

1. Synthèse : L'étai se resserre

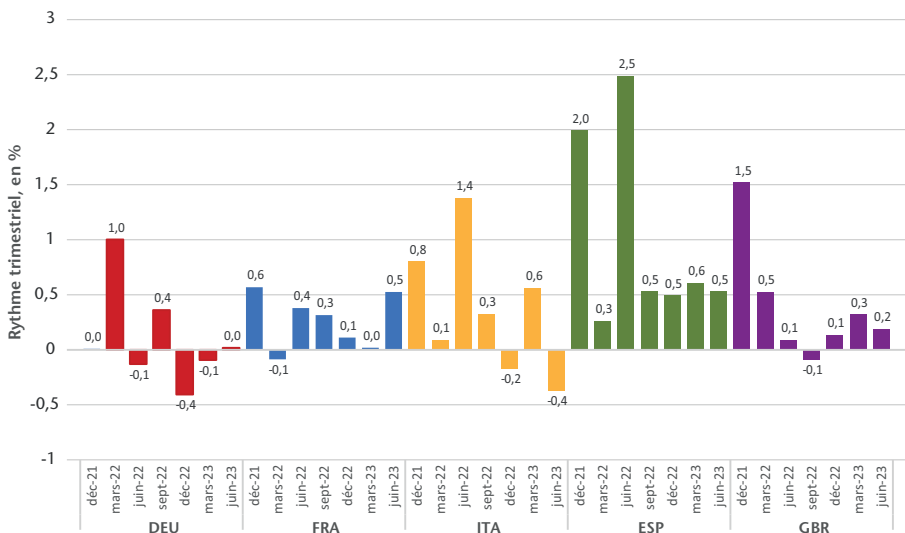
Le fort rebond de l'activité post-Covid puis la guerre en Ukraine ont provoqué une résurgence des tensions inflationnistes dans les économies industrialisées et émergentes. Après un pic en juin 2022 pour le pétrole et en août 2022 pour le gaz, les prix de l'énergie ont reflué mais restent volatils. L'inflation 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.

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. L'économie allemande est celle qui a le plus souffert de la forte augmentation des prix de l'énergie du fait de sa forte

spécialisation industrielle. Après une contraction du PIB de 0,4 % au quatrième trimestre 2022, l'activité a de nouveau reculé, de 0,1 % au premier trimestre 2023, avant de se stabiliser le trimestre suivant (graphique 1). La dynamique de croissance italienne s'est également enrayée. Au cours des trois derniers trimestres, l'Italie a alterné contraction (-0,2 % au quatrième trimestre 2022 et -0,4 % au deuxième trimestre 2023) et croissance plus favorable (0,6 % au premier trimestre 2023) alors que l'activité avait progressé de 1,2 % en moyenne par trimestre entre le début 2021 et le troisième trimestre 2022. Avec une augmentation du PIB de respectivement 1 % et 2,2 % sur le premier semestre, la France et l'Espagne tirent la croissance de l'ensemble de la zone vers le haut. Bien que le creux d'activité du premier semestre 2020 ait été plus marqué et que la reprise ait été plus tardive, l'Espagne a comblé son écart sur les autres principaux pays de la zone euro et semble peu affectée par le ralentissement économique du reste de la zone. 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.

Graphique 1. Dynamique récente de la croissance des principaux pays européens



Les États-Unis creusent l'écart

De fait, les États-Unis ont été bien moins impactés par la crise énergétique à la fois parce qu'ils n'ont pas subi d'augmentation du prix du gaz comparable à celle des pays européens et parce que les chocs sur le prix du pétrole ont un impact macroéconomique moindre¹. Les ménages perdent certes en pouvoir d'achat mais la hausse des prix bénéficie aux producteurs de pétrole. La production américaine de pétrole a augmenté de 15 % depuis le déclenchement de la guerre en Ukraine et atteignait en juillet 2023 près de 13 Mbj, un niveau équivalent à celui observé en fin d'année 2019.

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 2). 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'Italie². Au Royaume-Uni, le niveau d'activité se situe 1,8 point 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 au Royaume-Uni et dans la zone euro. Par exemple, en Allemagne et en Italie, le niveau de consommation se situe 1 % sous le niveau pré-crise. 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 soutenir le revenu des ménages en surcompensant les pertes liées à la baisse des revenus du travail³. En outre, les ménages américains ont davantage désépargné que ceux des pays européens amplifiant le rebond de la consommation. Néanmoins, la

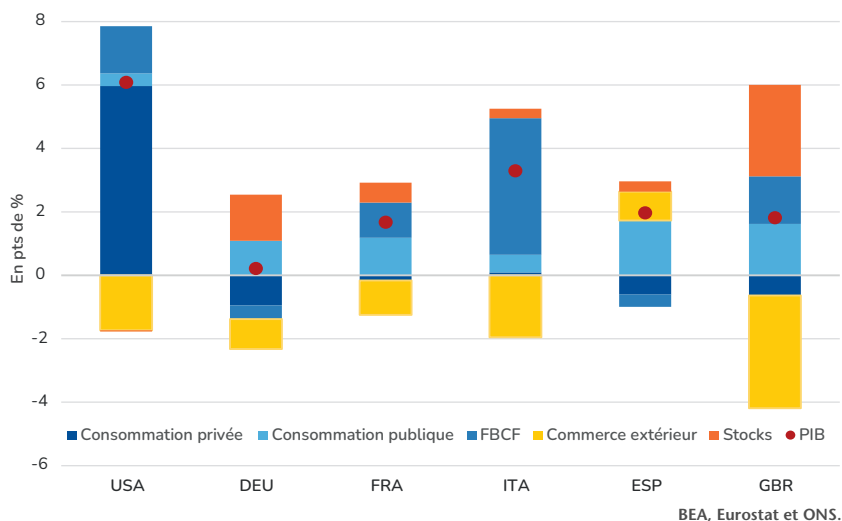
1. Cet écart entre les pays européens et les États-Unis reflète en partie les différences de croissance potentielle et donc la dynamique de productivité et de la population. En effet, selon l'OCDE, la croissance du PIB potentiel des États-Unis serait de 1,8 % contre 1 % pour la moyenne des quatre principaux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

2. 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.

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

contribution de la consommation publique est plus élevée dans la zone euro. 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.

Graphique 2. Contributions à l'évolution de l'activité entre 2019-T4 et 2023-T2



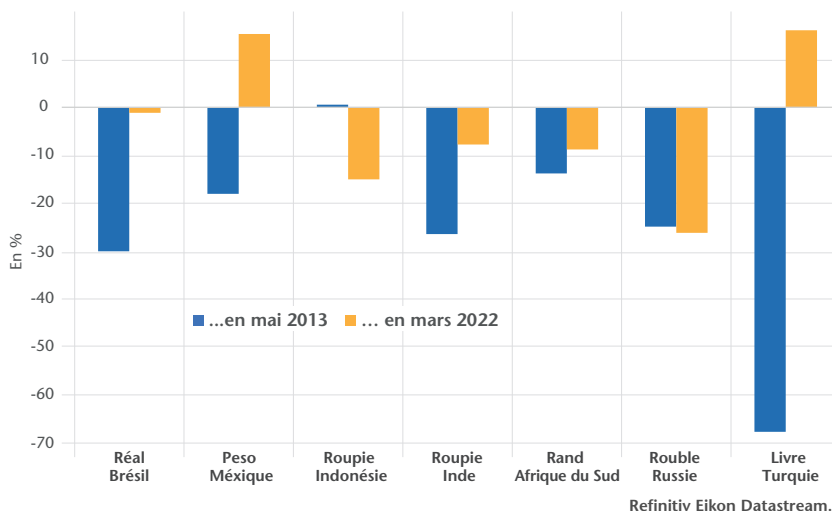
Les pays émergents sous l'influence de la croissance chinoise et du resserrement monétaire

Le PIB chinois n'avait augmenté que de 3 % en moyenne annuelle en 2022, soit un chiffre très inférieur à l'objectif de 5,5 % que s'était fixé le gouvernement avant le retour de l'épidémie début 2022 et la fermeture partielle de l'économie chinoise dans le cadre de la stratégie zéro Covid. L'arrêt de cette politique décidé en décembre 2022 par le gouvernement, sur fonds de montée de mécontentements dans la société chinoise, 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. En effet, même si la levée des restrictions sanitaires a permis un rebond d'activité, de nombreux freins à la croissance demeurent : faiblesse de la demande intérieure, risque de crise

du secteur immobilier, environnement international dégradé et tensions commerciales persistantes, notamment avec les États-Unis. 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. L'inflation a accéléré à 6,7 % en 2022 après 5,5 % en 2021. Cela a conduit la banque centrale à relever progressivement son taux directeur de 2,5 points de mai 2022 à février 2023 afin de ramener l'inflation à l'intérieur de la fourchette haute de la cible d'inflation, fixée à 6 %.

De fait, de nombreuses banques centrales des pays émergents ont également durci leur politique monétaire. En outre, l'expérience récente a montré que les économies émergentes pouvaient être sensibles aux décisions prises par la Réserve fédérale. Certains épisodes passés de changement d'orientation de la politique monétaire américaine se sont traduits par des fuites de capitaux, une baisse de la valeur des actifs boursiers et de la monnaie. Ainsi, l'annonce d'une possible réduction des achats d'actifs par Ben Bernanke, Président de la Réserve fédérale, en mai 2013 avait provoqué des turbulences financières et une forte dépréciation des monnaies des pays émergents les plus ouverts financièrement. L'augmentation du taux directeur américain pourrait donc être une source de fragilité. À l'exception de quelques pays, dont la Turquie, les monnaies se sont comparativement moins dépréciées qu'après l'annonce de mai 2013 où Ben Bernanke avait envisagé la fin de la politique d'assouplissement quantitatif (graphique 3). Depuis le début de la phase de resserrement en mars 2022, la monnaie brésilienne ne s'est dépréciée que de 1,1 % vis-à-vis du dollar. Un an et demi après le discours de Ben Bernanke évoquant un possible arrêt de l'assouplissement quantitatif, le réal avait perdu 30 %. Un constat similaire prévaut pour l'Inde et le Mexique, dont la monnaie s'est même appréciée. La Russie fait certes exception mais probablement à cause du contexte géopolitique, le rouble ayant chuté au moment de l'invasion de l'Ukraine avant de se réapprécier jusqu'en juillet 2022.

Graphique 3. L'évolution des taux de change depuis ...



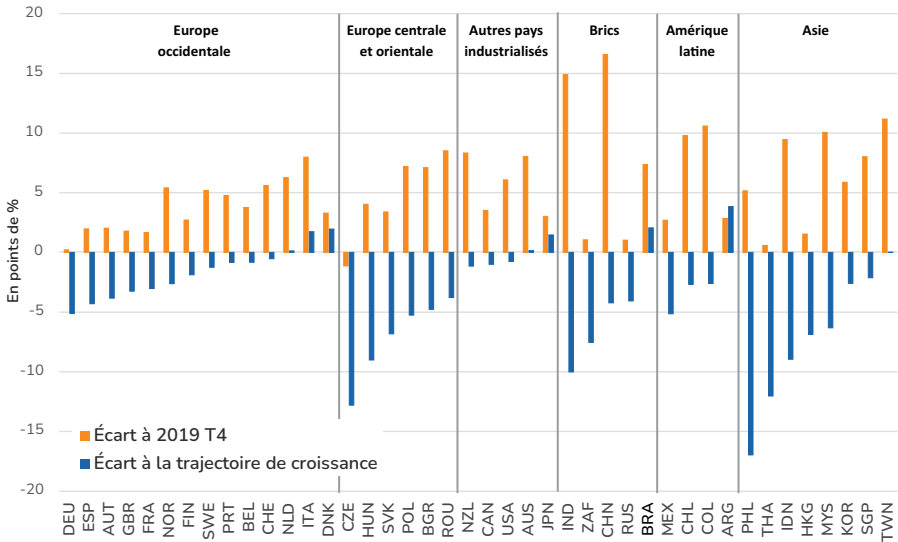
Une trajectoire de croissance affaiblie ?

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 trimestre 2023 (graphique 4). Inversement, l'Italie dépasserait ce niveau de PIB contrefactuel de plus de 1 point⁴. 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 % qui correspond à peu près à l'évaluation de l'écart de croissance estimé par le CBO (Congressional Budget Office). La situation du Japon serait assez similaire à celle de l'Italie. Avec une croissance tendancielle pré-crise proche de zéro, la reprise dynamique se traduit par un niveau d'activité supérieur au contrefactuel. Le déficit d'activité serait élevé

4. 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.

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.

Graphique 4. Le PIB des principaux pays au deuxième trimestre 2023



Comptes nationaux, FMI, calculs OFCE.
 Note : 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.

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. Ainsi, malgré un déficit d'activité dans la zone euro, le taux de chômage n'a jamais été aussi bas. Aux États-Unis, le taux de chômage est identique à celui de la fin de l'année 2019 mais avec un niveau de tensions bien plus élevé lorsqu'elles sont mesurées par le ratio des emplois vacants sur le nombre de chômeurs. 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. Pour les États-Unis, Fernald et Li (2022) considèrent que la trajectoire de croissance potentielle ne serait pas modifiée. En effet, alors que le développement du télétravail et la digitalisation seraient une source de gains de productivité, les ruptures des chaînes d'approvisionnement les réduiraient si bien que l'effet total devrait être nul.

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.

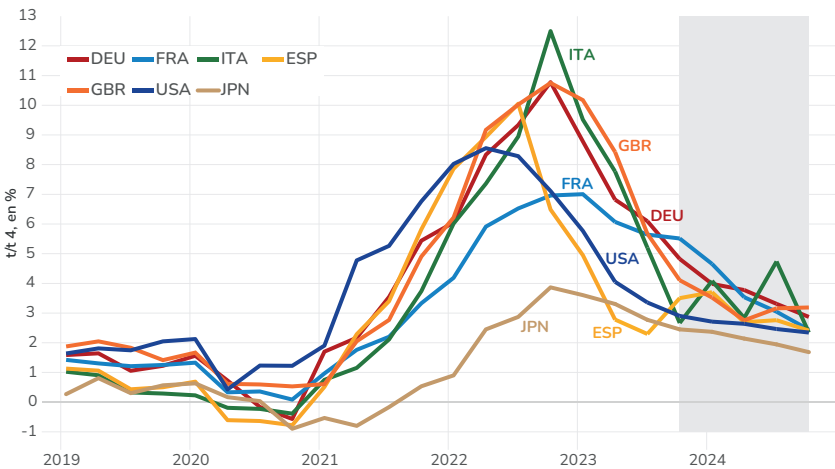
La décrue est en marche...

Au deuxième trimestre 2023, les grands pays ont enregistré une baisse de l'inflation (graphique 5). 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 : tout d'abord les tensions sur les prix des matières premières et les difficultés d'approvisionnement qui ont accompagné la période de reprise économique post -Covid, puis les conséquences de la Guerre en Ukraine. La crise de 2020 ayant été moins profonde et aux États-Unis la reprise plus rapide, la hausse des prix avait commencé dès le deuxième trimestre 2021, précédant de presque deux trimestres celle qui s'est installée en Europe. Le pic d'inflation a été atteint au deuxième trimestre 2022 outre-Atlantique, période où les hausses de prix, déjà bien engagées, se sont encore amplifiées dans les pays européens. L'Europe, plus directement exposée aux conséquences de la guerre en Ukraine, a enregistré une hausse de l'inflation dès le mois de mars 2022 et qui s'est poursuivie tout au long de 2022 à des niveaux bien supérieurs à celui des États-Unis. Les diverses mesures (boucliers tarifaires, exception ibérique, baisses des taxes, ...) prises au niveau national ont permis d'atténuer l'impact sur l'inflation et donc sur le pouvoir d'achat des ménages. Le pic a été atteint au troisième trimestre

2022 en Espagne, et au quatrième trimestre en Allemagne, en Italie ? et plus largement en moyenne dans l'ensemble de la zone euro – ainsi qu'au Royaume-Uni à des niveaux très élevés, supérieurs à 10 %. Le mouvement a été plus tardif en France puisque ce n'est qu'au deuxième trimestre que l'inflation amorce sa baisse. Mais c'est aussi le seul pays où l'inflation n'a pas dépassé 8 % au cours de ces deux années. Au Japon, la plus forte hausse des prix a eu lieu fin 2022 et n'a pas dépassé 4 % sur un an.

Au deuxième trimestre 2022, l'inflation reste encore élevée dans la plupart des pays. Aux États-Unis, elle est descendue à 4,1 %. En Europe, elle atteint 8,1 % au Royaume-Uni et 6, % en moyenne dans la zone euro. Pour autant, on observe une forte hétérogénéité entre les principaux pays. La fourchette va de 2,8 % en Espagne à 7,8 % en Italie, la France et l'Allemagne enregistrant des rythmes de 6,1 % et 6,8 %, soit proche de la moyenne de la zone euro.

Graphique 5. Inflation dans les grands pays, en glissement annuel



BLS, Eurostat, ONS, prévision OFCE octobre 2023.

Note : sur la base de l'IPC pour les États-Unis et le Japon et d'un IPCH pour les pays européens.

... mais le niveau des prix reste élevé

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 euro⁵. 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.

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

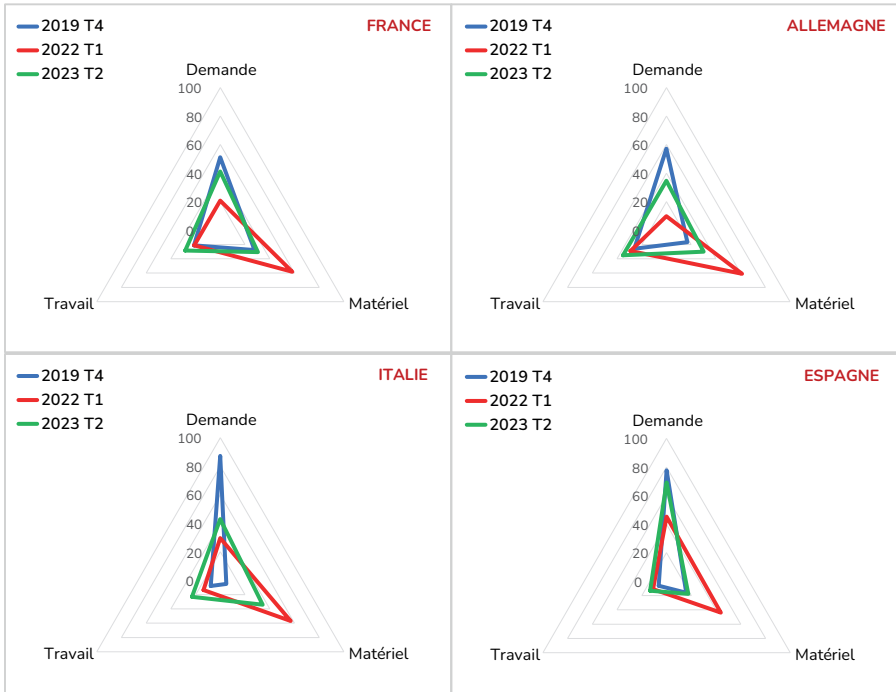
En 2021, la forte reprise de la demande mondiale après la fin des confinements imposés lors de la crise de la Covid-19 a provoqué de vives tensions sur les chaînes d'approvisionnement et une remontée des prix de l'énergie. L'offre est en effet restée pour un temps perturbée malgré la levée des contraintes 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, d'abord aux États-Unis puis dans le reste du monde. Des hausses similaires du prix du pétrole avaient déjà été observées par le passé mais celle du prix du gaz fut d'une intensité inédite.

Les enquêtes de conjoncture ont témoigné des répercussions, dans les pays développés, de ces dysfonctionnements des chaînes de production (graphique 6). 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.

5. Voir graphique14.

À l'exception de l'Italie qui l'a été à un degré moindre, les grands pays de la zone euro (et aussi le Royaume-Uni) ont été touchés par les pénuries, notamment l'Allemagne. Compte tenu du poids de l'industrie outre-Rhin plus important qu'ailleurs, cette situation peut rendre compte des difficultés de l'Allemagne à récupérer son niveau d'activité d'avant-crise.

Graphique 6. Les freins à la production



Commission européenne, calculs OFCE.

Note : 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 2023⁶. 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.

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 de nombreux modèles indiquent un impact modéré des hausses de taux sur les prix.

Marchés du travail : après le pic de tensions

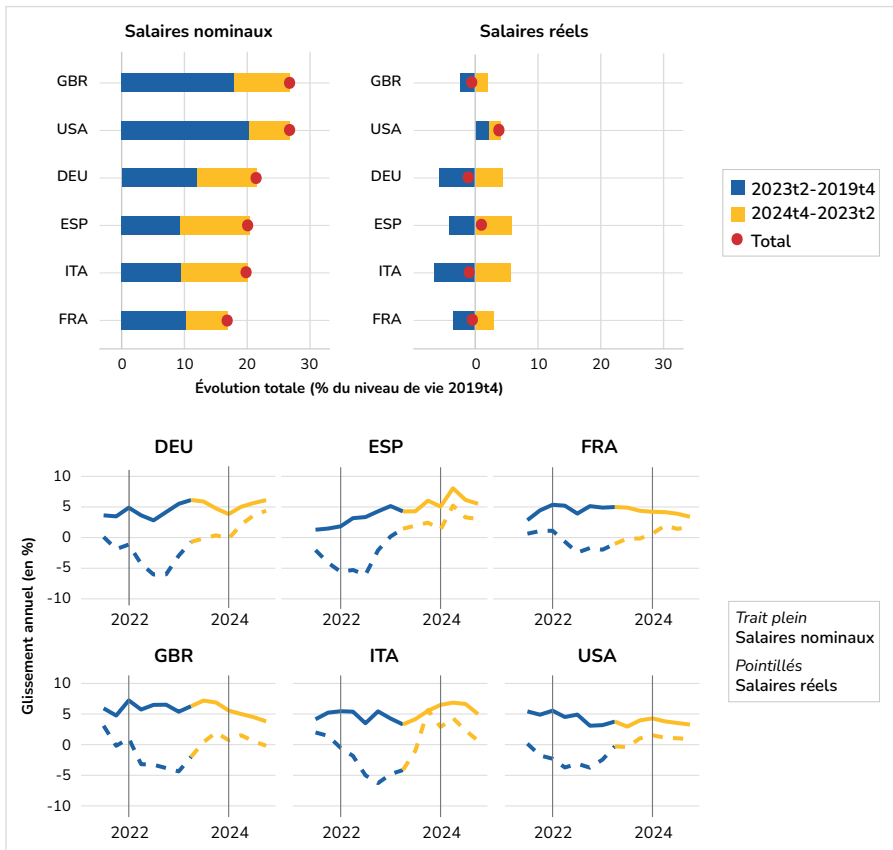
La reprise de l'activité à la suite des chocs sanitaires a donné lieu à des marchés du travail très dynamiques. Aux États-Unis comme en zone euro, le taux de chômage a atteint un point bas sur les vingt-cinq dernières années (respectivement 3,5 % et 6,3 % au deuxième trimestre 2023). Le Royaume-Uni se distingue des autres grandes économies industrialisées dans la mesure où le taux de chômage y est

6. Voir : https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr1017.pdf?sc_lang=en

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 7). Les deux

Graphique 7. Évolutions des salaires nominaux et réels depuis le quatrième trimestre 2019



BLS, Eurostat, ONS, Calculs OFCE

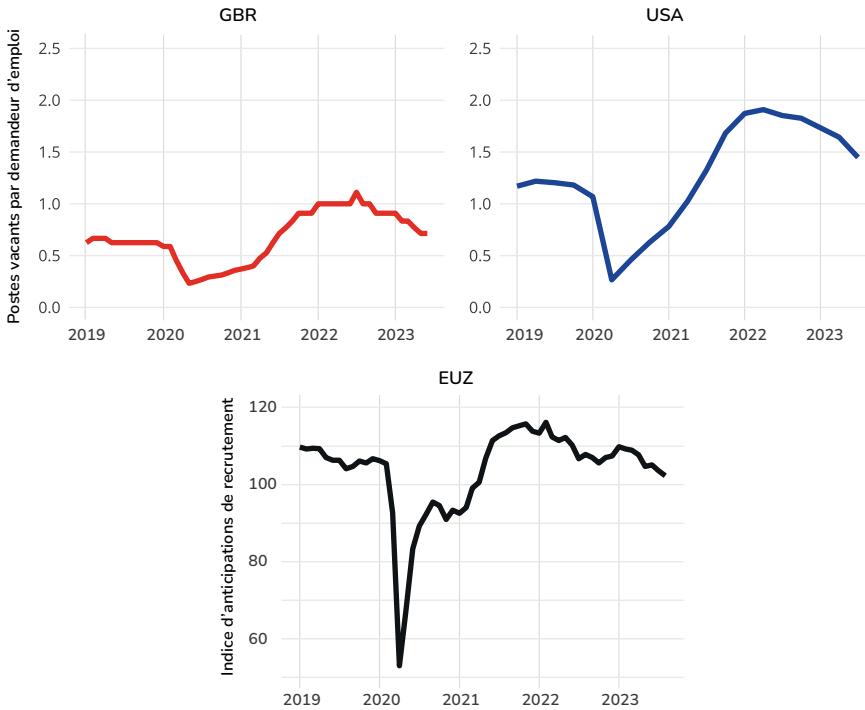
Les salaires réels sont calculés en déflétant des indices de prix à la consommation (IPCH pour les pays de la zone euro).

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.

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 8). 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.

Enfin, dans certaines économies (Allemagne, France, Royaume-Uni), les créations d'emplois ont été particulièrement fortes étant donnée la croissance de la valeur ajoutée, créant un écart entre la croissance de la productivité apparente du travail et sa tendance historique. Considérant qu'il n'y pas à ce jour de preuve définitive que des chocs persistants sur la tendance soient à l'origine de cet écart, un rattrapage partiel de la productivité du travail devrait avoir lieu à l'horizon de la prévision pour ces pays. Ces regains de productivité se traduiraient par une pression à la baisse sur l'emploi (à taux de croissance de la production donné). En se basant sur les dynamiques récentes des indicateurs conjoncturels ainsi que les hypothèses sur l'évolution à venir de l'activité et de la productivité, nous anticipons donc une hausse du chômage au sein des principales économies développées du troisième trimestre 2023 à la fin 2024.

Graphique 8. 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.

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 9). 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. 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.

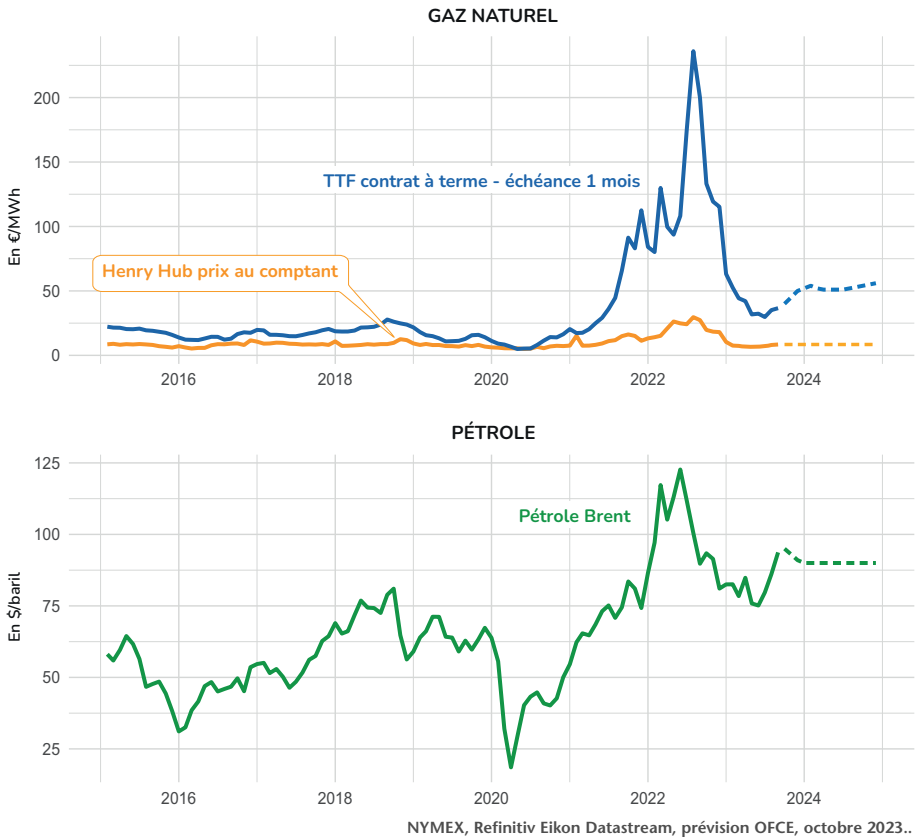
Pétrole : un baril autour de 90 dollars en 2024

Alors que les cours du baril de Brent étaient redescendus autour de 75 dollars en mai 2023, ils ont progressé à partir de juillet, grimant jusqu'à 94 dollars en septembre. Cette envolée est essentiellement imputable à une baisse de l'offre des pays de l'Arabie Saoudite et de la Russie. Le 2 avril 2023, plusieurs pays membres de l'OPEP+ se sont entendus pour baisser leur production de 1,66 Mbj entre mai et décembre 2023, dont 0,5 Mbj pour la Russie et 0,5 Mbj pour l'Arabie Saoudite. En juillet 2023, l'Arabie Saoudite a annoncé une nouvelle baisse de sa production de 1 Mbj par rapport à juin ; cette baisse, d'abord limitée à un mois, a été étendue et en septembre, Riyad a annoncé sa prolongation jusqu'à la fin de l'année. Ainsi, en août 2023, l'Arabie Saoudite a produit 8,7 Mbj, soit près de 2 Mbj de moins qu'en avril 2023. En Russie, la baisse de production atteint 0,4 Mbj sur cette même période. Au total, c'est donc 2,4 Mbj qui ont été retirés du marché en l'espace de quatre mois à l'initiative concertée de ces deux pays. Certes, cette baisse massive a été en partie compensée par les hausses de production des pays hors OPEP+, notamment les Etats-Unis (+1,5 Mbj), le Brésil (+0,3 Mbj) et le Canada (+0,3 Mbj). Cependant, la demande a également progressé grâce aux pays émergents, conduisant à des tensions accrues sur les prix.

Alors que l'offre était excédentaire au deuxième trimestre 2023, nous anticipons un déficit d'offre de 800 000 bj au quatrième trimestre 2023, ce qui conduirait à un prix moyen de 93 dollars le baril au dernier trimestre. En 2024, le déficit d'offre devrait se réduire à 200 000 bj, ce qui nous conduit à inscrire un cours du baril à 90 dollars en prévision. Cette prévision repose sur plusieurs hypothèses : d'abord, une révision à la baisse de la croissance mondiale, qui devrait atteindre

2,3 % en 2024. Avec une baisse de l'intensité pétrolière de 0,8 %, la consommation de pétrole progresserait de 1,6 % en 2024. Du côté de l'offre, la réunion de l'OPEP de juin 2023 a fixé un quota de production par pays pour 2024, montrant une volonté renouvelée de limiter la production. Nous faisons donc l'hypothèse d'une faible progression de l'offre OPEP (+0,3 Mbj), mais d'une progression plus marquée de l'offre hors OPEP (1,2 Mbj), notamment sous l'impulsion des Etats-Unis, du Canada et du Brésil.

Graphique 9. Prix du pétrole et du gaz naturel



Gaz naturel : pas de flambée des cours, mais un prix 2,5 fois plus élevé qu'avant la crise ukrainienne

En Europe, les prix du gaz naturel sur le marché européen TTF ont largement reflué au cours de l'année 2023, passant de 132 euros/MWh au quatrième trimestre 2022 à 36 euros/MWh en mars 2023, soit une

division par quatre. Après une baisse de 75 % en six mois, le volume des importations par gazoduc en provenance de Russie s'est stabilisé en septembre 2022, conduisant à prix records (226 euros/MWh en moyenne mensuelle)⁷. Dans le détail, on constate deux phases dans l'évolution du prix du gaz sur le marché européen. La première phase se déroule entre janvier et juin 2023, où le prix du gaz naturel passe de 76 à 23 euros/MWh. La décomposition de la demande implicite de gaz naturel entre les premiers trimestres de 2022 et 2023 montre une baisse des importations par gazoducs (de Russie et hors Russie), et une quasi-stagnation de l'offre de GNL en Europe. L'Europe étant traditionnellement un marché d'appoint pour le GNL – qui s'échange en Asie à des prix plus élevés –, elle a pu bénéficier du fait que, au premier semestre 2023, la demande asiatique de GNL n'a augmenté que de 0,4 % sur un an. Au total l'offre de gaz s'est réduite : c'est majoritairement une baisse de la consommation européenne de gaz qui a permis la baisse des cours. Ainsi, au cours du premier trimestre 2023, la demande de gaz de l'UE était inférieure de 18 % à la moyenne 2019-2021⁸. Après cette première phase de baisse massive, on note une inflexion en juin 2023, avec une légère remontée des cours, liée à la réduction de l'offre en provenance de Norvège en raison de travaux de maintenance, au ralentissement des injections de stockage et à la hausse des importations de GNL (chinoise ou en provenance de Chine).

En septembre 2023, les prix du gaz sur le marché TTF – 32 euros/MWh en moyenne – reflètent une conjoncture favorable marquée par une météo clémente, un approvisionnement relativement abondant, notamment en GNL, et un niveau de remplissage des stocks très élevé (96 % pour l'Union européenne au 1^{er} octobre 2023).

Pour 2023 et 2024, nous nous appuyons sur l'observation des contrats à terme, à l'instar de l'Agence internationale de l'énergie et de l'Oxford Institute for Energy Studies⁹. Nous faisons ainsi l'hypothèse d'un prix du gaz sur le marché TTF de 52 euros/MWh en 2023 et 53 euros/MWh en moyenne en 2024.

7. Sur les quatre gazoducs reliant la Russie à l'Europe, deux d'entre eux restent en fonctionnement depuis septembre 2022.

8. Source : Bruegel, *European natural gas demand tracker*, août 2023.

9. IEA, *Global Gas Security Review 2023*, juillet 2023 et *Oxford Institute for Energy Studies, Quarterly Gas Review: Gas Markets in 2023 Tracking Key Metrics*, juillet 2023.

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 FMI¹⁰, 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.

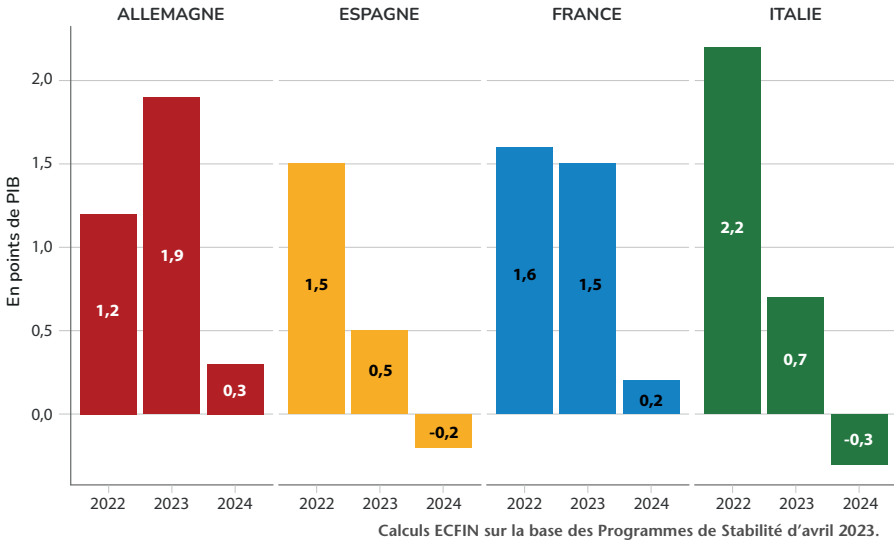
Ce haut niveau de dépense s'explique essentiellement par les réactions des gouvernements face au retour de l'inflation. Selon les calculs de la Commission européenne, dans les principales économies de la zone euro la dissipation des mesures prises pour répondre à la crise sanitaire auraient dû amputer 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. Dans ce contexte, la baisse de la dépense publique a été plus lente qu'initialement prévu.

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

10. Perspectives économiques (WEO, avril 2023).

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 10).

Graphique 10. Mesures budgétaires pour répondre au choc énergétique



Facialement 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. D'une certaine façon l'orientation facialement restrictive de la politique budgétaire sera, pour la période 2023-2024, relativement neutre d'un point de vue macroéconomique. 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 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 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 décrite amorcée et la perspective d'une convergence de l'inflation vers leur cible, se pose la question de la poursuite du resserrement monétaire. Lors de sa réunion du 20 septembre, le FOMC a maintenu son taux directeur à 5,5 % mais n'excluait pas une nouvelle hausse. Quant à la BCE, l'hypothèse d'une stabilisation du niveau des taux a explicitement été avancée après la hausse d'1/4 de point du 14 septembre. Dans les deux cas, 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. De fait, l'inflation sous-jacente corrigée de l'évolution des indices des prix de l'énergie et de l'alimentation témoigne d'une plus forte inertie à la baisse puisqu'elle n'a diminué que de 1,1 point dans la zone euro entre mars et septembre 2023 pour s'élever à 4,5 % contre une baisse de 4,2 points de l'inflation totale. Aux États-Unis, le ralentissement des prix a été amorcé plus tôt mais l'inflation sous-jacente n'est passé sous le seuil de 4 % qu'au moins d'août. 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. D'une part, les banques centrales semblent engagées dans une sorte de nouvelle forme de guidage prospectif des anticipations en indiquant ou suggérant que les taux resteront « hauts pour le longtemps ». Mais d'autre part, elles ne cessent de rappeler que leurs décisions seront déterminées par les informations conjoncturelles futures, ce qui pourrait impliquer un durcissement plus marqué en cas de persistance de l'inflation ou un assouplissement si l'activité recule fortement.

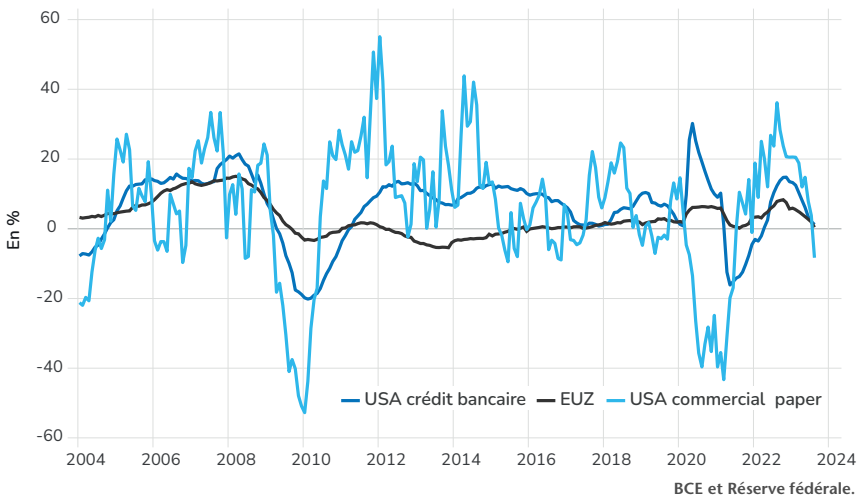
Avec une inflation attendue à 4,5 % dans la zone euro et à 2,9 % aux États-Unis en fin d'année 2023, l'orientation de la politique monétaire ne devrait pas être bouleversée. Il y a cependant plus d'incertitudes quant à l'orientation de la politique monétaire en 2024. Dans l'hypothèse d'un ralentissement 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 la Réserve fédérale baisserait son taux directeur à partir de l'automne 2024. L'inflation deviendrait inférieure à 2,5 %. Confiants dans la convergence vers la cible de 2 % début 2025, les membres du FOMC baisseraient les taux une nouvelle fois en fin d'année. 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 %.

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). Par ailleurs, on commence à voir le fléchissement du crédit (graphique 11). Outre-Atlantique, où le financement des entreprises par les marchés est prépondérant, les encours d'émissions ont baissé en août 2023 en glissement annuel. Bien que l'ajustement des prix sur les marchés immobiliers soient relativement modérés, la transmission de la politique monétaire se reflète déjà dans l'évolution du crédit et de l'investissement-logement de certains pays, France et États-Unis notamment. Il en résulte un effet de revenu immédiat sur les ménages et les entreprises endettés à taux variables¹¹. 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.

11. 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.

Graphique 11. Croissance de l'encours de crédits et des émissions de commercial paper

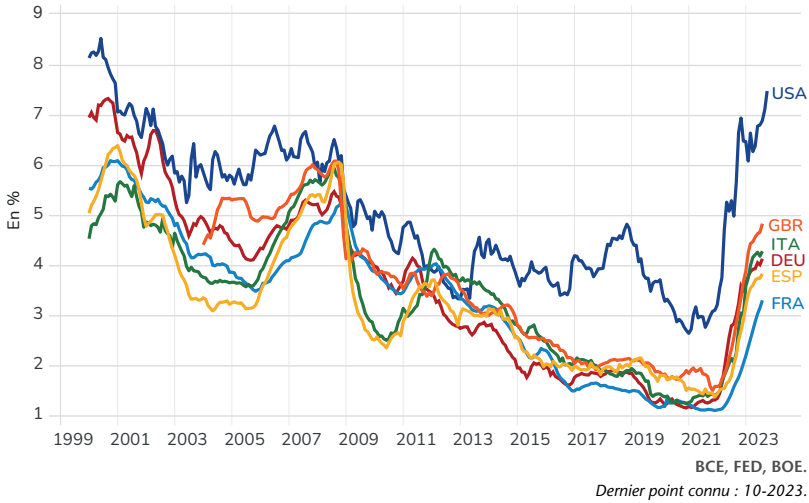


Encadré 1. Immobilier : le retournement ?

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 12). 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 crédit 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.

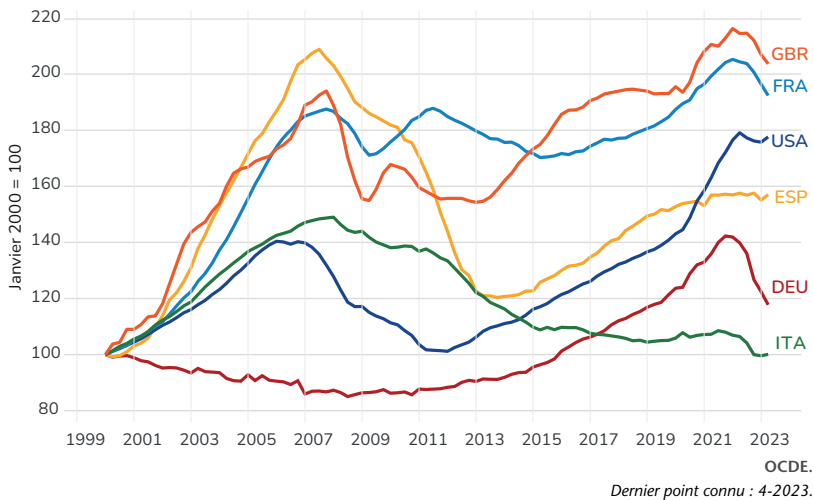
En France, le taux d'usure, c'est-à-dire le taux maximal auquel peuvent emprunter les ménages pour leur achat immobilier, est habituellement calculé trimestriellement (mensuellement depuis février 2023) par la Banque de France et est basé sur la moyenne pondérée des taux effectifs moyens pratiqués par 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.

Graphique 12. Taux d'intérêt annuels des nouveaux crédits à l'habitat



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 13). 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 décline 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

Graphique 13. Évolution des prix immobiliers réels depuis le premier trimestre 2000



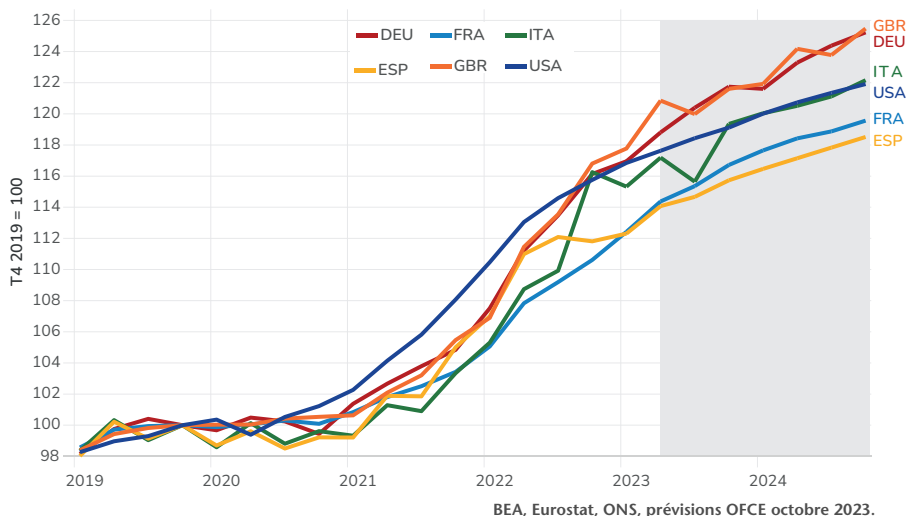
plus forte croissance des prix immobilier réels depuis 2000, les prix se sont ajustés de 7 % entre début 2022 et mi 2023. En Allemagne, pays qui a vu comme la France, le volume de ses crédits nouveaux à l'habitat se réduire de près de 40 % sur un an, la baisse des prix immobiliers réels a atteint 18 % sur la période.

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, les effets du choc énergie se dissiperont progressivement, même s'ils pèseront encore sur l'activité aux troisième et quatrième trimestres. Pour 2024, malgré une faible remontée des prix du pétrole et du gaz, ces facteurs n'amputeront plus la croissance. Les prix de l'énergie ont effectivement baissé sur la première partie de l'année 2023 mais l'augmentation anticipée dans notre scénario est de bien moindre ampleur que le choc subi en 2022. En contrepartie, les mesures de soutien au pouvoir d'achat mises en oeuvre dans les pays européens cesseront. L'objectif de ces politiques était d'amortir et de lisser le choc dans le temps. Le recul du pouvoir d'achat lié à l'inflation a pu être amorti dans un premier temps, soit parce que les boucliers tarifaires ont en partie bloqué l'inflation, soit parce que des transferts directs aux ménages ont accru le revenu disponible. En 2024, l'inflation sera moins élevée mais les transferts seront aussi réduits. 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 oeuvre 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 14). 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 %.

Graphique 14. Évolution du niveau des prix depuis 2019

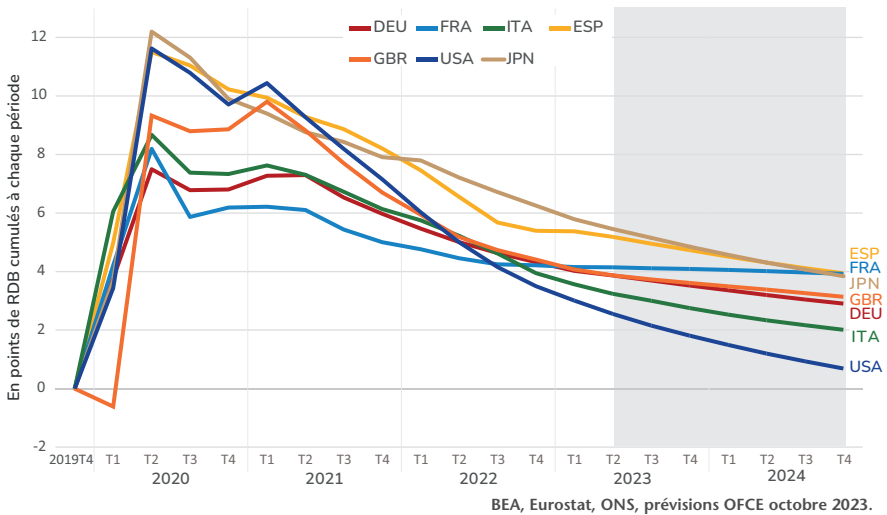


L'activité sera surtout freinée par les effets de la politique monétaire qui devraient atteindre un pic en 2024. La croissance des principaux pays européens et des États-Unis serait réduite de près de 1 point. Le durcissement des conditions financières freinera la demande intérieure. De plus, le choc 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 15). 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 surépargne a ensuite permis de soutenir la consom-

mation même si l'inflation des deux dernières années en a rogné une partie. En 2023 et 2024, les ménages continueraient à puiser dans cette surépargne ce qui amortira le ralentissement de la consommation. Elle progresserait de 1,1 % aux États-Unis et 1,5 % dans la zone euro et au Royaume-Uni. La perspective d'une hausse du taux de chômage incitera sans doute les ménages à plus de prudence limitant ainsi la désépargne. De plus, il est probable que la répartition des capacités d'épargne soit inégalement répartie et plus fortement concentrée parmi les classes de revenus les plus élevées dont la contrainte de revenu n'a jamais été saturée et qui pourraient donc avoir profité de ces mesures de soutien pour accroître de façon permanente leur patrimoine.

Graphique 15. Évolution de la surépargne des ménages



Note : 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 bruts 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 (voir 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 si bien qu'en fin d'année 2024, l'Espagne dépasserait ses partenaires (graphique 16). 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

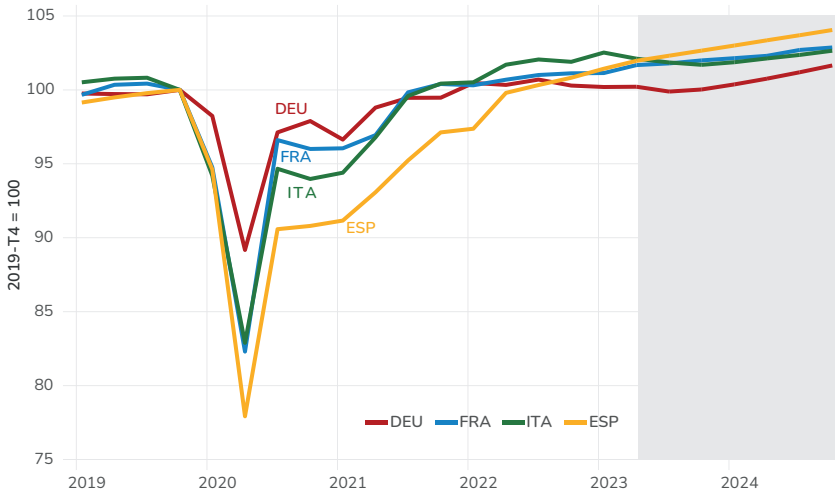
En %	PIB en volume		
	2022	2023	2024
DEU	1,9	-0,4	0,9
FRA	2,5	0,9	0,8
ITA	3,9	0,5	0,2
ESP	5,8	2,5	1,5
EUZ	3,4	0,5	1,0
GBR	4,3	0,7	0,9
USA	1,9	1,9	0,7
JPN	1,0	2,0	1,1
Pays développés	2,6	1,3	0,9
CHN	3,0	5,0	3,7
PVD	3,7	3,6	3,3
Monde	3,2	2,6	2,3

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.

Graphique 16. Niveau du PIB des pays de la zone euro



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 2023¹².

Références

- Blot C., et M. Plane, 2021, « Relance aux États-Unis et en Europe : un océan les sépare », *L'économie Politique*, n° 91 : 73-87.
- Fernald J., et H. Li, 2022, « The impact of Covid on productivity and potential output », *Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper Series 2022 (19)*: 01-52. <https://doi.org/10.24148/wp2022-19>.
- Jordà Ò., M. Schularick, et A. M. Taylor, 2015, « Leveraged bubbles », *Journal of Monetary Economics* 76 (décembre) : S1-20.

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 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.