui observé au quatrième trimestre 2019 (graphique 1). La situation est bien moins favorable pour les principaux pays de la zone euro, avec une augmentation du PIB relativement au niveau de fin 2019 comprise entre 0,2 % pour l'Allemagne et 3,3 % pour l'Italie<sup>1</sup>. Au Royaume-Uni, le niveau d'activité se situe 1,8 % au-dessus de celui du quatrième trimestre 2019. Les différences de niveau d'activité s'expliquent en grande partie par la demande intérieure et notamment la consommation des ménages. La contribution de la consommation des ménages à l'activité sur cette période a atteint près de 6 points aux États-Unis, alors qu'elle était nulle ou légèrement négative dans les grands pays de la zone euro et au Royaume-Uni. Les plans de soutien massifs – sous forme de transferts et de réductions d'impôts – mis en place pendant la crise sanitaire par les administrations Trump puis Biden ont été plus importants aux États-Unis, ce qui a permis de

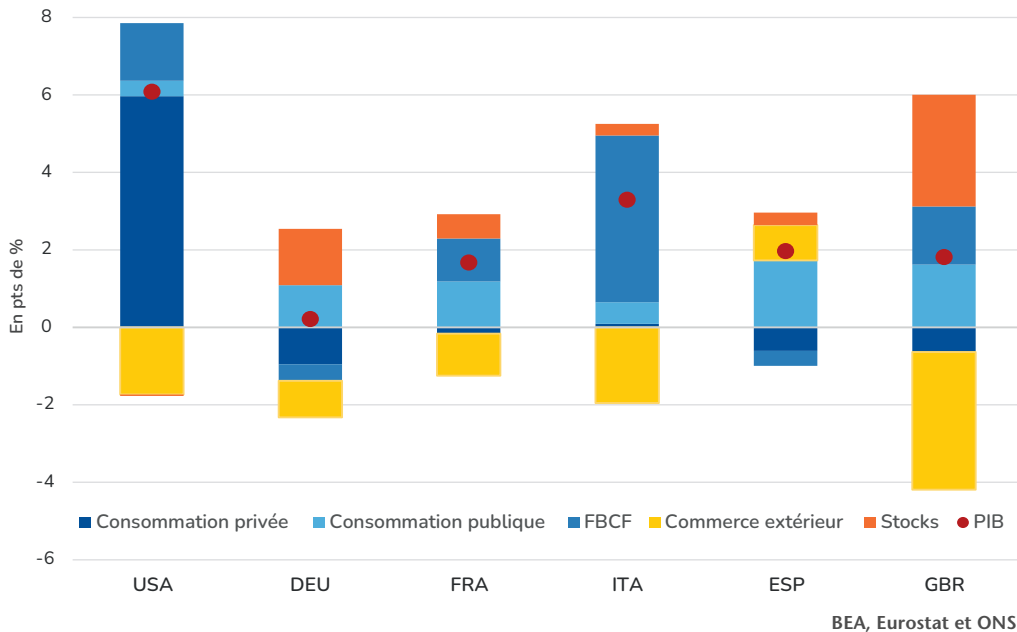
1.

Cet écart entre les pays européens et les États-Unis reflète en partie les différences de croissance potentielle et donc la dynamique de productivité et de la population. En effet, selon l'OCDE, la croissance du PIB potentiel des États-Unis serait de 1,8 % contre 1 % pour la moyenne des quatre principaux pays de la zone euro et 1,2 % pour le Royaume-Uni.

soutenir le revenu des ménages en surcompensant les pertes liées à la baisse des revenus du travail<sup>2</sup>. En outre, les ménages américains ont davantage désépargné que ceux des pays européens amplifiant le rebond de la consommation. Le soutien de l'investissement à la croissance a également été plus important aux États-Unis. Ce dynamisme de la demande intérieure américaine a eu pour contrepartie des importations plus élevées et une contribution négative du commerce extérieur.

2. Voir (Blot et Plane, 2021) pour une comparaison des plans de relance des pays européens et celui des États-Unis.

Graphique 1. Contributions à l'évolution de l'activité entre 2019-T4 et 2023-T2



## Les pays émergents sous l'influence de la croissance chinoise

En Chine, l'arrêt de la politique zéro-Covid décidé en décembre 2022 par le gouvernement a été suivi d'un redémarrage de l'activité : le PIB a augmenté de 2,2 % au premier trimestre 2023 par rapport au trimestre précédent (soit une hausse de 4,5 % en glissement sur un an). La reprise a cependant marqué le pas au deuxième trimestre pour s'afficher à 0,8 % seulement. Parmi les pays émergents d'Asie hors Chine, ceux qui sont fortement intégrés dans les chaînes mondiales de production (dont les semi-conducteurs), ont vu leurs exportations freinées au premier semestre 2023 sous l'effet du ralentissement de la demande mondiale (Taiwan, Vietnam). Les pays où le tourisme a un poids important (Hong Kong, Thaïlande, Vietnam) ont par contre bénéficié du retour des touristes chinois en début d'année. En Inde, la croissance a été de 6,7 % en 2022, portée par la demande intérieure dont une hausse de plus de 11 % de l'investissement et de 7,5 % de la consommation privée.

## Une trajectoire de croissance affaiblie ?

Trois ans après le coup d'arrêt de l'activité économique mondiale, la plupart des pays ont dépassé le niveau d'activité de la fin de l'année 2019. Mais, au regard d'une trajectoire contrefactuelle où le PIB aurait progressé à la même vitesse que les tendances de croissance observées avant 2020, la situation semble détériorée. Dans la zone euro, le déficit d'activité de l'Allemagne serait de plus de 5 % au deuxième

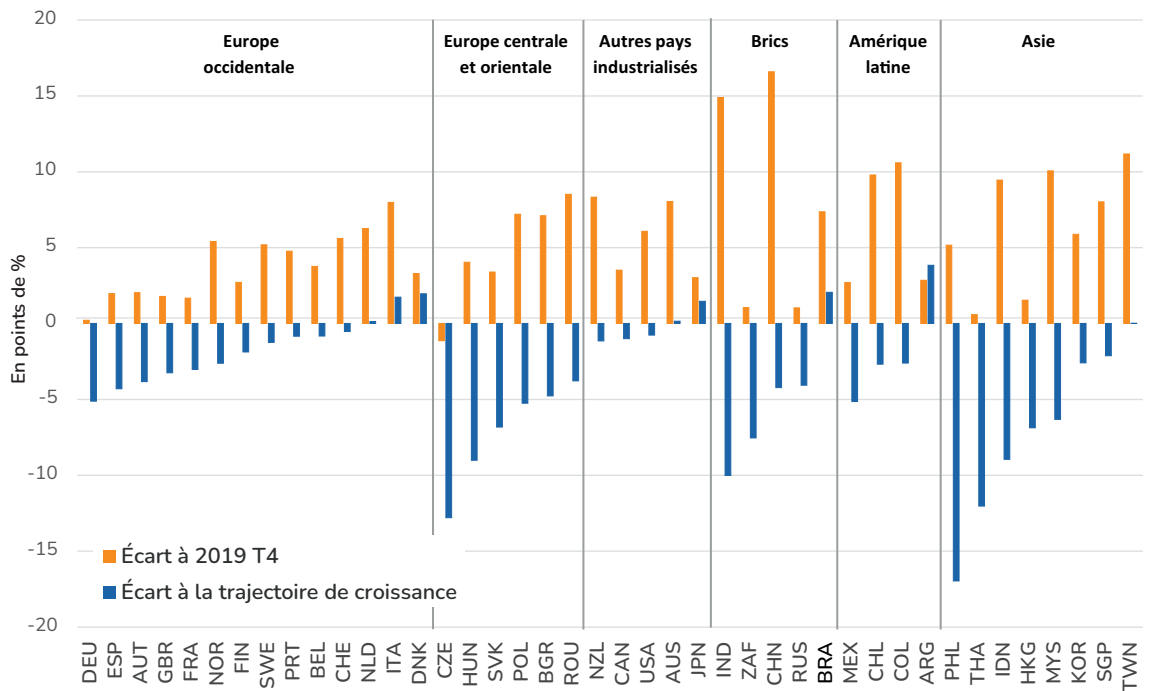
## 3.

Ces différences résultent nécessairement de la dynamique de croissance post-Covid mais sont aussi liées à l'estimation de la tendance de croissance pré-crise. Ainsi, de nombreuses estimations suggéraient une tendance de croissance proche de 0 % pour l'Italie. Sur la base de cette hypothèse, les performances économiques italiennes semblent se démarquer et suggérer soit que les tendances pré-crise doivent être révisées pour l'Italie, soit que l'essentiel du rattrapage a déjà été effectué et donc que les perspectives de croissance future sont moins favorables.

trimestre 2023 (graphique 2). Inversement, l'Italie dépasserait ce niveau de PIB contre-factuel de plus de 1 point<sup>3</sup>. Dans le reste de l'Europe, et en particulier dans les pays d'Europe centrale et orientale, les écarts sont généralement négatifs. Dans les autres pays industrialisés, les États-Unis auraient également un déficit d'activité estimé à moins de 1 %. Le déficit d'activité serait élevé dans la plupart des pays émergents et en développement. En Chine, la persistance de mesures prophylactiques jusqu'à la fin de l'année 2022 a creusé l'écart avec la trajectoire de croissance.

Ce constat suggère que la crise sanitaire puis la crise énergétique, au moins dans les pays européens, pourraient avoir des effets durables sur le niveau et/ou la croissance du PIB potentiel. Pour autant, la situation sur le marché du travail contraste avec celle des niveaux d'activité puisque des tensions sont apparues dans de nombreux pays, matérialisées par des taux de chômage bas et des entreprises signalant des difficultés de recrutement. Au regard, des tendances de productivité passées, la situation des pays reste contrastée. Le cycle de productivité semble dégradé en France, en Allemagne et dans une moindre mesure au Royaume-Uni. L'incertitude demeure non seulement quant à l'évaluation statistique de la productivité tendancielle mais aussi sur les facteurs qui pourraient justifier une baisse ou une hausse de la productivité.

Graphique 2. Le PIB des principaux pays au deuxième trimestre 2023



Comptes nationaux, FMI, calculs OFCE.

La trajectoire de référence pour l'année 2020 est calculée à partir des prévisions du FMI réalisées à l'automne 2019. Ensuite, la croissance de référence post-2020 est calculée soit à partir de la croissance potentielle estimée par le FMI, soit à partir d'une tendance linéaire.

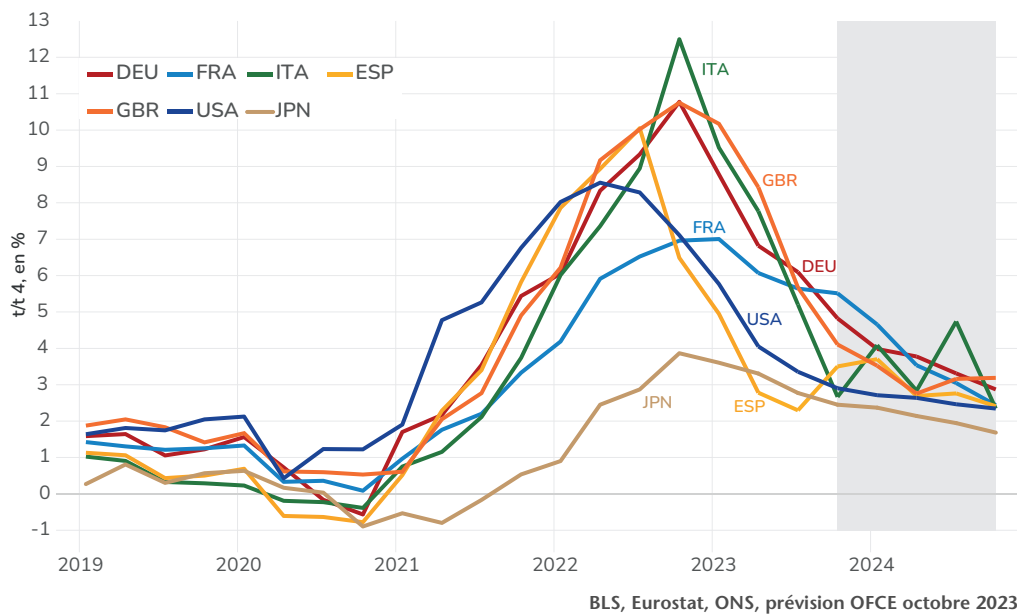
## 2. L'inflation est-elle domptée ?

Deux ans après l'envolée des prix qui a frappé l'ensemble de l'économie mondiale, la dynamique observée sur les derniers trimestres confirme que la période est à la désinflation, consécutive principalement au repli des prix de l'énergie. L'inflation n'est cependant pas encore revenue vers les niveaux observés avant le choc énergie. De plus, l'inflation sous-jacente – hors évolution des prix de l'énergie et des prix alimentaires – est désormais supérieure à l'inflation globale, ce qui pose également la question du rôle des facteurs d'offre et des facteurs de demande dans la dynamique des prix.

### La décrue est en marche...mais le niveau des prix reste élevé

Au deuxième trimestre 2023, les grands pays ont enregistré une baisse de l'inflation (graphique 3). Le mouvement a été amorcé plus ou moins tôt selon les pays et selon leur exposition aux facteurs qui ont nourri la vague inflationniste de l'année 2021 et d'une partie de l'année 2022.

Graphique 3. Inflation dans les grands pays



Pour autant, cette baisse de l'inflation généralement amorcée depuis le second semestre 2022 ne saurait masquer la hausse du niveau général des prix sur l'ensemble de la période post-Covid dans tous les pays, car même si l'inflation baisse, elle reste positive et les prix se maintiennent à la hausse. En prenant comme point de référence le dernier trimestre 2019, et malgré des profils d'évolution différents, l'indice des prix se situe au deuxième trimestre 2023, 17,6 % plus haut aux États-Unis et 17 % en moyenne dans la zone euro<sup>4</sup>. La plus forte hausse cumulée du niveau des prix est néanmoins observée pour le Royaume-Uni où les prix au deuxième trimestre 2023 sont supérieurs de 20,8 % à ceux de fin 2019. Parmi les quatre grands pays de la zone euro, c'est en Allemagne que la hausse des prix cumulée sur la période a été la plus forte (18,8 %), en France et Espagne qu'elle a été la moins forte (14 %), l'Italie collant à la moyenne de la zone euro. Sans surprise, le niveau des prix n'a augmenté que de 4,7 % au Japon.

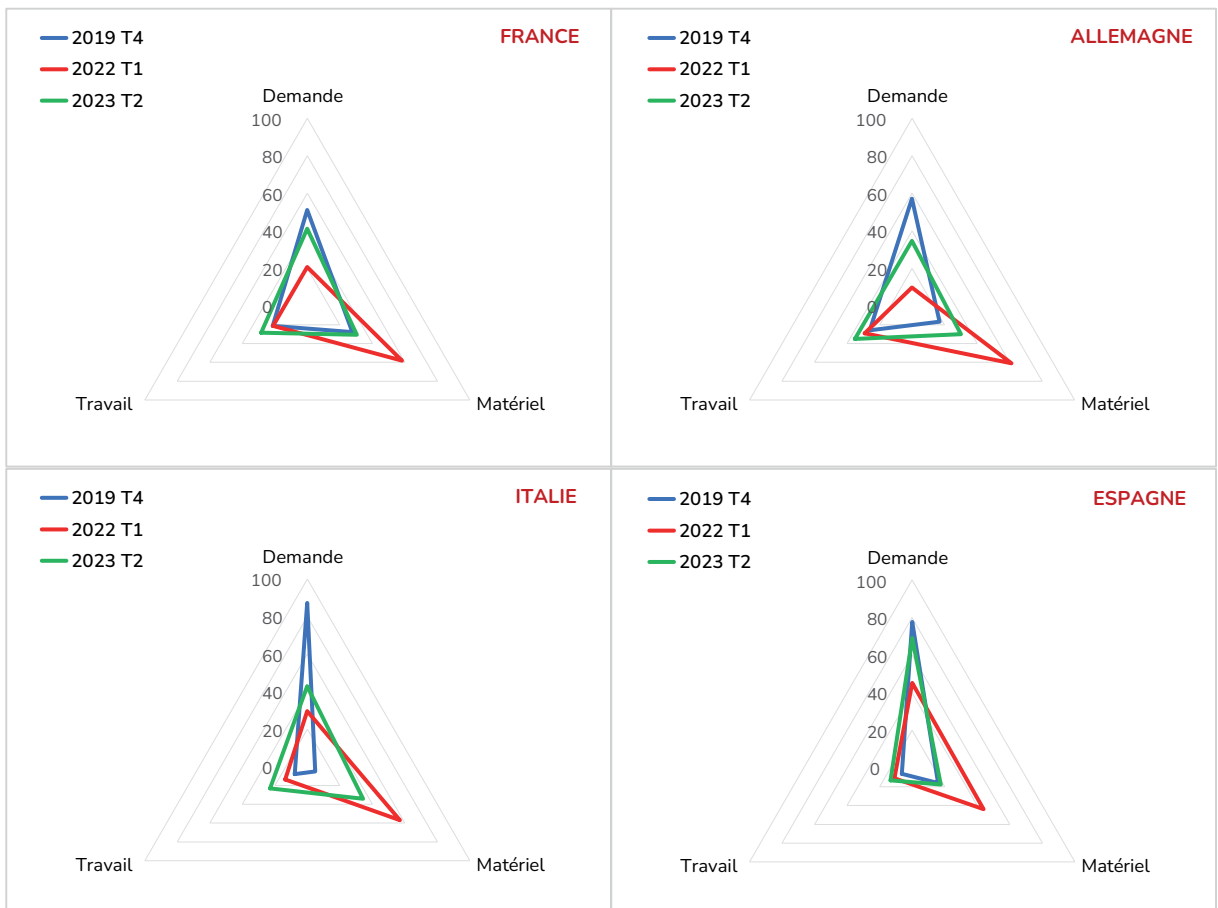
4. Voir graphique 11.

## Problèmes d'offre, problèmes de demande : vers le rééquilibrage

En 2021, la forte reprise de la demande mondiale après la fin des confinements imposés lors de la crise de la Covid-19 a provoqué de vives tensions sur les chaînes d'approvisionnement et une remontée des prix de l'énergie. L'offre est en effet restée pour un temps perturbée malgré la levée des contraintes sanitaires et les systèmes productifs n'ont pu faire face à ce brusque afflux de demande qu'avec difficulté. La stratégie chinoise du « zéro-Covid » au début de l'année 2022 a de plus mis à l'arrêt des secteurs névralgiques pour les industries en aval, accentuant les difficultés d'approvisionnement des chaînes de production mondiales. Il en a résulté une hausse de l'inflation qui fut ensuite amplifiée par la flambée supplémentaire des prix de l'énergie provoquée par l'invasion de l'Ukraine par la Russie fin février 2022.

Les enquêtes de conjoncture ont témoigné des répercussions, dans les pays développés, de ces dysfonctionnements des chaînes de production (graphique 4). Dans l'industrie au deuxième trimestre 2022, les entreprises déclaraient que les pénuries de matériel et/ou d'équipement étaient prépondérantes en tant que frein à la production, à la différence de la situation de fin 2019 où les problèmes de demande prédominaient.

Graphique 4. Les freins à la production



Commission européenne, calculs OFCE.

Chaque trimestre, dans le cadre de l'enquête de conjoncture européenne, les entreprises sont interrogées sur leurs freins à la production, à savoir l'insuffisance de la demande, l'insuffisance de main-d'œuvre, les pénuries de matériel et/ou d'équipement, les difficultés financières et les raisons autres. L'enquête indique pour chaque item la proportion d'entreprises ayant cité ce facteur. Les entreprises pouvant citer plusieurs freins simultanément, nous avons ramené chaque proportion à leur somme, en excluant l'item « autres » du total.

En proportion du total des entreprises industrielles ayant cité au moins un frein, la composante « travail » affiche des évolutions bien plus modérées, ce qui montre que les pénuries de main-d'œuvre, même si elles se sont accentuées entre le deuxième trimestre 2019 et le deuxième trimestre 2023, n'ont pas joué un rôle majeur dans le freinage de la reprise ni dans la résurgence de l'inflation, contrairement aux problèmes d'approvisionnement.

La normalisation du fonctionnement des chaînes de production mondiales et la levée des dernières restrictions sanitaires en Chine à la fin de l'année 2022 ont contribué à ramener les difficultés d'approvisionnement déclarées par les entreprises au deuxième trimestre 2023 à des niveaux bien moins pénalisants pour l'activité, même s'ils restent encore supérieurs à ceux d'avant-crise. L'indicateur de tensions sur l'offre qui synthétise les dimensions coûts de transports et contraintes sur la production, à savoir le *Global Supply Chain Pressure Index* (GSCPI) calculé par la Réserve fédérale de New York, témoigne après avoir atteint un maximum historique au tournant de 2021 et de 2022 de la disparition des difficultés d'approvisionnement au premier trimestre 2023<sup>5</sup>. Dans la foulée, les difficultés d'offre liées aux approvisionnements, déclarées par les entreprises, se sont retournées à la baisse et devraient poursuivre leur route vers la normalisation. Dans ce contexte, la contribution des facteurs d'offre à l'inflation diminuerait progressivement. Ils ne seraient cependant pas totalement neutres en raison de la diffusion des hausses passées des prix de l'énergie ou des biens intermédiaires à l'ensemble des composantes de l'indice<sup>6</sup>.

En regard, les difficultés de demande, sans être revenues à leur niveau d'avant-crise, se sont accentuées entre la mi-2022 et la mi-2023, ce qui en soi contribue à détendre les ressorts inflationnistes, en plus de l'effet direct de la baisse du prix de l'énergie sur les indices de prix. In fine, la baisse de l'inflation semble traduire une réduction des facteurs d'offre et de demande, en lien avec le ralentissement économique. Le rôle de la politique monétaire reste incertain non seulement parce que les délais de transmission sont supposés relativement longs mais aussi parce que nombreux modèles indiquent un impact modéré des hausses de taux sur les prix.

5.

Voir : [https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff\\_reports/sr1017.pdf?sc\\_lang=en](https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr1017.pdf?sc_lang=en)

6.

Pour les États-Unis, Liu et Nguyen (2023) estiment que l'impact des contraintes dans les chaînes mondiales d'approvisionnement sur l'inflation aurait été atteint mi-2022. En mars 2023, ce facteur contribuerait à 1,3 point pour une inflation de 4,4 %. L'inflation américaine était donc, en début d'année 2023, aussi tirée par la demande.

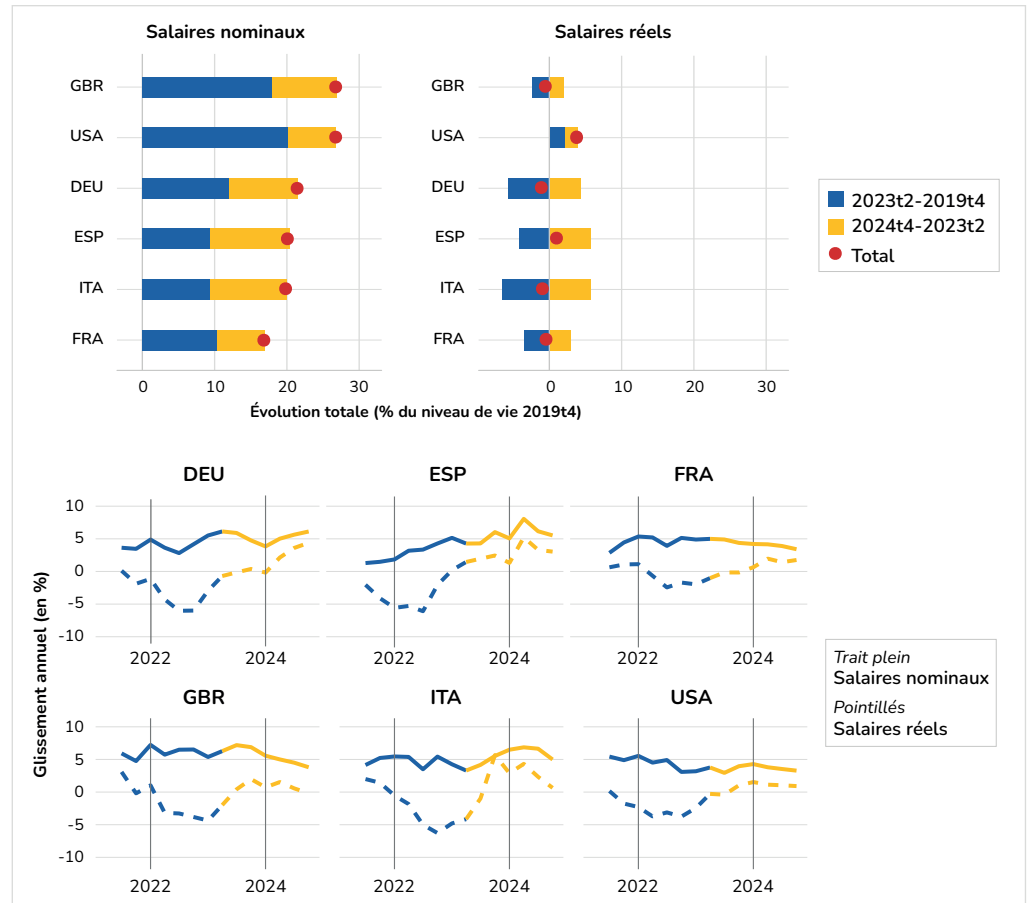
### 3. Marchés du travail : après le pic de tensions

La reprise de l'activité à la suite des chocs sanitaires a donné lieu à des marchés du travail très dynamiques. Aux États-Unis comme en zone euro, le taux de chômage a atteint un point bas sur les vingt-cinq dernières années (respectivement 3,5 % et 6,3 % au deuxième trimestre 2023). Le Royaume-Uni se distingue des autres grandes économies industrialisées dans la mesure où le taux de chômage y est bas en comparaison historique, mais supérieur aux creux de 2019 et 2022 (4,2 % contre 3,6 % et 3,8 %). Notons par ailleurs que dans les cas américains et britanniques les taux d'activité et d'emploi sont encore légèrement en-dessous de leurs niveaux de 2019, indiquant que les niveaux élevés de tensions découlent à la fois d'une forte hausse de la demande et d'une légère baisse de l'offre de travail.

Les tensions récentes sur les marchés du travail ont été accompagnées de fortes hausses des salaires nominaux. En Europe, bien que la situation favorable de l'emploi ait pu soutenir le pouvoir de négociation des salariés, ces revalorisations salariales n'ont pas permis de maintenir les salaires réels face aux chocs inflationnistes (graphique 5). Les deux composantes des salaires réels devraient permettre un rattrapage de ceux-ci : d'une part l'inflation devrait continuer à baisser en 2023-2024, et d'autre part on peut anticiper davantage de hausses des salaires nominaux à mesure que les renégociations

salariales et les hausses de salaires minimums récentes produiront pleinement leurs effets. Néanmoins, en dehors de l'Espagne et des États-Unis, les niveaux atteints par les salaires réels seraient légèrement en-dessous de ceux de la fin 2019. Pour l'ensemble des économies, les hausses de salaires réels ne compenseraient pas les pertes de pouvoir d'achat subies en 2022.

Graphique 5. Évolutions des salaires nominaux et réels depuis le quatrième trimestre 2019



BLS, Eurostat, ONS, Calculs OFCE

Les salaires réels sont calculés en déflétant des indices de prix à la consommation (IPCH pour les pays de la zone euro).

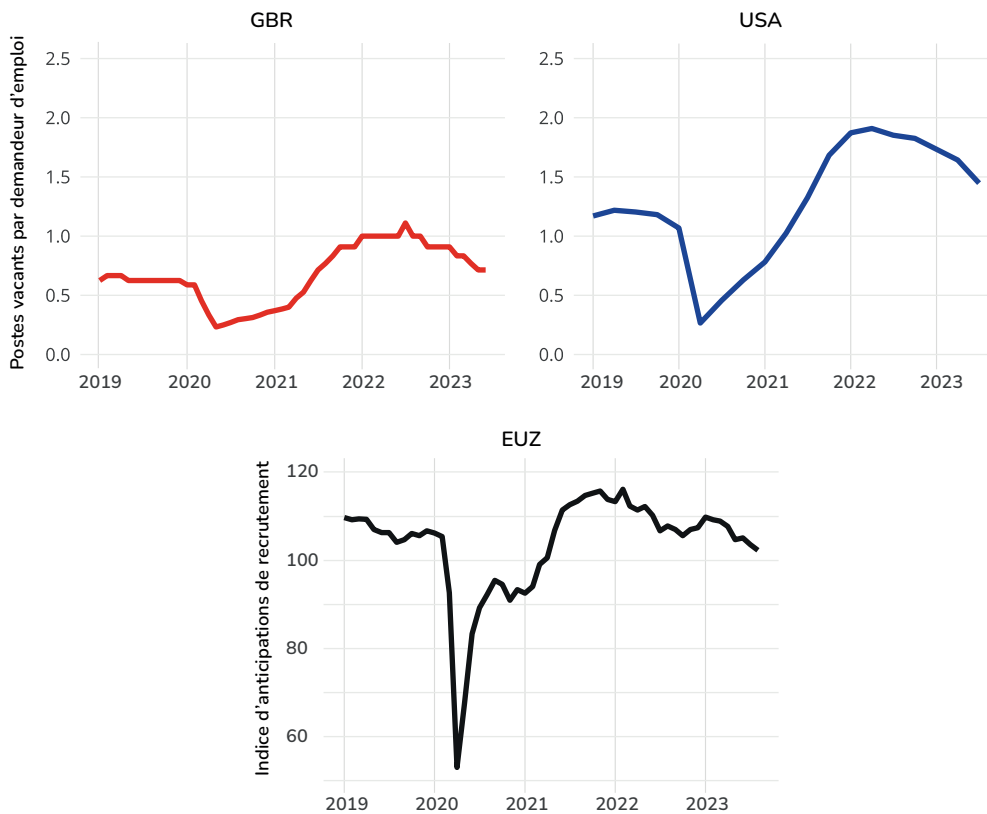
Bien que les années post-Covid aient débouché sur des situations historiquement favorables pour l'emploi, des indicateurs conjoncturels laissent entrevoir, depuis plusieurs mois, une baisse de la demande de travail. S'agissant des États-Unis, nous observons depuis un an une baisse du ratio de postes vacants par demandeur d'emploi (d'un pic de 1,9 au deuxième trimestre 2022) ainsi que du taux de démission graphique 6)<sup>7</sup>. Au Royaume-Uni, le taux de chômage a déjà augmenté de 0,6 point depuis le creux atteint au deuxième trimestre 2022, tandis que le ratio de postes vacants par chômeur baissait d'un pic de 1,1 à 0,7. Pour la zone euro, malgré une légère baisse du taux de chômage en 2023, les enquêtes de la Commission européenne indiquent que les perspectives de recrutement sont stables en Espagne et en Italie mais en baisse pour les entreprises allemandes et françaises.

7.

Le taux de démission a retrouvé son niveau de fin 2019, soit 2,3 %, contre un pic à 2,8 % au deuxième trimestre 2022.



Graphique 6. Indicateurs conjoncturels des tensions sur le marché du travail



BLS, Commission européenne, ONS, Calculs OFCE

L'indicateur pour la zone euro est l'Employment Expectations indicator, calculé par la Commission européenne à partir d'enquêtes auprès des entreprises.

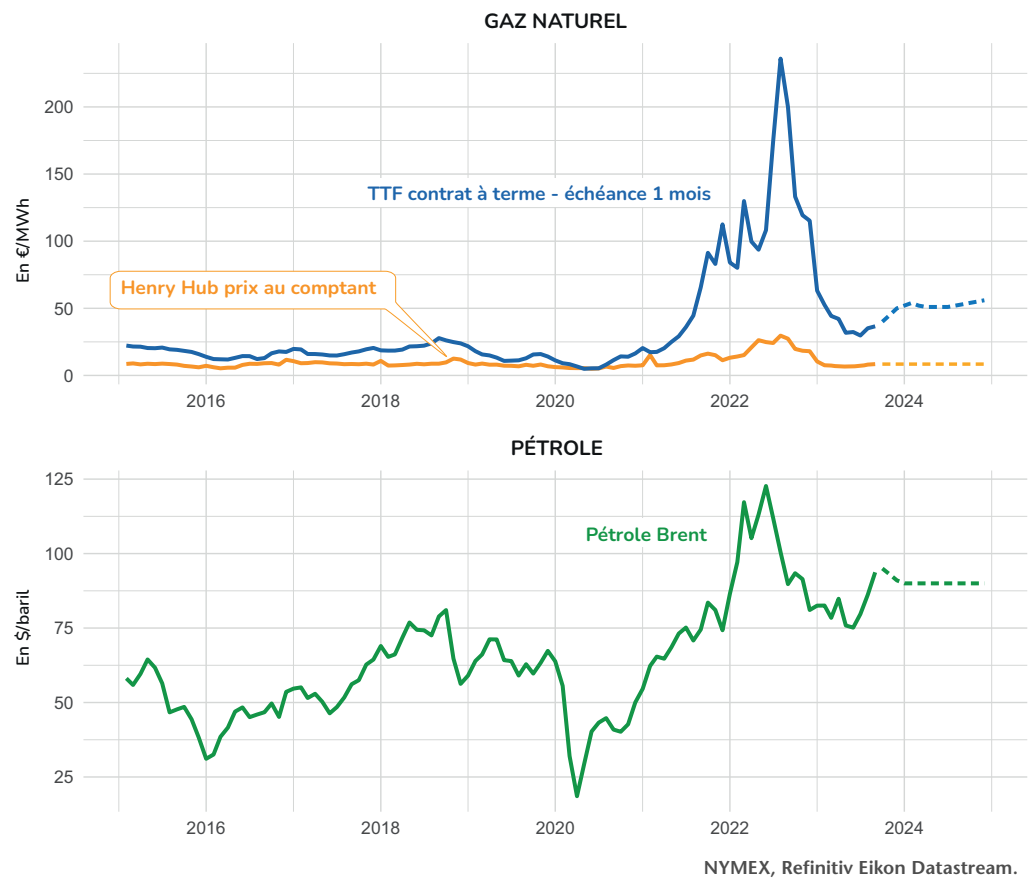
L'indice est normalisé de façon à ce que la moyenne du solde des réponses soit égal à 100.

## 4. 2024 : statu quo pour les prix de l'énergie

Après la forte flambée des prix de l'énergie de l'année 2022, on assiste à un retournement du marché du pétrole et du gaz européen depuis le début de 2023 (graphique 7). Certes, les prix restent toujours supérieurs à ceux qui prévalaient avant le conflit ukrainien : au troisième trimestre 2023, le baril de Brent s'est échangé en moyenne à 87 dollars le baril contre 65 dollars au premier semestre 2021 tandis que le gaz naturel sur le marché à terme européen TTF s'échangeait à 36 euros/MWh contre 19 euros/MWh au premier semestre 2021. Cependant, on est loin des records atteints en 2022. Le dernier trimestre de l'année 2023 devrait néanmoins voir les cours se tendre sur le marché du pétrole : le déséquilibre entre offre et demande se creuserait en raison de la baisse de production des pays de l'OPEP+, Arabie saoudite et Russie en tête, ce qui conduirait à un prix du baril de Brent autour de 93 dollars. En 2024, le déséquilibre entre offre et demande devrait se réduire mais perdurer, ce qui nous conduit à inscrire un prix du baril à 90 dollars le baril<sup>8</sup>. D'une part, la baisse de la croissance mondiale et de l'intensité pétrolière réduirait la demande mais d'autre part les pays de l'OPEP devraient renouveler leur volonté de limiter la production, ce qui limiterait la progression de l'offre. Sur le marché du gaz européen, le prix des contrats à terme présage d'une tendance haussière liée à la période hivernale, malgré des niveaux de stockage élevés. En 2024, l'observation des contrats à terme nous conduit à prévoir un prix autour de 53 euros/MWh, soit une stabilité en moyenne annuelle par rapport à 2023.

8. Compte tenu de notre prévision de taux de change euro-dollar à 1,15 pour 2024, le prix du baril de pétrole en euros s'établirait à 78 €.

Graphique 7. Prix du pétrole et du gaz naturel



## 5. Politiques économiques : la double contraction ?

Depuis un peu plus d'un an, les banques centrales s'activent pour lutter contre l'inflation. Les banques centrales enchaînent des hausses de taux et réduisent la taille de leurs bilans. Inversement, l'impact du choc énergie a repoussé la consolidation des finances publiques qui s'étaient fortement dégradées pendant la période Covid. Néanmoins ces mesures de soutien vont progressivement arriver à terme et cesser de soutenir les revenus des ménages et l'activité.

### En attendant l'heure des comptes : un moindre soutien budgétaire

Avec la succession de crises, sanitaire puis énergétique et géopolitique, la politique budgétaire a été fortement mobilisée au cours des dernières années. Selon le FMI<sup>9</sup>, en 2020 avec la crise sanitaire, le poids de la dépense publique dans le PIB a augmenté de 7,7 points dans les économies avancées et de 2,3 dans les économies émergentes. Si la politique budgétaire s'est rapidement normalisée dans les économies émergentes, la dynamique a été plus lente dans les économies avancées. En particulier, les conséquences de l'invasion de l'Ukraine et la montée des prix énergétiques ont suscité une nouvelle crise majeure qui a maintenu une forte pression sur la dépense publique. Ainsi, en 2022 la dépense publique, rapportée au PIB, restait 8 points supérieure à son niveau pré-Covid en Italie, 7 points au Royaume-Uni et au Japon, 6 points en Espagne, 5 points en Allemagne et 3 points en France et aux États-Unis.

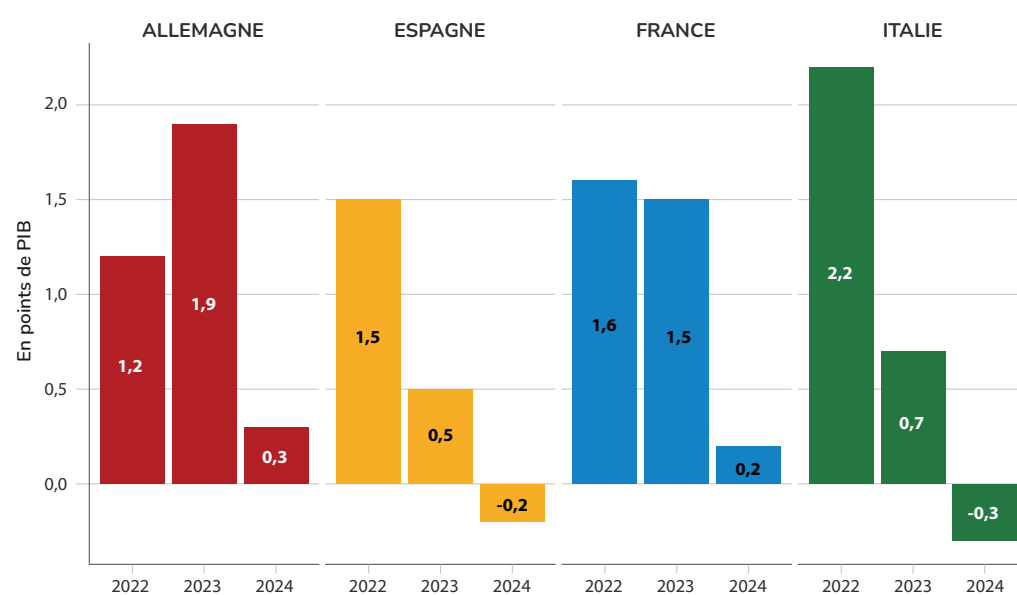
9.

Perspectives économiques (WEO, avril 2023).

Ce haut niveau de dépense s'explique essentiellement par les réactions des gouvernements face au retour de l'inflation. Selon les calculs de la Commission européenne, dans les principales économies de la zone euro la dissipation des mesures prises pour répondre à la crise sanitaire auraient dû amputer la dépense publique entre 2,1 points de PIB (en France) et 3,4 points (en Allemagne). Or au même moment les pays ont mis en place des mesures pour pallier les effets du choc inflationniste pour un montant proche allant de 1,5 point de PIB en Espagne à 2,2 points de PIB en Allemagne.

La période 2023-2024 devrait constituer une nouvelle étape dans la normalisation de la politique budgétaire puisque l'essentiel des mesures de soutien prises pour compenser le choc inflationniste devraient disparaître. Dans ce contexte, la politique budgétaire affichera une orientation moins positive que par le passé, mais en ligne avec l'amenuisement attendu du choc inflationniste (graphique 8).

Graphique 8. Mesures budgétaires pour répondre au choc énergétique



Calculs ECFIN sur la base des Programmes de Stabilité d'avril 2023.

Finalement la politique budgétaire sera moins mobilisée pour soutenir la demande privée mais ceci devrait avoir – à court terme – un impact relativement modéré sur la croissance du PIB car en parallèle les chocs seront eux-aussi de moindre ampleur. Néanmoins, ceci ne doit pas masquer que la dette publique des économies avancées a augmenté, en moyenne, de 8 points de PIB (selon les données du FMI pour la période 2019-2022), avec des taux d'intérêt en nette progression. La charge d'intérêts est attendue en forte hausse à l'horizon 2024 (+1,5 point de PIB au Royaume-Uni entre 2019 et 2024 selon l'OCDE, +1 point de PIB aux États-Unis et +0,3 point en France et en Allemagne). Si la consolidation budgétaire prévue pour les années 2023-2024 est relativement neutre sur la croissance du PIB, il est probable qu'au-delà de 2024 les stigmates des crises passées sur les finances publiques impliquent des ajustements budgétaires d'une toute autre ampleur et probablement avec un impact sur la croissance plus important.

## Politique monétaire : des taux plus élevés pour une période plus longue

Pour contrer les tensions inflationnistes, de nombreuses banques centrales dans les pays développés et émergents ont durci leur politique monétaire à partir du printemps 2022, en augmentant les taux directeurs et en amorçant la réduction de la taille de leur bilan. Avec la décrue amorcée et la perspective d'une convergence de l'inflation vers leur cible, se pose la question de la poursuite du resserrement monétaire. Pour autant, la Réserve fédérale et la BCE continuent de tenir un discours de fermeté et écarte toute possibilité de réduire les taux d'intérêt à court terme, arguant d'une inflation globale qui diminue trop lentement et d'une inflation sous-jacente trop élevée. Dans ces conditions, Christine Lagarde a indiqué que le niveau des taux de la BCE atteint actuellement serait maintenu pour une durée suffisamment longue tandis que les anticipations des membres du FOMC suggèrent que le taux directeur de la Réserve fédérale devrait rester proche de 5 % jusqu'en fin d'année 2024.

Avec une inflation attendue à 4,5 % dans la zone euro et à 2,9 % aux États-Unis en fin d'année 2023, l'orientation de la politique monétaire ne devrait pas être bouleversée. Il y a cependant plus d'incertitudes quant à l'orientation de la politique monétaire en 2024. Dans l'hypothèse d'un ralentissement marqué de l'activité et d'une dégradation sur le marché du travail, les banques centrales pourraient envisager progressivement de réduire les taux pour atténuer le ralentissement de l'activité dès lors qu'elles considèrent que la convergence de l'inflation vers la cible de 2 % est proche. De fait, bien que la croissance américaine ait mieux résisté jusqu'ici, l'inflation a également baissé plus tôt outre-Atlantique et se rapprocherait plus rapidement de la cible de la Réserve fédérale. Nous anticipons donc que le taux des fonds fédéraux atteindrait 4,75 % en décembre 2023. Malgré une croissance en berne en 2024 et une légère remontée du chômage, la BCE serait moins prompte à infléchir sa position. Étant donné nos prévisions de prix de l'énergie, l'inflation se maintiendrait au-dessus de 3 % jusqu'au troisième trimestre 2024. La baisse des taux n'interviendrait donc pas avant la toute fin de l'année. Le taux des opérations principales de refinancement serait de 4,25 % et celui de la facilité de dépôt de 3,75 %<sup>9</sup>.

De fait, étant donné les délais de transmission de la politique monétaire, il est fort probable que l'effet des hausses passées n'ait pas atteint son pic. Pour autant, leur diffusion a déjà commencé. L'ensemble des taux a augmenté. Les taux de marché publics et privés sont plus élevés et les banques commerciales répercutent ces hausses sur les taux de crédit aux entreprises et sur les taux des crédits immobiliers (voir encadré). Il en résulte un effet de revenu immédiat sur les ménages et les entreprises endettés à taux variables<sup>10</sup>. En outre, des conditions de crédit plus restrictives réduisent la demande de crédit et donc l'incitation à investir et à consommer, notamment des biens durables. Enfin, en cas de baisse prolongée du prix des actifs, un effet de richesse pèsera également sur la demande.

9.

Le taux des opérations principales de refinancement (ou taux MRO) est le taux auquel les banques commerciales peuvent obtenir des liquidités dans le cadre des opérations régulières conduites par la BCE. Les dépôts laissés par les banques commerciales auprès de l'Eurosystème sont rémunérés au taux des facilités de dépôts plus faible que le taux MRO. Jusqu'en 2008, le taux de marché au jour le jour (EONIA puis €STR) fluctuait au voisinage du taux MRO. Les liquidités abondantes offertes par la BCE et les programmes d'achat d'actifs ont poussé le taux interbancaire au niveau du taux plancher constitué par le taux des facilités de dépôts.

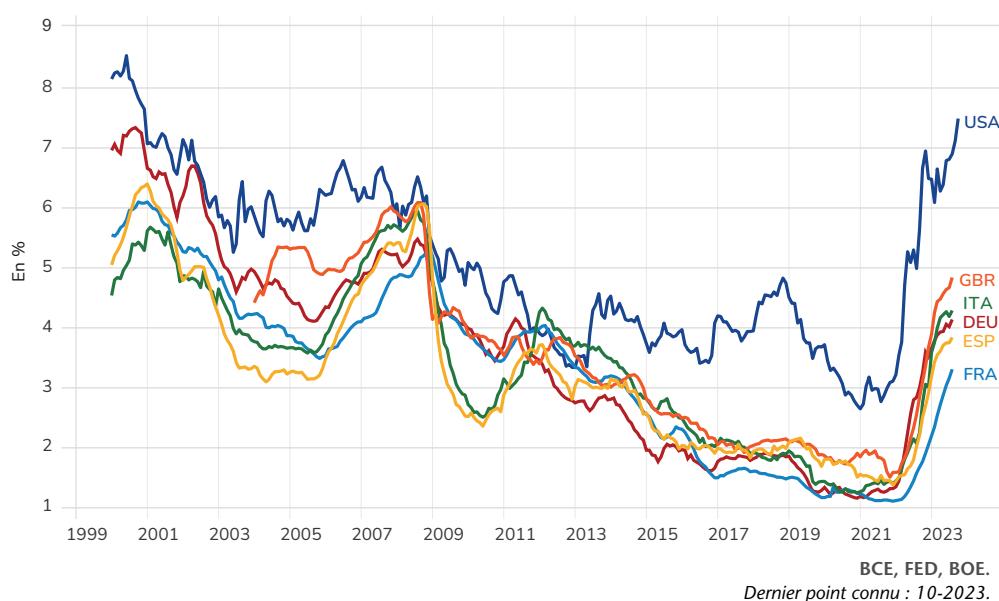
10.

La part des ménages endettés à taux variables est plus élevée en Espagne et en Italie comparativement à la France et l'Allemagne. La politique monétaire pourrait donc se transmettre plus rapidement dans ces deux pays. Il n'est pas certain pour autant que l'effet total soit plus important dans la mesure où il ne repose pas uniquement sur le canal du taux d'intérêt mais dépend de l'ensemble des canaux de transmission de la politique monétaire.

## Encadré. Immobilier : le retournement ?

Le resserrement monétaire s'est traduit, dans nombre de pays, par une hausse importante des taux de crédit à l'habitat accordés aux ménages. Aux États-Unis, ces derniers s'établissent en septembre 2023 à 7,1 % contre 2,9 % en septembre 2021 (graphique 9). Au Royaume-Uni, les taux ont crû de 3 points passant de 1,8 % à 4,8 % sur la période, une évolution légèrement supérieure à celle observée en Allemagne, en Espagne ou en Italie. La France, qui était le pays connaissant les taux les plus bas en septembre 2021 (1,1 % en moyenne) a connu une croissance moins brutale de ses taux de crédit à l'habitat (+2 points). Cette hétérogénéité dans l'évolution des taux de crédits à l'habitat peut provenir d'une part d'une situation concurrentielle interbancaire différente entre pays mais aussi des différences réglementaires quant aux conditions d'octroi de crédit, notamment liées à la question du taux d'usure.

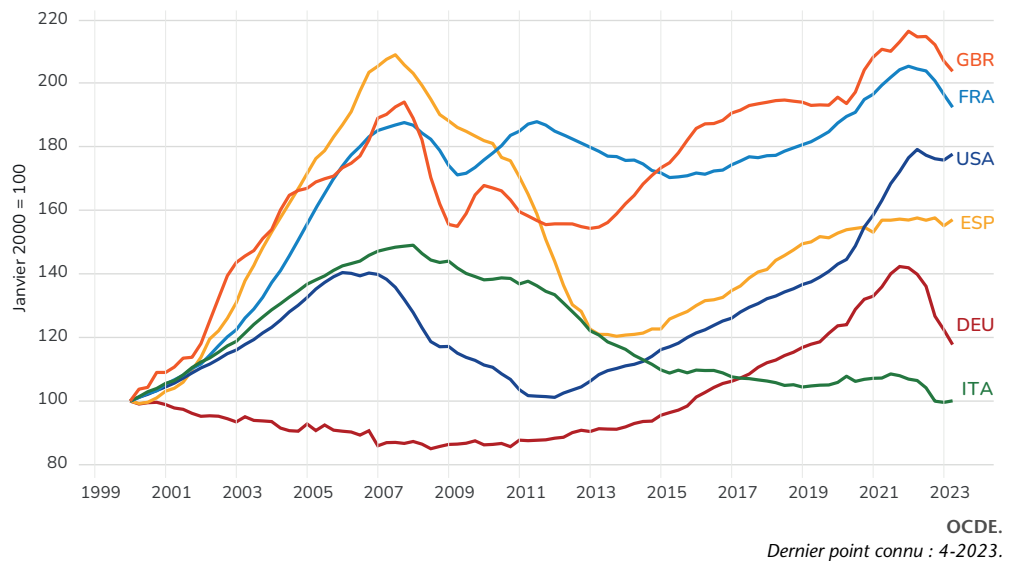
Graphique 9. Taux d'intérêt annuels des nouveaux crédits à l'habitat



En France, le taux d'usure, c'est-à-dire le taux maximal auquel peuvent emprunter les ménages pour leur achat immobilier, est habituellement calculé trimestriellement (mensuellement depuis février 2023) par la Banque de France et est basé sur la moyenne pondérée des taux effectifs moyens pratiqués par les établissements de crédit au cours du trimestre précédent. En Espagne, le mode de calcul est proche mais la moyenne est majorée de 50 %. En Allemagne, s'il n'y a pas de taux d'usure « officiel » il existe des réglementations qui limitent les taux d'intérêt excessivement élevés et abusifs. Au Royaume-Uni, les établissements de crédit sont réglementés par la *Financial Conduct Authority* (FCA). Aux États-Unis les taux d'intérêt sont réglementés à l'échelle fédérale, ce qui peut en partie expliquer « l'envolée » observée des taux.

Outre ces remontées différenciées des taux de crédit à l'habitat des ménages, leur impact sur les prix de l'immobilier a été significativement différent selon les pays (graphique 10). Malgré la remontée brutale des taux, les prix immobiliers dans l'ancien, corrigés de l'évolution des prix à la consommation, ont continué à croître aux États-Unis début 2022 avant de se stabiliser. En Espagne, les prix n'ont entamé leur décrue qu'au dernier trimestre 2022. En Italie, les prix ont atteint, en réel, mi-2023 leur niveau du début des années 2000. Au Royaume-Uni et en France, pays ayant connu la plus forte croissance des prix immobiliers réels depuis 2000, les prix se sont ajustés de 7 % entre début 2022 et mi-2023. En Allemagne, pays qui a vu, comme la France, le volume de ses crédits nouveaux à l'habitat se réduire de près de 40 % sur un an, la baisse des prix immobiliers réels a atteint 18 % sur la période.

Graphique 10. Évolution des prix de l'immobilier réel depuis le premier trimestre 2000



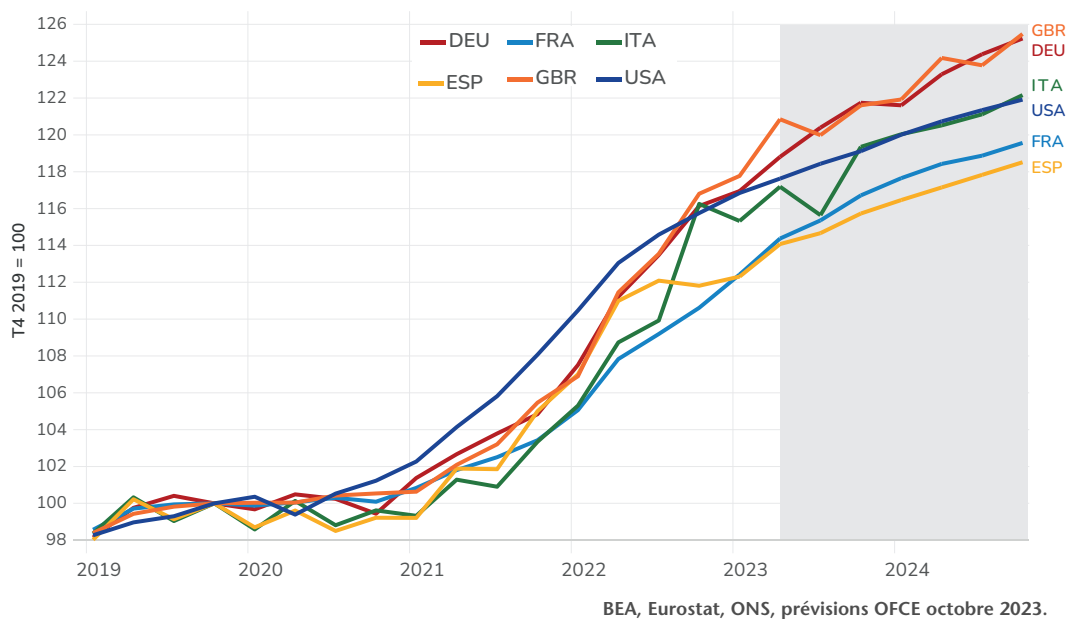
## 6. Ralentissement prolongé

Au premier semestre 2023 la croissance a principalement été freinée par la forte hausse des prix de l'énergie de 2022. Les effets du resserrement monétaire ont également commencé à se faire ressentir en lien avec la hausse du coût du crédit. L'investissement résidentiel s'est notamment ajusté en France et aux États-Unis. Les effets des contraintes d'offre et de l'incertitude se sont cependant progressivement estompés et les mesures de soutien budgétaire pour lutter contre la crise énergétique ont joué favorablement puisqu'elles ont contribué soit à freiner l'inflation, soit à en amortir les conséquences sur le pouvoir d'achat. En 2024, ce soutien budgétaire se réduira en même temps que les effets du choc énergie se dissiperont progressivement. De fait, la dynamique de l'inflation dépendra non seulement de l'évolution des prix de l'énergie mais aussi du calendrier des mesures qui ont conduit à réguler les prix de l'énergie. Ainsi, l'inflation serait plus élevée en France en 2023 que dans les autres principaux pays de la zone euro. Mais elle avait été plus faible en 2021 et 2022 en lien avec la mise en œuvre du bouclier tarifaire à partir d'octobre 2021. C'est donc la dynamique du niveau des prix sur l'ensemble de la séquence qui renseigne des éventuels écarts subsistants entre les pays. À cet égard, le niveau de l'indice des prix à la consommation harmonisé fin 2024 serait plus bas en France et en Espagne qu'en Allemagne et en Italie (graphique 11). Si l'on tient compte ensuite de la dynamique des salaires en 2023-2024 et de l'emploi, il ressort que le revenu disponible brut réel progresserait de 1 % en Allemagne (après avoir baissé en 2023) et de 0,9 % en France (contre 1,2 % en 2023). L'évolution serait moins favorable en Espagne et en Italie. Comparativement, le pouvoir d'achat du revenu disponible outre-Atlantique passerait de 3,6 % à 0,7 %.

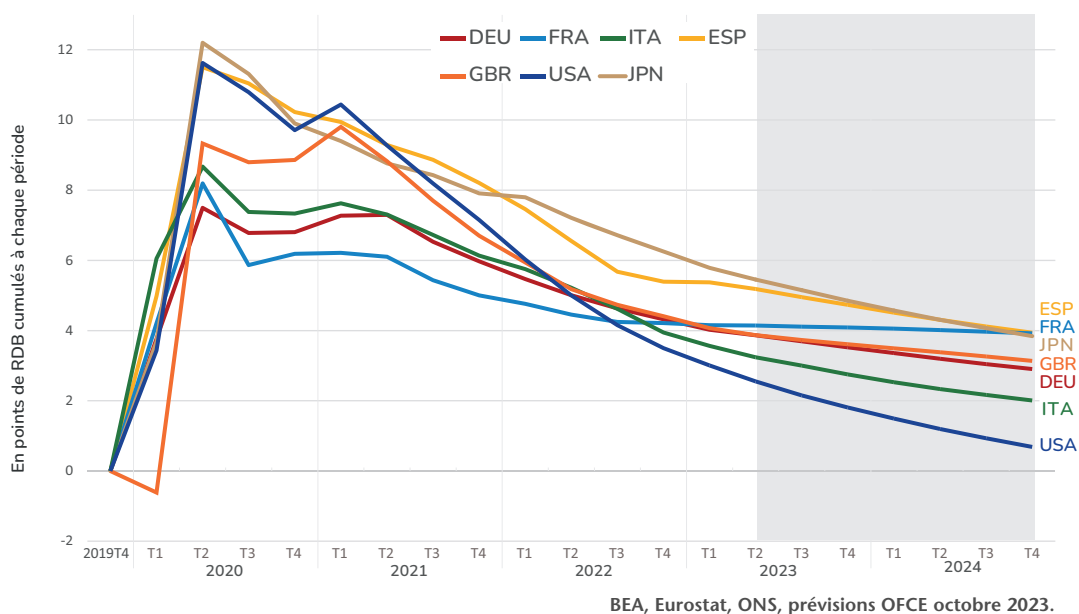
L'activité sera surtout freinée par les effets de la politique monétaire qui devraient atteindre un pic en 2024. La croissance des principaux pays européens et des États-Unis serait réduite de près de 1 point. Le durcissement des conditions financières freinera la demande intérieure. De plus, le choc entraînera une baisse de la demande mondiale dans la mesure où le resserrement monétaire est global. Après deux années de forte croissance en 2021 et 2022, le commerce mondial devrait ralentir avec une progression des importations de 1,2 % en 2023 et de 2,1 % en 2024.

La baisse de l'activité serait en partie amortie par la baisse de la sur-épargne (graphique 12). Les mesures de soutien aux revenus en 2020-2021, dans un contexte où certaines dépenses ont été contraintes, ont conduit les ménages à épargner massivement au regard de leur comportement d'épargne de longue période (2010-2019). L'utilisation progressive de cette sur-épargne a ensuite permis de soutenir la consommation même si l'inflation des deux dernières années en a rogné une partie. En 2023 et 2024, les ménages continueraient à puiser dans cette sur-épargne, ce qui amortira le ralentissement de la consommation.

Graphique 11. Évolution du niveau général des prix (IPC, IPCH pour les pays de la zone euro) depuis 2019



Graphique 12. Évolution de la sur-épargne des ménages



Le montant de la sur-épargne est calculé comme la différence entre le flux d'épargne accumulée depuis 2019-T4 et un flux cumulé d'épargne sous l'hypothèse d'un taux d'épargne constant et équivalent à la moyenne historique 2010-2019. Cette sur-épargne est ensuite rapportée aux flux de revenus disponibles brut cumulés.

Dans la zone euro, la stagnation se poursuivrait au second semestre avec une récession en Allemagne et en Italie et une croissance plus modérée en France et en Espagne relativement au premier semestre. À part en Allemagne où le PIB se contracterait de 0,4 % en 2023, la croissance annuelle des pays de la zone euro resterait positive mais bien moins forte qu'en 2022 (tableau). Le PIB italien progresserait de 0,5 % en 2023 et 0,2 % en 2024 alors qu'il avait augmenté de 3,9 % en 2022. Le PIB espagnol continuerait de progresser plus rapidement que celui des autres pays de la zone euro (2,5 % en 2023 et 1,5 % en 2024), essentiellement tiré par la demande intérieure. En rythme annuel, la croissance de la zone euro atteindrait 0,5 % en 2023 et 1 % en 2024 avec une accélération progressive de l'activité tirée par une reprise en Allemagne. Au Royaume-Uni, le rythme de croissance trimestriel serait faible (0,2 % en moyenne) mais stable. Enfin, le ralentissement serait franc aux États-Unis à partir du quatrième trimestre 2023, ce qui n'affecterait toutefois pas la croissance annuelle anticipée à 1,9 % comme en 2022. Mais pour 2024, le PIB ne progresserait plus que de 0,7 %.

**Tableau de croissance mondiale**

En %	PIB en volume		
	2022	2023	2024
DEU	1,9	-0,4	0,9
FRA	2,5	0,9	0,8
ITA	3,9	0,5	0,2
ESP	5,8	2,5	1,5
EUZ	3,4	0,5	1,0
GBR	4,3	0,7	0,9
USA	1,9	1,9	0,7
JPN	1,0	2,0	1,1
Pays développés	2,6	1,3	0,9
CHN	3,0	5,0	3,7
PVD	3,7	3,6	3,3
Monde	3,2	2,6	2,3

FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2023.  
Pondération selon le PIB et les PPA de 2014 estimés par le FMI.

Il n'en demeure pas moins que le ralentissement macroéconomique se traduira par une augmentation du chômage qui serait amplifiée par la fermeture du cycle productivité. En effet, dans certaines économies (Allemagne, France, Royaume-Uni), les créations d'emplois ont été particulièrement fortes étant donné la faible croissance de la valeur ajoutée, créant un écart entre le niveau de la productivité apparente du travail et sa tendance historique. Nous faisons l'hypothèse que le niveau et la croissance de la productivité n'ont pas été modifiés par les crises récentes. Dès lors, le retour de la productivité vers sa tendance pré-Covid se traduira par un ralentissement des créations d'emplois. Sur l'ensemble de la zone euro, le taux de chômage passerait ainsi de 6,4 % au deuxième trimestre 2023 à 7,2 % en fin d'année 2024. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, le taux de chômage représenterait respectivement 4,5 et 4,9 % de la population active au dernier trimestre 2024.

En Chine, les freins liés à l'ajustement du secteur immobilier, à un environnement international peu porteur et aux tensions commerciales persisteront à l'horizon de la fin 2024. Nous retenons un scénario dans lequel le gouvernement chinois poursuivra la stratégie de lente restructuration du secteur immobilier, en parvenant à éviter une crise profonde et durable tandis que la croissance du commerce mondial resterait modérée.



Sous ces hypothèses, la croissance chinoise atteindrait 5 % cette année et ralentirait mais serait de 3,7 % seulement en 2024. Le ralentissement chinois en 2024 et la faiblesse du commerce mondial se répercuteront également sur les autres économies émergentes. Dans l'ensemble des pays en voie de développement, la croissance atteindrait 3,5 % en 2024 contre 3,7 % les deux années précédentes.

Au-delà de l'incertitude liée à l'évolution des prix de l'énergie qui pourraient maintenir les taux d'inflation durablement au-dessus de 2 % ou au contraire accélérer la désinflation, ce scénario de croissance suppose que les conséquences du resserrement monétaire ne seront pas amplifiées par une crise immobilière et plus généralement une baisse plus marquée des prix des actifs. L'histoire monétaire et financière montre que les récessions sont effectivement amplifiées en cas de crise immobilière, notamment lorsque celle-ci est précédée d'un boom du crédit (Jordà, Schularick et Taylor, 2015), hypothèse qui ne semble cependant pas être vérifiée selon les données de la BRI pour le premier trimestre 2023<sup>12</sup>.

## 12.

La BRI calcule en effet un « Credit-to-GDP gap » qui consiste à évaluer l'écart du ratio de crédit sur PIB à une tendance statistique. Voir [https://www.bis.org/statistics/c\\_gaps.htm](https://www.bis.org/statistics/c_gaps.htm) pour plus de détail. Parmi les grands pays industrialisés, seule l'Allemagne présenterait un ratio de crédit sur PIB légèrement supérieur à sa tendance pour l'ensemble des agents privés du secteur non-financier.

## Références

Blot Christophe et Mathieu Plane, 2021, « Relance aux États-Unis et en Europe : un océan les sépare », *L'économie Politique*, n° 91, pp. 73-87.

Jordà Òscar, Moritz Schularick et Alan M. Taylor, 2015, « Leveraged Bubbles », *Journal of Monetary Economics*, n° 76 (décembre), pp. S1-20, voir : <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2015.08.005>.

Liu Zheng et Thuy Lan Nguyen, 2023, « Global Supply Chain Pressures and U.S. Inflation », *FRBSF Economic Letter*, n° 14 (juin), pp. 1-5, voir : <https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2023/june/global-supply-chain-pressures-and-us-inflation/>.

## ANNEXE. Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et prix des matières premières

	2023				2024				2022	2023	2024
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
<b>Taux de change</b>											
1 €=...dollar	1,05	1,09	1,09	1,12	1,15	1,15	1,15	1,15	1,06	1,09	1,15
1 \$=...yen	134	131	144	155,0	160,0	160,0	160,0	160,0	129,96	141,06	160
1 £=...euros	1,13	1,14	1,17	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,18	1,15	1,15
<b>Taux d'intérêt directeur des banques centrales*</b>											
USA	5,00	5,25	5,50	5,50	5,50	5,42	5,17	4,92	2,50	5,31	5,25
JPN	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
EUZ	3,50	4,00	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,42	0,94	4,13	4,48
GBR	5,25	5,00	5,25	5,25	5,17	4,92	4,67	4,50	2,31	5,19	4,82
<b>Matières premières</b>											
Prix du pétrole Brent, en \$*	81,2	78,6	86,6	93,0	90,0	90,0	90,0	90,0	100,82	84,84	90,0
Prix du pétrole Brent, en €	77,2	72,0	79,6	83,0	78,3	78,3	78,3	78,3	95,16	77,97	78,26

Prévision OFCE octobre 2023.

\* Moyenne sur la période.

Taux de change et pétrole : relevé des cotations quotidiennes. Taux longs : T-Bond à 10 ans aux États-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, cours moyen des obligations d'État à 10 ans pour la zone euro, obligations d'État à 10 ans au Royaume-Uni.



## Nos derniers Policy briefs

22 septembre 2023 (*Policy brief 119*)

### **Comprendre le tissu productif marchand en France**

#### ***Une analyse de la décennie passée***

Sébastien Bock, Aya Elewa, Sarah Guillou

26 juin 2023 (*Policy brief 118*)

### ***Ideas Without Scale in French Artificial Intelligence Innovations***

Johanna Deperi, Ludovic Dibiaggio, Mohamed Keita, Lionel Nesta

14 juin 2023 (*Policy brief 117*)

### **Apprentissage : un bilan des années folles**

Bruno Coquet

2 juin 2023 (*Policy brief 116*)

### **Quel financement de la politique climatique : dettes, taxes, inflation ?**

Xavier Ragot

18 avril 2023 (*Policy brief 115*)

### **Des idées sans échelle : l'intelligence artificielle Made in France en mal de débouchés**

Johanna Deperi, Ludovic Dibiaggio, Mohamed Keita, Lionel Nesta

13 avril 2023 (*Policy brief 114*)

### **Le prix de l'inflation : perspectives 2023-2024 pour l'économie française**

Département analyse et prévision de l'OFCE, Éric Heyer et Xavier Timbeau (dir.)

13 avril 2023 (*Policy brief 113*)

### **Sur l'onde des chocs : perspectives 2023-2024 pour l'économie mondiale**

Département analyse et prévision de l'OFCE, Éric Heyer et Xavier Timbeau (dir.)

10 février 2023 (*Policy brief 112*)

### **Une analyse des mesures budgétaires et du pouvoir d'achat en France en 2022 et 2023**

Pierre Madec, Mathieu Plane, Raul Sampognaro

22 février 2023 (*Policy brief 111*)

### **L'économie française en 2023 selon le panel des prévisionnistes de l'OFCN**

Elliot Aurissergues, Anissa Saumtally



Département analyse et prévision de l'OFCE, sous la direction d'Éric Heyer et Xavier Timbeau, 2023, « L'état se resserre : perspectives 2023-2024 pour l'économie mondiale », OFCE Policy brief 120, 17 octobre.

Directeur de la publication Xavier Ragot  
Rédactrice en chef du blog et des *Policy briefs* Christine Riffart  
Réalisation Najette Moummi (OFCE).

Copyright © 2023 – OFCE *policy brief* ISSN 2271-359X. All Rights Reserved.

[www.ofce.sciences-po.fr](http://www.ofce.sciences-po.fr)  @ofceparis