

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2022-2023

Monde

Du coup de chaud au coup de froid

France

La croissance manque d'énergie

Étude spéciale

Guerre en Ukraine et hausse des tensions internationales

OFCE

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

Président

Xavier Ragot.

Direction

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

Comité de rédaction

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

Publication

Xavier Ragot, *directeur de la publication*

Vincent Touzé, *rédacteur en chef*

Laurence Duboys Fresney, *secrétaire de rédaction*

Najette Moummi, *responsable de production*

Contact

OFCE, 10, place de Catalogne 75014 Paris

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

web : www.ofce.sciences-po.fr

Sommaire

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2022-2023

Sous la direction d'Éric Heyer et de Xavier Timbeau

Présentation générale	5
Éric Heyer, Xavier Timbeau	

PRÉVISION

Du coup de chaud au coup de froid	9
<i>Perspectives 2022-2023 pour l'économie mondiale et la zone euro</i>	
Département analyse et prévision	
La croissance manque d'énergie	131
<i>Perspectives 2022-2023 pour l'économie française</i>	
Département analyse et prévision	

ÉTUDE SPÉCIALE

Guerre en Ukraine et hausse des tensions internationales : quel impact sur le PIB ?	165
<i>Analyse empirique de l'économie mondiale et de six pays avancés à partir d'un indicateur de « risque » géopolitique</i>	
Raul Sampognaro	

<i>Index tableaux, graphiques, encadrés</i>	185
<i>Liste des abréviations de pays</i>	189

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

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2022-2023

Éric Heyer et Xavier Timbeau

Sciences Po, OFCE

Ce numéro de la *Revue de l'OFCE* consacré aux prévisions économiques pour les années 2022 et 2023 est composé de plusieurs articles qui peuvent être lus indépendamment.

Le premier article, intitulé « **Du coup de chaud au coup de froid** » présente le scénario de prévision pour l'économie mondiale et la zone euro.

L'activité économique mondiale a connu un fort rebond en 2021 : +5,8 % après une baisse du PIB de 3,5 % en 2020. Au début de l'année 2022, les problèmes d'approvisionnement ont persisté. L'invasion de l'Ukraine par la Russie a amplifié les tensions sur les prix de l'énergie, et plus particulièrement sur le prix du gaz, et fortement accru le risque géopolitique. Les ménages et les entreprises subissent les effets de ce choc via la baisse de leur pouvoir d'achat ou la hausse de leurs coûts de production. Pour lutter contre l'inflation, les banques centrales ont amorcé un resserrement de la politique monétaire qui se traduit par une remontée des taux. Sur le plan budgétaire, les gouvernements prennent des mesures visant soit à freiner la hausse des prix soit à amortir le choc sur les revenus. Le ralentissement de l'activité économique se confirmerait en fin d'année 2022 et au début de 2023. Pour autant, ce gel de l'activité serait temporaire. Les ménages parviendraient à amortir en partie la baisse de leur pouvoir d'achat en puisant dans l'épargne accumulée pendant la crise de la Covid. Sous l'hypothèse que la situation géopolitique ne se dégrade pas et ne conduise pas à une rupture d'approvisionnement en gaz, l'activité repartirait progressivement au deuxième trimestre 2023. Au niveau mondial, le

PIB progresserait de 2,7 % en 2022 puis de 2 % en 2023. Quelques pays, notamment l'Allemagne, l'Espagne et le Royaume-Uni, subiraient une légère récession tandis que en France et aux États-Unis, l'activité stagnerait.

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

Le deuxième article détaille l'analyse conjoncturelle de l'économie française. Il s'intitule « **La croissance manque d'énergie** ».

L'économie française encaisse de multiples chocs (hausse des prix de l'énergie, incertitudes et tensions géopolitiques, vagues du variant Omicron et difficultés d'approvisionnement, hausse des taux d'intérêts...) conduisant à une baisse de la croissance malgré les dispositifs budgétaires mis en place. Après avoir crû de 6,8 % en 2021, rattrapant partiellement la chute de 2020 (-7,9 %), le PIB n'augmenterait que de 2,6 % en 2022 et de 0,6 % en 2023. Cette prévision n'intègre pas d'effet lié à des ruptures ou un rationnement d'énergie. Le seul « choc énergie », comparable au premier choc pétrolier pour l'économie française, réduirait le PIB de 3,3 points mais les mesures budgétaires pour répondre à la crise énergétique amortiraient le choc à hauteur de 1,5 point en 2023, pour un coût budgétaire brut de 47 milliards d'euros (18 milliards en net). Avec un baril de pétrole à 100 dollars en 2023 et une revalorisation de 15 % des tarifs réglementés du gaz et de l'électricité, les prix de l'énergie augmenteraient de 22 % en 2022 et de près de 10 % en 2023. Le salaire mensuel de base (SMB) connaîtrait une hausse nominale de 3,4 % en 2022 et 3,8 % en 2023. Au total, l'inflation mesurée par l'IPC augmenterait, en moyenne, de 5,1 % en 2022 et de 4,6 % en 2023. Le revenu des ménages va fortement s'accroître au second semestre 2022 en raison des fortes revalorisations de l'été, compensant en grande partie les fortes pertes de revenu du premier semestre. En 2023, l'ajustement attendu sur le marché du travail va peser sur la dynamique de la masse salariale et le RDB réel baisserait de -0,3 % en 2023. Sur deux ans, malgré les mesures budgétaires et la revalorisation du SMIC, le pouvoir d'achat par unité de consommation se contracterait de 1,4 %, ce qui le ramènerait à un niveau proche de 2019. Le taux d'épargne passerait de 15,5 % actuellement à 17,4 % fin 2022 en raison de l'inertie de la consommation et de l'incertitude qui restera élevée en fin d'année. En 2023, le taux d'épargne se réduirait pour revenir en fin d'année à un niveau proche

de son niveau d'avant-crise. La « sur-épargne » accumulée depuis 2020 atteindrait 11,7 % du RDB fin 2023. Après près de 240 000 emplois créés en 2022, la faible croissance en 2023 et l'ajustement progressif du sureffectif, évalué à plus de 500 000 emplois à la mi-2022, se traduiraient par des destructions d'emplois (-175 000). Dans ce contexte, après avoir atteint un point bas à 7,2 % au troisième trimestre 2022, le taux de chômage remonterait à 8 % en fin d'année 2023. Ce scénario suppose une relative stabilité du stock d'apprentis au cours des prochains trimestres, autour de 900 000. Sur l'ensemble de la période 2020-2023, les mesures exceptionnelles prises par le gouvernement pour faire face à la crise Covid puis à celle de l'énergie représenteraient un coût exceptionnel pour les finances publiques de 270 milliards d'euros, soit 10,8 % du PIB sur quatre ans. Après un déficit public à 8,9 points de PIB en 2020 et 6,4 points en 2021, celui-ci continuerait de baisser malgré les nouvelles mesures prises sur l'énergie, pour s'établir à 4,9 points de PIB en raison de l'extinction progressive des mesures d'urgence liées à la crise Covid et du fort rendement fiscal des prélèvements obligatoires. En 2023, le déficit public s'élèverait à 5,2 % du PIB, conséquence du ralentissement de la croissance et du moindre dynamisme attendu des recettes fiscales, de la hausse des charges d'intérêts et de la baisse structurelle des prélèvements obligatoires. Après une faible diminution en 2022 à 111,2 % du PIB (contre 112,5 % en 2021), la dette publique, au sens de Maastricht, ré-augmenterait en 2023 pour s'établir à 112,2 % du PIB.

Une étude spéciale complète et enrichit l'analyse conjoncturelle.

Dans celle-ci, intitulée « **Guerre en Ukraine et hausse des tensions internationales : quel impact sur le PIB ?** *Analyse empirique de l'économie mondiale et de six pays avancés à partir d'un indicateur de « risque » géopolitique* », l'auteur, Raul Sampognaro, explicite la méthodologie employée dans les prévisions de mai et d'octobre 2022 de l'OFCE pour quantifier les effets de la montée du risque géopolitique sur son scénario de croissance. L'indicateur de risque géopolitique construit par Caldara et Iacoviello (2022) est mobilisé pour mesurer quantitativement le niveau des tensions en cours. En estimant la fonction de réaction du PIB aux chocs de tensions géopolitiques, l'auteur estime que la montée des tensions géopolitiques observée en 2022 expliquerait une baisse du commerce mondial des marchandises de 0,7 point (en volume) et une baisse de la production industrielle mondiale de 0,6 point. En outre, l'Allemagne pourrait

perdre jusqu'à 1,1 point de PIB en 2022. Ailleurs, les effets sont plus faibles mais significatifs : 0,4 point de PIB en France, 0,3 point aux États-Unis, Italie et au Royaume-Uni. Enfin, la perte du PIB en Espagne serait de 0,2 point.

DU COUP DE CHAUD AU COUP DE FROID

PERSPECTIVES 2022-2023 POUR L'ÉCONOMIE MONDIALE ET LA ZONE EURO

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

L'activité économique mondiale a connu un fort rebond en 2021 : +5,8 % après une baisse du PIB de 3,5 % en 2020. Au début de l'année 2022, les problèmes d'approvisionnement ont persisté. L'invasion de l'Ukraine par la Russie a amplifié les tensions sur les prix de l'énergie, et plus particulièrement sur le prix du gaz, et fortement accru le risque géopolitique. Les ménages et les entreprises subissent les effets de ce choc via la baisse de leur pouvoir d'achat ou la hausse de leurs coûts de production. Pour lutter contre l'inflation, les banques centrales ont amorcé un resserrement de la politique monétaire qui se traduit par une remontée des taux. Sur le plan budgétaire, les gouvernements prennent des mesures visant soit à freiner la hausse des prix soit à amortir le choc sur les revenus. Le ralentissement de l'activité économique se confirmerait en fin d'année 2022 et au début de 2023. Pour autant, ce gel de l'activité serait temporaire. Les ménages parviendraient à amortir en partie la baisse de leur pouvoir d'achat en puisant dans l'épargne accumulée pendant la crise de la Covid. Sous l'hypothèse que la situation géopolitique ne se dégrade pas et ne conduise pas à une rupture d'approvisionnement en gaz, l'activité repartirait progressivement au deuxième trimestre 2023. Au niveau mondial, le PIB progresserait de 2,7 % en 2022 puis de 2 % en 2023. Quelques pays, notamment l'Allemagne, l'Espagne et le Royaume-Uni subiraient une légère récession tandis que pour la France et les États-Unis, l'activité stagnerait.

* Ces textes synthétisent l'analyse de la conjoncture menée par le Département analyse et prévision de l'OFCE à l'automne 2022. Ces analyses s'appuient 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, et de l'équipe France animée par Mathieu Plane composée de Elliot Aurissergues, Magali Dauvin, Pierre Madec, Raul Sampognaro et Gaston Vermersch. Cette prévision intègre les informations disponibles au 4 octobre 2022.

Perspectives 2022-2023 pour l'économie mondiale et la zone euro

1. Synthèse du scénario : Du coup de chaud au coup de froid. 11

Parties thématiques

2. Tour du monde de la situation conjoncturelle	47
Les États-Unis vers la récession ?	47
Allemagne : un modèle remis en question	57
Italie : pause hivernale pour le PIB	68
L'Espagne face au coup de la guerre en Ukraine.	77
Royaume-Uni : sur le fil du rasoir	86
Japon : ralentissement importé.	95
Chine : la croissance entravée	101
Les pays émergents en proie au fléau des taux d'intérêt :	109

3. ANNEXE (tableaux)

A1. Principales hypothèses de taux de change	120
A2. États-Unis.	121
A3. Zone euro	122
A4. Allemagne	123
A5. France	124
A6. Italie	125
A7. Espagne.	126
A8. Royaume-Uni.	127
A10. Amérique latine	128
A11. Asie	128
A12. Nouveaux États membres de l'Union	128
A13. Chine : résumé des prévisions	129
A14. Japon : croissance, résumé des prévisions.	129

1. Synthèse : Du coup de chaud au coup de froid

Dans un contexte toujours marqué par des blocages au niveau des chaînes de production, la forte reprise de l'activité économique en 2021 a provoqué des tensions sur les prix du pétrole, l'offre de biens et services et le marché du travail. Cette situation s'est traduite par des tensions sur les prix après près d'une décennie de craintes déflationnistes, renforcées au début de la crise sanitaire de 2020 par la forte baisse des taux d'inflation. Depuis le début de l'année 2022, les problèmes d'approvisionnement se sont accentués en raison de la stratégie chinoise du « zéro-Covid ». Quant aux tensions sur les prix de l'énergie, elles ont été amplifiées par l'invasion de l'Ukraine par la Russie qui a provoqué une envolée inédite des prix du gaz. Enfin, les aléas climatiques et la guerre en Ukraine ont également poussé les prix alimentaires à la hausse. Les ménages et les entreprises subissent les effets de ce choc *via* la baisse de leur pouvoir d'achat ou la hausse de leurs coûts de production. Il devrait en résulter une baisse de la demande et un franc ralentissement de l'activité économique mondiale bien que les gouvernements prennent des mesures visant soit à freiner la hausse des prix soit à amortir le choc sur les revenus. De leur côté, les banques centrales souhaitent réduire l'inflation en augmentant les taux directeurs, ce qui aura pour conséquence de durcir les conditions de financement et de ralentir un peu plus la demande. Á court terme, les perspectives sont également assombries par l'incertitude résultant d'un risque géopolitique accru. Dans ce contexte, le ralentissement dont on peut déjà observer les prémises au cours du premier semestre 2022 devrait être confirmé, freinant la reprise post-Covid. En 2022, l'activité stagnerait ou reculerait légèrement aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni. Elle ralentirait dans les pays émergents et notamment en Chine. Le coup de froid serait cependant de courte durée puisque l'activité accélérerait de nouveau en fin d'année 2023. La croissance mondiale ralentirait en 2022 par rapport à 2021 (2,7 % après 5,9 %) mais se situerait néanmoins à un niveau proche de celle observée en

2019. En 2023, le maintien de prix de l'énergie élevés et la poursuite de la hausse des taux continueront à peser sur les perspectives de croissance si bien qu'à la menace d'une surchauffe pourrait succéder un risque de récession, en particulier dans les pays importateurs de matières premières, plus exposés au choc. De nombreux pays émergents seront également impactés par le choc sur les prix alimentaires et en même temps fragilisés par la remontée des taux aux États-Unis. Au niveau mondial, l'activité progresserait de 2,0 %. Quant à l'inflation, elle diminuerait très lentement restant supérieure à 2 % en fin d'année 2023 aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni.

Les prémisses d'un ralentissement

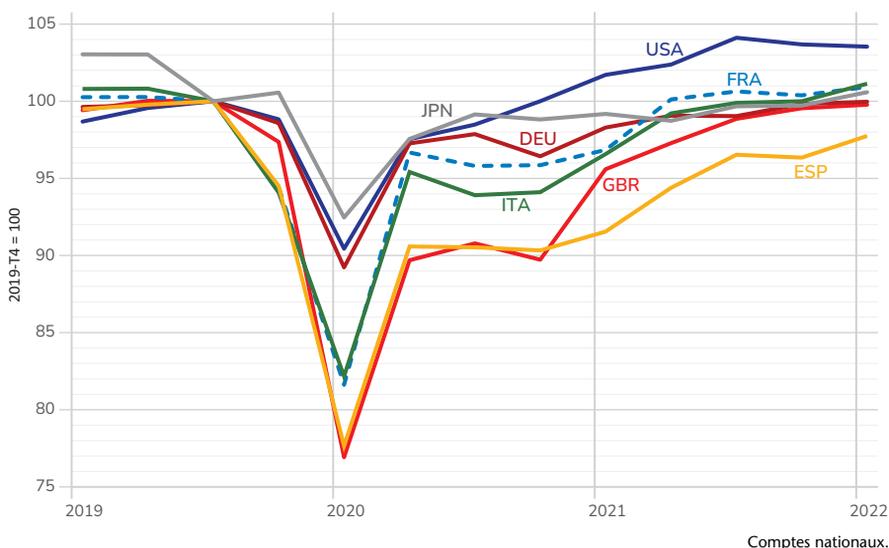
Malgré la poursuite de l'épidémie de Covid-19 et l'émergence de variants, l'activité économique mondiale a connu un fort rebond en 2021 : +5,8 % après une baisse du PIB de 3,5 % en 2020. Le développement de la vaccination a permis de réduire les mesures prophylactiques, à la suite des confinements stricts et généralisés du printemps 2020. Il en a résulté un rebond de l'activité, notamment parce que les mesures prises par les gouvernements ont permis de préserver le pouvoir d'achat des ménages ainsi que le tissu productif. Dans le même temps, les contraintes sur l'offre ne furent pas totalement levées si bien que les chaînes de production sont restées perturbées.

Le début de l'année 2022 fut d'abord marqué par l'arrivée du variant Omicron. En Chine, la stratégie « zéro-Covid » a poussé les autorités à reconfiner certaines zones géographiques, ce qui a allongé les délais de livraison et accru le coût des transports maritimes. Puis l'invasion de l'Ukraine par la Russie a largement amplifié les tensions apparues en 2021 sur les prix alimentaires et de l'énergie. Les performances de croissance furent chahutées suggérant un fléchissement de la dynamique de reprise, voire les prémisses d'un franc ralentissement. La stabilité du taux de croissance de la zone euro dans son ensemble – 0,7 % au premier trimestre 2022 et 0,8 % au deuxième – masque des situations hétérogènes. La faiblesse de la croissance en France (-0,2 %) en Italie (+0,1 %) et en Espagne (+0,2 %) au premier trimestre contrastait avec les bonnes performances de l'Allemagne (+0,8 %), de l'Autriche (+1,9 %), du Portugal (+2,5 %) et de la Grèce (+2,9 %). Au deuxième trimestre, alors que les pays baltes plongeaient en territoire négatif – respectivement -1,3 % pour l'Estonie, -1 % pour la Lettonie et

-0,5 % pour la Lituanie – et que l'activité stagnait en Allemagne (+0,1 %) et au Portugal (+0,0 %), la France et l'Italie ont bénéficié d'un rebond : +0,5 % et 1,1 % respectivement. On retrouve la même variabilité au Royaume-Uni et au Japon avec une croissance respective de 0,8 % et 0,1 % au premier trimestre et -0,1 % et +0,9 % au deuxième. Les États-Unis se sont distingués par un recul du PIB sur deux trimestres consécutifs. Cette volatilité globale pourrait suggérer une alternance de phases de coups de chaud – caractérisés par une forte croissance et une inflation élevée – et de coups de froid avec un franc ralentissement de l'activité.

L'évolution de l'activité depuis la fin de l'année 2019 montre que la position relative des États-Unis est plus favorable que celle des principaux pays européens (graphique 1). La dynamique suggère non seulement que le creux du printemps 2020 a été moins marqué qu'en France, en Italie, en Espagne et au Royaume-Uni mais aussi que la dynamique de reprise a été plus rapide, s'interrompant donc uniquement au cours des derniers mois. À l'exception de l'Espagne qui accuse un retard d'activité de 2,5 points, les principaux pays européens ont, au deuxième trimestre 2022, retrouvé ou légèrement dépassé le niveau d'activité pré-crise Covid.

Graphique 1. Dynamique du PIB dans les principales économies



Du côté des pays émergents, le choc récessif de 2020 a été dans l'ensemble moins violent (-2,5 % contre -4,6 % pour les pays industrialisés) et la reprise de 2021 plus forte (+6,2 % contre 5 % pour les pays industrialisés). Pour autant, le ralentissement du début d'année y est également visible puisque la croissance fléchit au Brésil, en Afrique du Sud et plus encore en Chine où le glissement annuel est passé de près de 5 % au troisième trimestre 2021 à 0,4 % au deuxième trimestre 2022. Les performances économiques de l'Inde sont très volatiles tandis que la Russie, frappée par les sanctions économiques, vient d'enregistrer deux trimestres consécutifs de baisse du PIB.

Ce ralentissement général ne peut pas s'expliquer par l'épuisement du processus de rattrapage post-confinements puisque certains pays accusent un retard de production relativement à 2019. Surtout, cet écart n'est pas comblé pour une majorité d'entre eux si l'on considère une trajectoire de référence sans crise. L'hypothèse d'un épuisement du rattrapage suggérerait que le potentiel des économies a été affecté durablement par la récession de 2020. Sur le court terme, il est probable que des contraintes sur l'offre ont subsisté en 2021 et début 2022 du fait de la poursuite de l'épidémie, ce qui aurait contribué aux tensions sur les prix et pourrait s'apparenter à une surchauffe. À moyen-long terme, il semble prématuré de considérer que la crise a durablement modifié la productivité du travail.

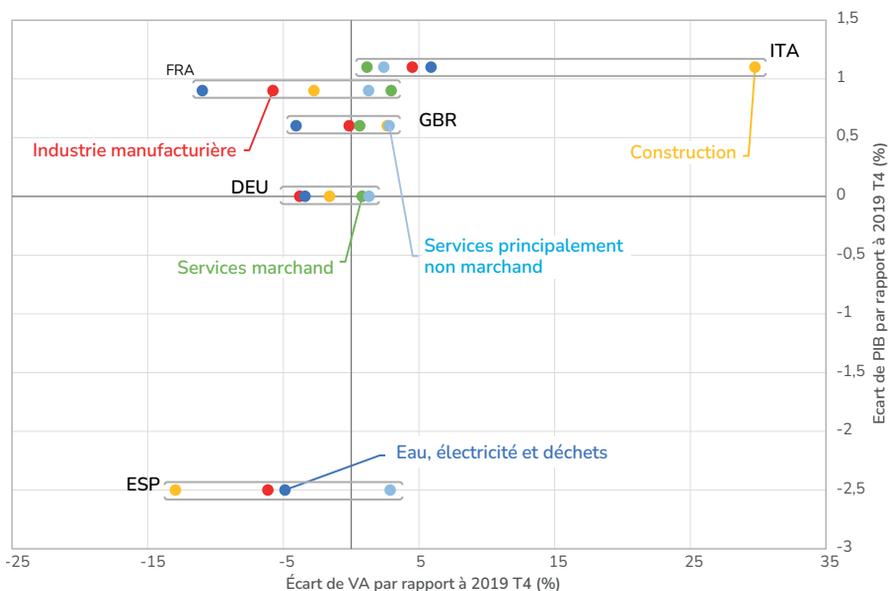
Une partie des dépenses qui n'avaient pu être effectuées au début de la pandémie a certes été reportée en 2021 contribuant au rebond de l'activité. Mais, au niveau sectoriel, le rattrapage s'est heurté au maintien de certaines mesures prophylactiques ou à un changement induit dans la structure de dépenses des agents si bien que certaines industries subissent encore les effets de la crise Covid.

Le retard dans l'industrie se creuse en niveau...

Les écarts de trajectoire de croissance depuis la fin de l'année 2019 reflètent également l'hétérogénéité sectorielle au sein des pays. En Allemagne, en France et au Royaume-Uni, les l'activité des services ont dépassé le niveau d'avant-crise tandis que l'industrie demeure à la peine : entre -5,8 points et -0,1 point de valeur ajoutée par rapport à la fin d'année 2019 (graphique 2). La construction est en retrait en Allemagne et en France, ce qui n'est pas le cas au Royaume-Uni. L'Italie sort du lot puisque tous les secteurs ont une activité dont le niveau

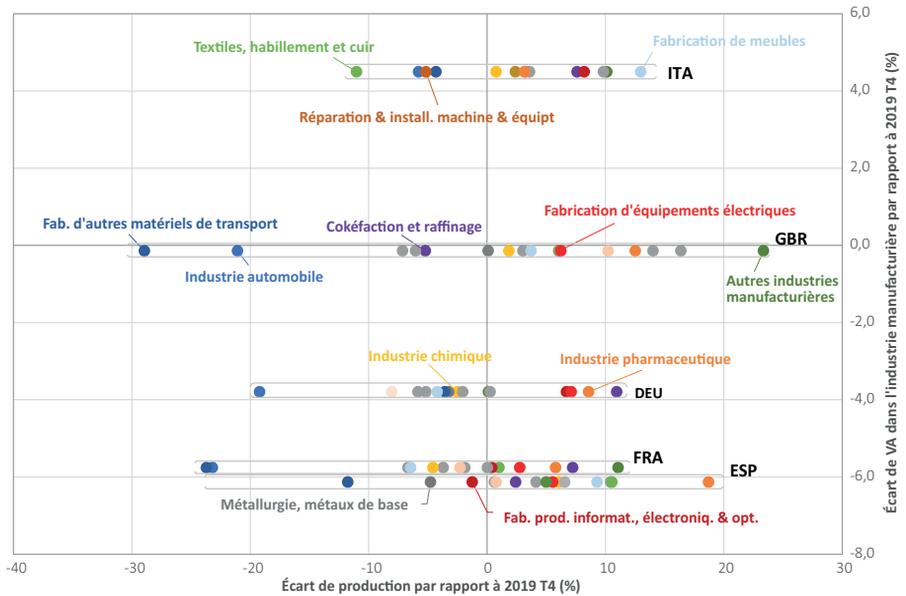
dépasse celui d'avant crise. La construction se distingue particulièrement avec une valeur ajoutée supérieure de près de 30 points à son niveau de 2019. En Espagne, le seul secteur se démarquant par une activité 2,9 points supérieur au quatrième trimestre 2019 est celui des services principalement non marchands. Au sein de l'industrie manufacturière, c'est notamment dans les matériels de transports (industrie automobile et fabrication d'autres matériels de transports) que le niveau d'activité reste en recul au deuxième trimestre 2022 par rapport à l'avant-crise (graphique 3). Ce retard est particulièrement marqué en Allemagne, France et Royaume-Uni. Dans le cas du secteur automobile, malgré la reprise, la production est sans doute restée contrainte par les difficultés d'approvisionnement de certains composants comme les semi-conducteurs. Pour le transport aérien, c'est la demande qui pourrait avoir été plus durablement affectée par une reprise progressive du tourisme international.

Graphique 2. Niveau d'activité sectorielle au deuxième trimestre 2022



En ordonnée figure l'écart de niveau de PIB de chaque pays par rapport au quatrième trimestre 2019. Les écarts pour les différents secteurs d'un même pays sont représentés sur l'axe des abscisses. Eurostat, comptabilités nationales, calculs OFCE.

Graphique 3. Niveau d'activité dans l'industrie manufacturière au deuxième trimestre 2022

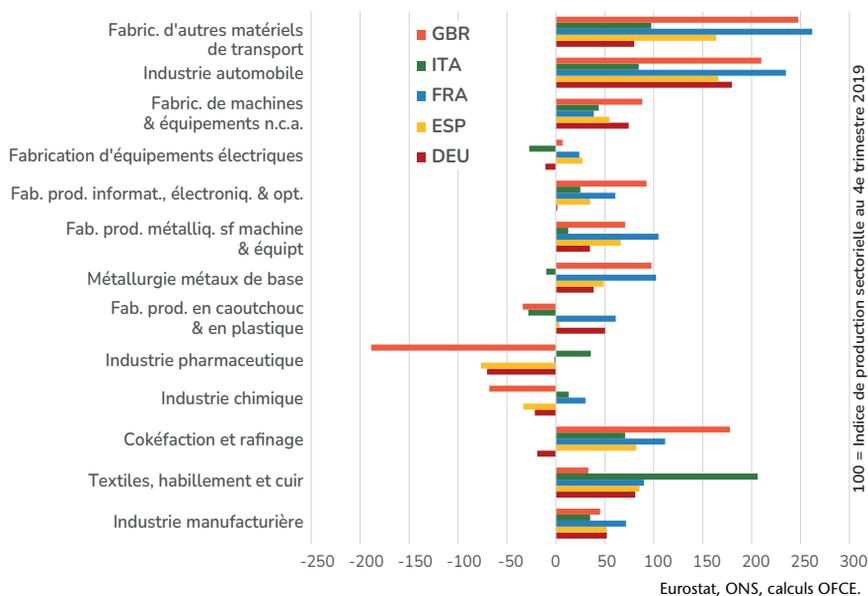


En ordonnée figure l'écart de niveau de l'industrie manufacturière par rapport au quatrième trimestre 2019. Les écarts des différents sous-secteurs de l'industrie manufacturière sont représentés pour chaque, sur l'axe des abscisses. Comptabilités nationales, calculs OFCE.

... et en cumul également

En moyenne dans l'industrie manufacturière le déficit de production accumulé ces dix derniers trimestres équivaut entre 35 % (Italie) et 71 % (France) de la production réalisée au quatrième trimestre 2019 mais on note toutefois une hétérogénéité au niveau sectoriel (graphique 4). Dans l'industrie chimique et pharmaceutique, la période a été plutôt favorable pour l'ensemble des pays hormis l'Italie. En Italie, les principales pertes ont été enregistrées au sein de son industrie la plus compétitive à savoir celle du textile, de l'habillement et du cuir (équivalent à près de deux fois l'activité réalisée au quatrième trimestre 2019). Enfin, la plus forte accumulation de pertes se retrouve dans l'industrie des transports. Dans l'industrie automobile, le déficit d'activité depuis la crise atteint plus de deux fois le niveau trimestriel de fin 2019 au Royaume-Uni et en France, et plus d'une fois et demie en Allemagne et en Espagne. L'Italie n'est pas en reste puisque le manque d'activité avoisine les quatre cinquièmes du niveau atteint avant la crise. Dans la fabrication d'autres matériels de transports, les pertes sont non négligeables parmi les pays européens.

Graphique 4. Déficits cumulés de production dans le secteur manufacturier au deuxième trimestre 2022 depuis la crise



Le retour de l'inflation

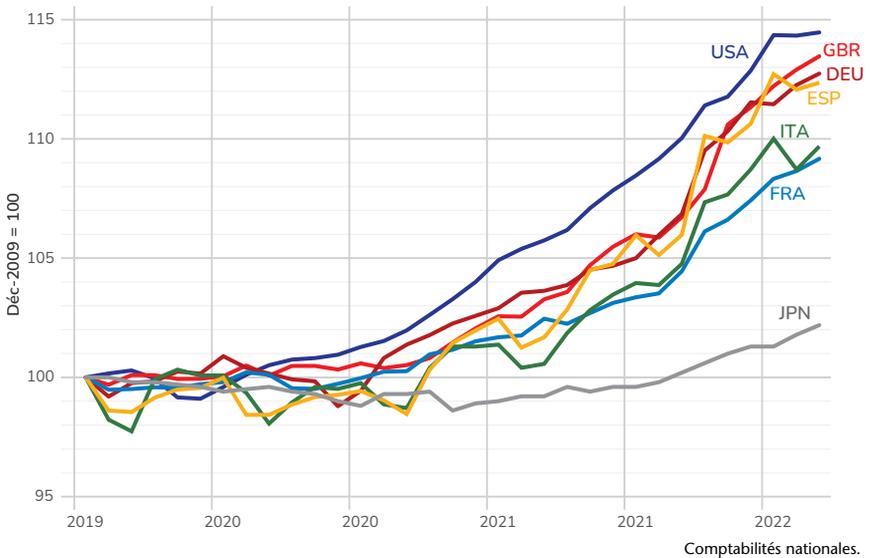
Après plusieurs années d'inflation faible puis le creux observé en 2020 au pire de la crise sanitaire, des tensions sur les prix sont apparues au cours de l'année 2021 et se sont amplifiées depuis le début de l'année 2022. Si l'inflation fut d'abord tirée par un effet de rattrapage et par les prix de l'énergie, force est de constater que le choc se diffuse également aux autres prix. Par ailleurs, le choc se distingue des envolées régulières sur le prix du pétrole par une forte hausse des prix du gaz, notamment européen. Les conséquences économiques sur les pays importateurs d'énergie se trouvent donc largement amplifiées. À ce choc sur les prix de l'énergie s'ajoute celui sur les contraintes d'approvisionnement qui ont également poussé les prix à la hausse et contribué à la hausse plus générale de l'inflation.

Vers une diffusion du choc inflationniste ?

Avec la remontée du prix du pétrole et l'envolée inédite du prix du gaz européen, l'ensemble des prix de l'énergie a fortement augmenté à partir de l'été 2021. Ainsi, au mois d'août 2021, le glissement annuel de l'indice énergie dans la zone euro augmentait d'un peu plus de 15 %,

soit une hausse comparable à celle observée lors de pics précédents. De fait, le prix du pétrole n'a pas dépassé le record à plus de 140 dollars le baril atteint en juillet 2008. L'intensité du choc énergie se trouve donc renforcée par la hausse inédite du prix du gaz qui avait débuté avant l'invasion de l'Ukraine mais qui s'est accentuée depuis si bien que depuis mars 2022, le glissement annuel de l'indice énergie dans la zone euro progresse de près de 40 % avec une augmentation plus forte en Allemagne, en Espagne et en Italie relativement à la France où la hausse a été amortie par la mise en place du bouclier tarifaire et la remise sur les prix des carburants. Hors zone euro, le Royaume-Uni se caractérise également par une forte hausse des prix l'énergie alors qu'elle est bien plus modérée au Japon. Aux États-Unis, l'inflation énergétique est assez proche de celle observée en Europe mais on note cependant une décélération depuis juin, ce qui explique la baisse de l'inflation qui est passée de 9 % en juin à 8,2 % en août¹. Cependant, l'épisode inflationniste a débuté plus tôt si bien que si l'on compare les niveaux de prix, c'est aux États-Unis qu'ils sont les plus élevés, relativement à la fin de l'année 2019 (graphique 5). Cette trajectoire est cohérente aussi avec le niveau

Graphique 5. Inflation en niveau



1. Même si le prix du gaz aux États-Unis n'atteint pas les sommets observés en Europe, il a été multiplié par cinq entre mai 2020 et septembre 2022, ce qui se traduit par une hausse importante de l'indice énergie en glissement annuel.

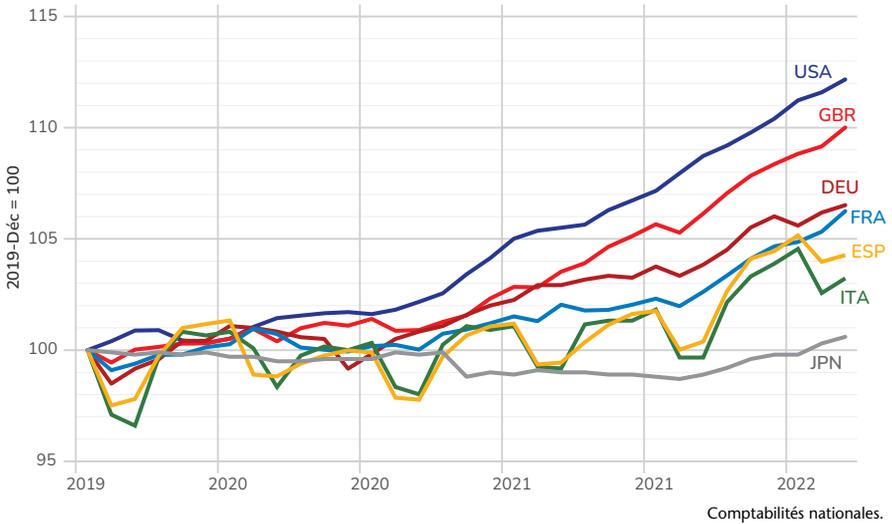
de l'activité plus élevé aux États-Unis qu'en zone euro. Au sein de la zone euro, on ne retrouve pas la hiérarchie observée pour l'activité puisqu'au deuxième trimestre 2022, le niveau de prix était moins élevé en France et en Italie alors que ces deux pays ont enregistré des meilleures performances en termes d'activité.

Surtout, l'inflation américaine se distingue de celle des pays de la zone euro par une diffusion plus importante des tensions, en lien aussi avec un niveau d'activité, relativement à 2019, plus élevé. En effet, l'augmentation du sous-jacent en glissement annuel est de plus de 6 % depuis janvier 2022. Dans la zone euro, la propagation semble plus récente puisqu'en janvier, l'inflation sous-jacente s'établissait à 2,3 %. Elle a cependant accéléré depuis pour atteindre 4,3 % en août. Sur le sous-jacent, les écarts entre pays de la zone euro sont également moins marqués avec une hausse de l'indice de 4,1 % en France et en Italie contre 3,5 % en Allemagne et 4,9 % en Espagne. De fait, on note une accélération des prix dans les services, généralement moins sensibles aux prix de l'énergie, ce qui suggère une propagation du choc inflationniste que l'on observait déjà aux États-Unis mais qui semble se matérialiser avec quelques mois de décalage dans la zone euro². La dynamique du niveau de prix hors énergie et alimentaire est cohérente avec une activité qui a été plus dynamique outre-Atlantique et qui s'est accompagnée de tensions sur l'offre plus importantes (graphique 6). La France et l'Allemagne se situent à des niveaux très proches³. Le Royaume-Uni se distingue des trois principaux pays européens par un niveau de prix plus élevé malgré un niveau d'activité légèrement plus faible. Enfin, avec une inflation totale à 3 % et une inflation sous-jacente à 1,6 %, le Japon reste caractérisé par des tensions inflationnistes modérées.

2. En août, le prix des services a augmenté de 3,8 % (et même 4,3 % en septembre) sur un an dans la zone euro contre 6,1 % aux États-Unis.

3. Les différences sont plus marquées si l'on compare les écarts de niveau de l'indice global car les prix alimentaires et de l'énergie ont davantage augmenté en Allemagne qu'en France.

Graphique 6. Inflation sous-jacente en niveau



Les prix de l'énergie s'envolent avant l'hiver

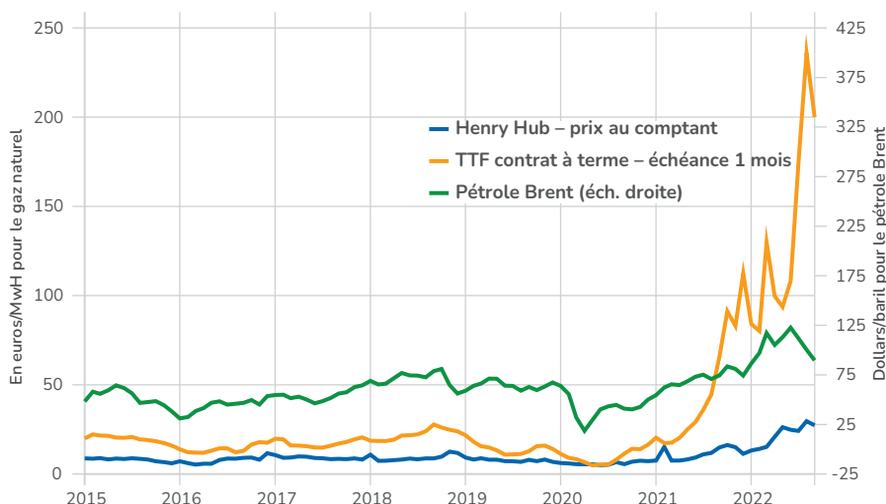
Alors que les tensions sur le prix du pétrole se sont atténuées depuis la fin du mois de juin, les prix du gaz s'envolent, ce qui représente un choc inédit notamment pour les pays européens.

Pétrole : une accalmie mais pas de baisse anticipée en 2023

Après une escalade des prix jusqu'au pic de juin 2022 (122 dollars le baril en moyenne mensuelle), le cours du baril de Brent s'est détendu, retrouvant en septembre 2022 ses niveaux de janvier, à 90 dollars le baril (graphique 7). Cette baisse s'explique par la conjonction de facteurs de demande et d'offre. Au niveau de la demande, les mauvaises perspectives économiques de la Chine et les signes d'un ralentissement économique mondial ont pesé sur les cours. Au niveau de l'offre, la production russe a résisté mieux que prévu aux tensions provoquées par les sanctions occidentales grâce à de nouveaux débouchés (Chine, Inde, Amérique latine) tandis que la production américaine de brut progressait, de même que la production des pays de l'OPEP. Rappelons cependant qu'une partie de cette hausse de production a été entretenue artificiellement par le déblocage depuis mars d'un million de barils par jour de brut et de produits raffinés issus des réserves stratégiques.

Alors que l'offre était excédentaire au deuxième trimestre 2022, nous anticipons une réduction de l'écart entre offre et demande au second semestre 2022 et une offre légèrement déficitaire en 2023, ce qui maintiendrait les prix autour de 100 dollars le baril. Plusieurs facteurs soutiendraient les prix du Brent. D'abord, l'offre OPEP devrait stagner d'ici fin 2023. En effet, lors de sa réunion mensuelle du 5 octobre 2022, l'OPEP+ a décidé de baisser sa production agrégée de 2 Mbj entre novembre 2022 et décembre 2023, dont 1,2 Mbj de baisse pour l'OPEP, par rapport au niveau de production d'août 2022⁴. En outre, le déstockage stratégique devrait prendre fin en octobre. Par ailleurs, nous ne prévoyons pas d'accord sur le nucléaire iranien à l'horizon de la prévision⁵. Enfin, la mise en œuvre des sanctions russes (5 décembre 2022 pour les importations de brut par voie maritime et 5 février 2023 pour les produits) devrait entraîner une baisse de la production russe en 2023.

Graphique 7. Prix du pétrole et du gaz naturel



L'échelle du graphique s'appuie sur la parité thermique qui énonce qu'un baril de pétrole équivaut à 1,71 mégawatt heure. À contenu énergétique équivalent, le prix du baril de Brent devrait ainsi être égal à 1,7 fois le prix du gaz naturel exprimé en MWh : lorsque la courbe de prix du pétrole est en dessous de la courbe du prix du gaz, cela signifie que le pétrole est meilleur marché (et inversement). L'indicateur Henry Hub correspond au prix du gaz sur le marché américain. Le terme fait référence au centre de distribution localisé en Louisiane.

NYMEX, Refinitiv Eikon Datastream.

4. En réalité, les pays de l'OPEP produisaient 1,6 Mbj de moins en août 2022 que le quota qu'ils s'étaient impartis. Le quota fixé pour décembre 2023 est donc supérieur de 0,4 Mbj à la production d'août 2022.

5. Un accord sur le nucléaire iranien pourrait augmenter les exportations de brut et de condensat de 1,5 Mbj d'ici à mars 2023.

Gaz naturel : une multiplication par quatre des prix sur un an

En Europe, les prix du TTF ont atteint en moyenne 100,5 euros/MWh au deuxième trimestre 2022, puis 203 euros/MWh au troisième trimestre 2022, soit une multiplication par quatre par rapport au troisième trimestre 2021. Cette évolution s'explique essentiellement par le rythme de baisse des importations en provenance de Russie : les importations sont passées de 2772 MWh/j en janvier 2022 à 2026 MWh/j en juin 2022, avant de dégringoler au troisième trimestre, atteignant 870 MWh/j début septembre 2022. Au deuxième trimestre, un fort afflux de GNL et une consommation en baisse ont permis de modérer les prix du gaz malgré un fort restockage. En revanche, les réductions d'approvisionnement de Gazprom se sont accélérées à partir de la seconde moitié de juin, ce qui a conduit à une forte accélération des prix au troisième trimestre 2022. C'est essentiellement sur le gazoduc Nord Stream⁶ – principal gazoduc entre la Russie et l'Europe – que la baisse a été la plus forte : début juillet, le gazoduc ne fonctionnait plus qu'à 37 % de sa capacité, et à 20 % fin juillet, le mois d'août étant marqué par des périodes de maintenance entraînant plusieurs interruptions dans l'approvisionnement. Le fort restockage a également pesé sur les cours : le 2 octobre 2022, les stocks européens représentaient 89 % de la capacité de stockage, soit un niveau plus élevé que l'objectif de l'Union européenne (objectif de 80 % au 1^{er} novembre 2022). L'augmentation de la part du GNL provenant du marché mondial dans l'approvisionnement implique que les prix élevés sont nécessaires pour attirer les cargaisons *spot* ; par ailleurs, le contexte géopolitique avec la faiblesse voire l'arrêt des flux en provenance de Russie pèse à la hausse sur les cours.

Aux États-Unis, les prix du Henry Hub ont atteint en moyenne 27 euros/MWh au troisième trimestre, leur plus haut niveau depuis 2008. Alors que l'offre de gaz des producteurs américains progressait peu, plusieurs facteurs ont contribué à l'augmentation de la demande : les conditions météorologiques, l'augmentation de la consommation de gaz dans le secteur de l'électricité – dans un contexte de forte hausse des prix du charbon –, la forte croissance des exportations de GNL notamment vers l'Europe.

6. Des baisses de production ont également eu lieu sur les gazoducs Yamal-Europe et le gazoduc transitant par l'Ukraine.

En prévision, nous faisons l'hypothèse d'un prix du gaz atteignant 200 euros/MWh à partir d'octobre 2022 (soit le prolongement du niveau du TTF de septembre 2022) et jusqu'à la fin 2023.

Le choc énergétique a un impact différencié selon les pays

Le choc énergétique induit par la hausse des prix du pétrole et du gaz a nourri l'inflation directement et indirectement. Dans le cas des biens finaux non transformés, le choc s'est transmis directement aux prix de consommation, rognant le pouvoir d'achat des ménages et pesant sur la demande des consommateurs, ce qui atténue en retour l'inflation par un effet de demande négatif. Dans le cas des biens intermédiaires, le choc originel s'est transmis aux prix de production, se traduisant par un arbitrage entre baisse des marges des entreprises et répercussion du choc sur les prix à la consommation. Cependant, l'ampleur du choc dépend étroitement du *mix* énergétique des pays et a pu être limitée par la mise en place de boucliers tarifaires dans plusieurs pays.

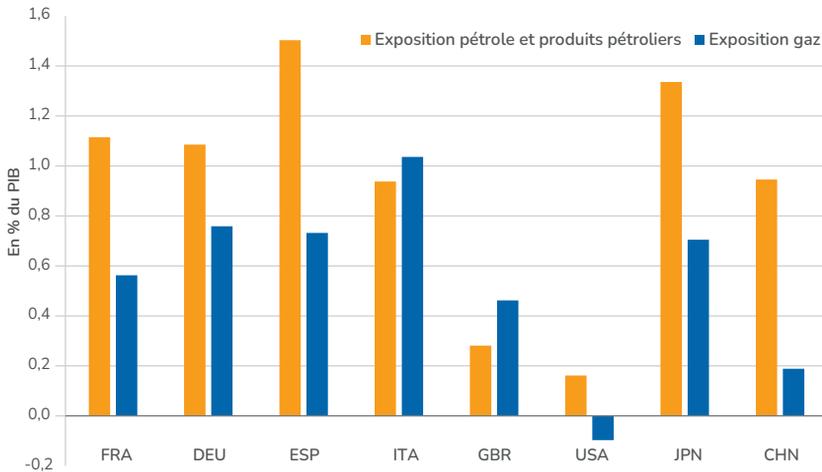
Ainsi, le baril de pétrole Brent se stabiliserait à 100 dollars (97 euros) à partir du dernier trimestre 2022 et en 2023, contre un prix prévu à l'automne 2021 à 65 dollars (54 euros) en moyenne pour 2023. Sur cette base et à l'aide du modèle ThreeME⁷ de l'OFCE, nous évaluons le choc énergétique lié à l'augmentation des prix du pétrole et de gaz sur l'économie française, sur la base des hypothèses présentées *supra*. Nous déterminons ensuite l'impact des chocs sur les différents pays en multipliant le choc calculé sur la France par un coefficient d'exposition différenciée aux énergies fossiles, construit pour chaque pays à partir du volume d'importations nettes d'énergies fossiles rapportées au PIB⁸. Le graphique 8 illustre la forte hétérogénéité entre pays : ainsi, l'Espagne et le Japon sont davantage exposés au choc pétrolier que la France tandis que l'Allemagne et l'Italie, et dans une moindre mesure l'Espagne et le Japon sont plus exposés au choc gazier que la France.

En revanche, le Royaume-Uni et les États-Unis, pays producteurs d'hydrocarbures, sont beaucoup moins exposés aux chocs énergétiques. Dans le cas des États-Unis, exportateurs nets de gaz naturel, une augmentation du prix du gaz a même un impact positif sur le PIB.

7. L'OFCE développe depuis 2008, en collaboration avec l'ADEME et TNO, le modèle macroéconomique ThreeME, dédié à l'évaluation pour la France des conséquences des politiques énergétiques et environnementales. Pour plus de détails, voir F. Reynes *et al.*, 2021, *ThreeME Version 3 Multi-sector Macroeconomic Model for the Evaluation of Environmental and Energy policy*.

8. Cette évaluation repose sur l'hypothèse que les économies développées ont une structure productive similaire.

Graphique 8. Exposition aux chocs pétroliers et gaziers



Les expositions par pays sont calculées en rapportant les importations nettes de pétrole (resp. de gaz) au PIB ppa 2015.

Agence Internationale de l'Énergie, calculs des auteurs.

Les contraintes d'offre et le risque géopolitique s'atténuent mais pèsent encore sur l'activité

Les tensions sur l'approvisionnement restent vives

Les enquêtes de conjoncture publiées par la Commission européenne témoignent des répercussions, dans les pays développés, des dysfonctionnements observés sur les chaînes de production depuis le début de la crise sanitaire. Dans l'industrie, au troisième trimestre 2022, les entreprises déclarent que les pénuries de matériel et/ou d'équipement sont prépondérantes en tant que frein à la production, à la différence de la situation de fin 2019 (graphique 9). En proportion du total des entreprises industrielles ayant cité au moins un frein, la composante « main-d'œuvre » enregistre des évolutions plus modérées, ce qui montre que les pénuries de main-d'œuvre, même si elles se sont accentuées depuis le début de la crise, ne jouent pas un rôle majeur dans le freinage de la reprise contrairement aux problèmes d'approvisionnement. Le frein « demande » est bien moins souvent cité au troisième trimestre 2022 qu'à la fin 2019. Le secteur de la construction partage ce constat : les contraintes liées à la demande étaient au troisième trimestre 2022 moins souvent citées comme frein qu'à la fin 2019 mais les contraintes d'approvisionnement se sont considérablement accrues. Notons enfin que la remontée des taux

d'intérêt entamée au troisième trimestre 2022 et prégnante au quatrième trimestre pourrait accroître significativement les freins à la production en lien avec la demande du fait de la baisse de solvabilité d'un certain nombre de ménages accédant à la propriété.

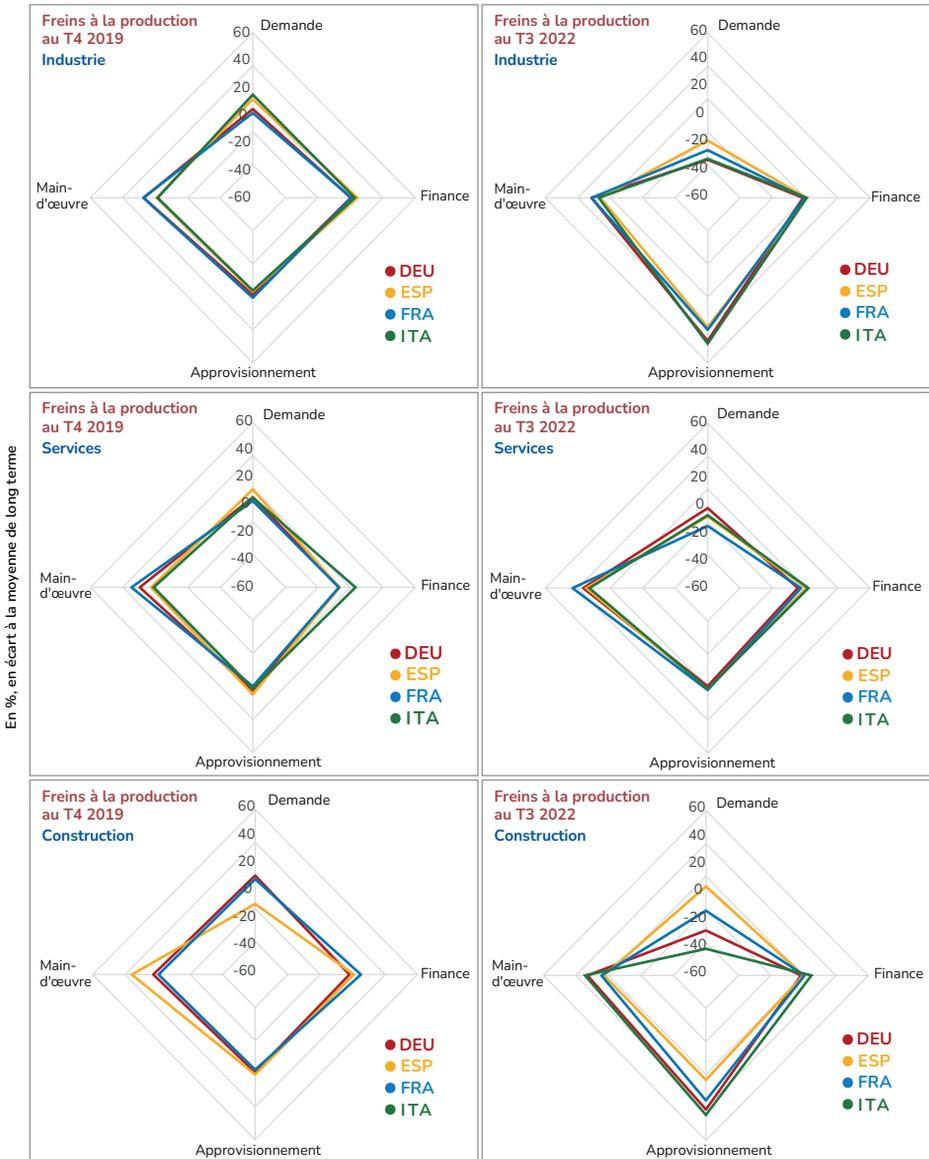
Le secteur des services apparaît logiquement moins touché que l'industrie par les pénuries d'approvisionnement. L'activité y a été moins dynamique en raison du maintien des mesures prophylactiques au fil des vagues épidémiques jusqu'à la fin de « l'épisode Omicron » en avril 2022 et parce que ce secteur dépend peu des approvisionnements. La structure des freins à la production est en effet assez stable entre la fin 2019 et le début 2022 et montre toujours la prédominance du frein « main-d'œuvre » dans des secteurs par nature intensifs en ressources humaines.

Cette relative absence de freins liée à une faiblesse de la demande dans les entreprises industrielles est confirmée par l'analyse des carnets de commande (graphique 10). Ceux-ci sont en effet historiquement remplis dans l'ensemble des pays européens. La durée de production assurée par les niveaux actuels du carnet de commandes s'établissait à près de 7 mois au troisième trimestre 2022 en Italie, 5,5 mois en Espagne et en France et plus de 4 mois en Allemagne, des niveaux jamais observés depuis le début des années 2000.

En partant de l'indicateur synthétique des tensions, le *Global Supply Chain Pressure Index* (GSCPI) mondial qui intègre à la fois des données d'enquêtes et des indicateurs de coût du transport maritime, nous tentons d'évaluer l'effet des contraintes d'approvisionnement sur la croissance du PIB⁹. Le plus fort des contraintes d'approvisionnement est passé (décembre 2021) et celles-ci se situent désormais à un niveau proche de celui observé en janvier 2021, ce qui reste néanmoins nettement au-dessus de la moyenne de long terme (graphique 11). Sous les hypothèses que le niveau de tensions poursuit sa décrue au second semestre 2022 et qu'il n'y a pas de rupture d'approvisionnement en gaz cet hiver, l'indice retrouverait une moyenne de long terme courant 2023 (courbe en pointillés) ; nous estimons un impact de -0,2 point sur la croissance du PIB allemand en 2022 et 0,1 point en 2023. Pour les autres pays, l'effet sur la croissance du PIB serait de 0,1 en France et aux États-Unis en 2022. En 2023, l'effet sur la croissance du PIB sera négatif en France (-0,1), nul aux États-Unis et légèrement positif (0,1) en Allemagne.

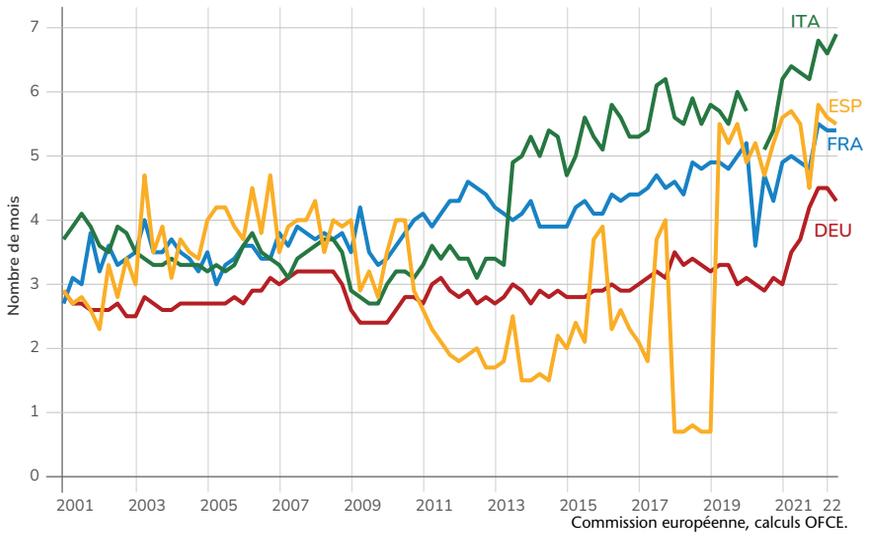
9. Pour plus de détails sur l'indicateur GSCPI et l'impact de ses variations sur l'activité économique, voir l'étude spéciale « Évaluation du choc d'approvisionnement », *Revue de l'OFCE*, n° 177, (2022/2).

Graphique 9. Part des entreprises ayant déclaré un frein à la production*



* À 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. Enfin, ces proportions sont centrées pour éliminer les biais propres à chaque économie.

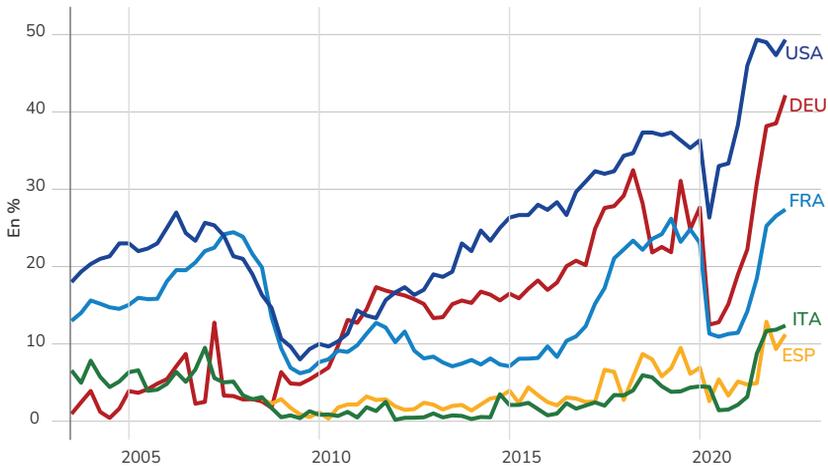
Graphique 10. Durée de production assurée par les niveaux actuels du carnet de commandes



Les difficultés de recrutement atteignent un niveau record...

Les enquêtes de conjoncture sur le rôle de la « main-d'œuvre » comme facteur de frein à la demande trouvent un écho dans la forte augmentation des difficultés de recrutement signalées par les entreprises (graphique 12). Elles atteignent un niveau record aux États-Unis en Allemagne et en Italie tandis qu'en France et en Espagne, le niveau demeure proche de celui de 2019. Cette tendance récente s'observe dans les trois grands secteurs couverts par les enquêtes (industrie, services et construction) des cinq pays étudiés et particulièrement dans les services où les pénuries de main-d'œuvre ont bondi en 2022.

Graphique 12. Les difficultés de recrutement dans les grands pays développés



L'indicateur indique le pourcentage d'entreprises qui déclarent être contraintes dans leur production du fait d'une pénurie de main-d'œuvre. L'indicateur est pondéré par la part de l'emploi dans l'industrie, les services et la construction.

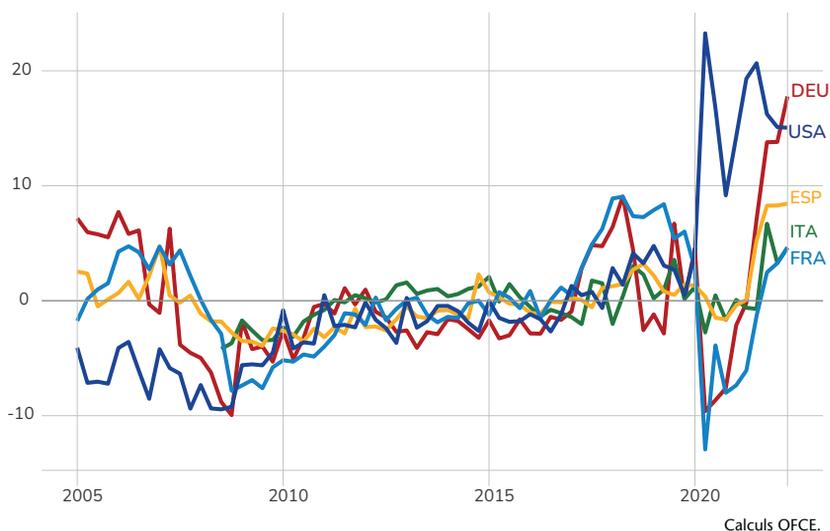
Eurostat, DG ECFIN, Business and consumer surveys.

En corollaire, les bonnes performances sur le front du chômage au sens du BIT observées en fin d'année 2021 ne se démentent pas à la fin du deuxième trimestre 2022 puisque celui-ci a diminué de près d'un point de population active en Espagne et en Italie (resp. à 12,5 % et 8,1 %), et il est passé de 4,2 à 3,6 % de la population active aux États-Unis et de 3,3 à 2,9 % en Allemagne. Il est resté le même en France (7,4 %) entre le quatrième trimestre 2021 et mi-2022.

Le graphique 13 retrace les difficultés de recrutement tenant compte du niveau du taux de chômage et donc corrigées des fluctuations conjoncturelles. Les pénuries de main-d'œuvre ne s'expliquent pas par la seule conjoncture, et cela se vérifie pour tous les pays. Elles

atteignent un niveau historique en Allemagne et en Italie, restent élevées aux États-Unis après avoir reflué. Alors qu'elles étaient cohérentes avec la faiblesse historique du taux de chômage en France et en Espagne en fin d'année 2021, les difficultés de main-d'œuvre présenteraient un caractère plus structurel dans ces deux pays. En France, elles se situent à un niveau plus faible qu'en 2019.

Graphique 13. Les difficultés de recrutement tenant compte du taux de chômage



... dans un contexte de rétention globale de main-d'œuvre

Compte tenu du niveau d'activité mi-2022 (par rapport à son niveau d'avant-crise) et de la tendance de productivité horaire, le volume total d'heures travaillées par les salariés aurait dû être encore inférieur au quatrième trimestre 2019 en Europe pour tous les pays (sauf Italie et États-Unis). L'ajustement de la durée du travail, résultant en partie de la mise en place des dispositifs d'activité partielle, a permis de limiter les destructions d'emplois en Allemagne (à hauteur de 623 000 emplois salariés) et à un degré moindre en France et au Royaume-Uni (respectivement 139 000 et 31 000 postes sauvegardés). En revanche, on observe une légère hausse de la durée du travail en Espagne et en Italie par rapport à l'avant-crise, représentant 39 000 salariés. En France, la baisse de la durée du travail mi-2022 s'est également accompagnée de créations d'emplois salariés d'environ respectivement 781 000 par rapport à 2019 (605 000 dans le secteur

marchand). Il ressort de notre analyse un faible ajustement du volume horaire deux ans après le début de la crise sanitaire. Ainsi, à l'exception de l'Italie et des États-Unis, l'écart entre le volume horaire travaillé et celui prévu équivaut à une rétention de main-d'œuvre comprise entre 0,7 % et 4,1 % de l'emploi salarié (soit entre 241 000 au Royaume-Uni et 720 000 en Espagne) (tableau 1). En Italie et aux États-Unis, nous arrivons à un diagnostic différent puisque le volume horaire observé au deuxième trimestre 2022 est inférieur à ce que notre modèle nous aurait prédit, suggérant donc que la productivité a été plus importante¹⁰. La particularité américaine tient aux fortes tensions qui ont caractérisé le marché du travail. Malgré un taux de chômage plus élevé qu'en 2019, le nombre de démissions a fortement augmenté : près de 48 millions en cumul brut sur l'année contre 42,2 millions en 2019.

Tableau 1. Emplois sauvés par la baisse de la durée du travail et rétention depuis le début de crise (T4-2019)

<i>En milliers</i>	DEU	ESP	ITA	FRA	GBR *	USA
Emplois sauvés grâce à l'ajustement de la durée du travail depuis 2019	623	-39	-39	139	31	1 445
Effet des politiques de baisse du coût du travail				280		
Évaluation de la rétention d'emploi	671	720	-153	590	241	-2 396
<i>En % de l'emploi salarié (au T2 2022)</i>	1,6	4,1	-0,8	2,2	0,7	-1,5

* *Emploi total.*

Comptabilités nationales, Ducoudré et Heyer (2017), DARES, calculs OFCE.

Plusieurs pistes peuvent expliquer cet écart entre le volume horaire prévu et celui effectivement constaté en fin de période : présence d'un grand nombre d'« entreprises zombies » dans les différents pays, incidence des mesures prophylactiques et du télétravail sur la productivité, hausse du taux d'absence ou encore anticipation d'une reprise illustrée par des carnets de commandes fournis. À l'horizon de notre prévision, nous faisons l'hypothèse d'un retour progressif vers la durée du travail observée avant la crise et d'un début d'absorption de cette rétention de main-d'œuvre engendrant alors une croissance moins riche en emplois. Dans un contexte de ralentissement économique, cette augmentation des gains de productivité devrait stopper la baisse du

10. La baisse du PIB du premier et deuxième trimestres ne s'est cependant pas accompagnée d'une baisse de l'emploi. La productivité a donc baissé fortement, ce qui atténue désormais le constat d'un volume d'heures travaillées « trop » élevé.

taux de chômage décrite précédemment dans les grands pays développés. En 2023, la hausse du taux de chômage en moyenne annuelle devrait s'établir entre 0,3 point (en Allemagne, en Italie et en Espagne) et 0,9 point aux États-Unis. Fin 2023, le taux de chômage devrait dépasser la barre des 5 % aux États-Unis (5,2 %) et celle des 13 % en Espagne (13,3 %).

Malgré la poursuite du conflit, l'impact économique du risque géopolitique s'atténue

En début d'année 2022, la montée des tensions géopolitiques a provoqué une source supplémentaire de perturbation économique. L'invasion de l'Ukraine par la Russie a amplifié les chocs préexistants et provoqué un risque de ruptures d'approvisionnement de matières premières essentielles, notamment gazières, en Europe. Par ailleurs, le retour de la guerre de haute intensité sur le continent européen et de la menace nucléaire accentue l'incertitude. Caldara et Iacoviello (2022)¹¹ ont proposé un indicateur, disponible quasiment en temps réel, pour mesurer quantitativement le niveau des tensions géopolitiques. Cet indicateur est construit à partir de la recension de plus de 25 millions d'articles de presse dans des quotidiens américains, canadiens et britanniques de référence. Sans surprise, l'indicateur proposé capture bien un choc historique en Ukraine et en Russie mais aussi capture l'exposition particulière de l'Allemagne aux conséquences du conflit, du fait de sa dépendance aux hydrocarbures russes (graphique 14).

En utilisant l'indice de risque géopolitique (IRG) et en estimant des modèles statistiques reliant cet indicateur avec le PIB, les données boursières, le prix du pétrole et les taux d'intérêt de court terme, nous pouvons évaluer la contribution des chocs du risque géopolitique sur la croissance du PIB des principales économies avancées (tableau 2). En 2022, la croissance allemande pourrait être fortement amputée du fait de la montée des tensions (jusqu'à 1,2 point de PIB selon nos estimations). L'effet sur l'activité serait sensible pour d'autres économies européennes (baisse de 0,5 point de PIB en France et au Royaume-Uni) et un peu plus modeste outre-Atlantique (-0,3 point). Si les tensions persistent à leur niveau actuel jusqu'à la fin 2023, des pertes d'activité non négligeables peuvent être attendues pour l'année à venir du fait de ce contexte incertain.

11. Caldara Dario et Matteo Iacoviello, 2022, « Measuring Geopolitical Risk », *American Economic Review*, vol. 112, n° 4, pp. 1194-1225.

Graphique 14. Évolution du risque géopolitique depuis le T4 2021

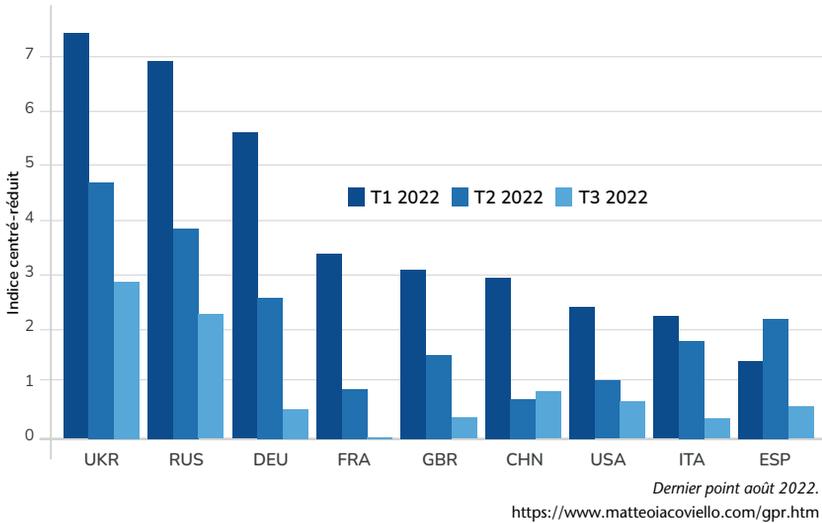


Tableau 2. Évaluation de l'effet sur le niveau du PIB des tensions géopolitiques (en écart au compte central)

Effet sur le niveau du PIB si l'IRG reste constant à son niveau d'août 2022 jusqu'à...

	... fin septembre 2022		... fin décembre 2022		... fin décembre 2023	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023
FRA	-0,5	0,0	-0,5	-0,2	-0,5	-0,4
DEU	-1,2	0,0	-1,3	-0,1	-1,3	-0,7
ITA	-0,3	0,3	-0,4	0,2	-0,4	-0,3
ESP	-0,2	-0,4	-0,2	-0,5	-0,2	-0,6
GBR	-0,5	0,1	-0,6	0	-0,6	-0,2
USA	-0,3	-0,1	-0,4	-0,2	-0,4	-0,4

OCDE, Fred, Insee et <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm>

Politiques économiques : ralentissement amorti ou amplifié ?

Les politiques économiques se trouvent confrontées à de multiples chocs qui se traduisent par une forte hausse de l'inflation mais aussi par une baisse des perspectives de croissance. Après la crise Covid, se pose de nouveau la question du soutien que peut apporter la politique budgétaire pour amortir le choc de prix qui pèse sur le pouvoir d'achat des ménages et les coûts des entreprises. Sur le plan monétaire, l'inflation nettement au-dessus de la cible de 2 % des banques

centrales laisse peu d'alternatives à un scénario de hausses des taux qui accentuera le ralentissement économique pour une efficacité encore incertaine sur l'évolution de l'inflation.

Politiques budgétaires : contrôle des prix ou soutien direct au revenu des ménages ?

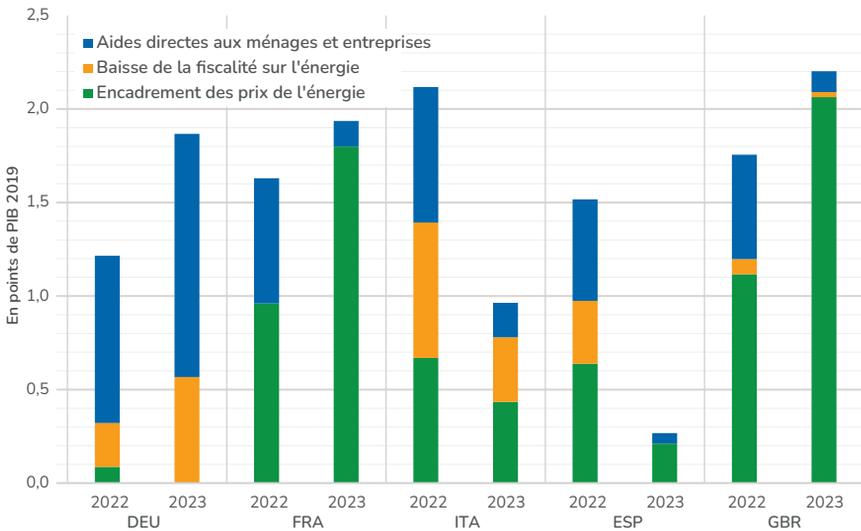
Depuis l'automne 2021, l'accélération des prix de l'énergie à des niveaux historiquement élevés a largement empiété sur le pouvoir d'achat des ménages et les coûts des entreprises. L'Europe, très dépendante des importations de pétrole et de gaz russe, est particulièrement exposée. Aux États-Unis, le choc pour le consommateur américain est certes significatif mais moins violent car la consommation de gaz est plus faible et le prix du gaz nord-américain a beaucoup moins augmenté.

Dès lors, les politiques publiques européennes destinées à alléger l'impact du choc inflationniste sur les agents privés, qui avaient été déjà activées en 2021, sont montées en puissance en 2022 et se poursuivront en 2023 (graphique 15)¹².

En 2022, les plans d'urgence se sont multipliés au fil des mois, représentant dans les grands pays entre 1 et un peu plus de 2 % du PIB de 2019 : 2,1 % en Italie (soit 38 milliards d'euros), 1,8 % au Royaume-Uni (avec 39 milliards livres), 1,6 % en France et 1,5 % en Espagne (avec respectivement 41 et 19 milliards d'euros) et enfin 1,2 % en Allemagne (42 milliards). Pour 2023, tous les pays n'ont pas encore annoncé de plan (les mesures prises dans plusieurs pays s'arrêtant au 31 décembre 2022) mais pour l'Allemagne, la France et le Royaume-Uni qui l'ont fait, les mesures annoncées sont encore massives : 2,2 % du PIB de 2019 au Royaume-Uni et 1,9 % pour la France et l'Allemagne (hors plan de 200 milliards annoncés le 29 septembre, voir encadré 1). En Italie, le dernier plan (*Aiuti Ter*) est moindre (1 % du PIB) mais pourrait être adapté rapidement face à la crise. Aux États-Unis, le premier budget voté sous l'administration Biden à la fin 2021 était très peu ambitieux sur le plan des mesures énergie de même que l'accord récemment trouvé au Congrès (*Inflation Reduction Act*) qui n'apporte pas de soutien immédiat aux ménages mais propose des crédits d'impôts pour soutenir les dépenses de biens permettant de réaliser des économies d'énergie.

12. Nous ne prenons pas en compte ici le plan de lutte contre l'inflation de 200 milliards annoncé par l'Allemagne le 29 septembre. Pour plus de détail, voir encadré.

Graphique 15. Mesures d'urgence de lutte contre l'inflation



Calculs OFCE à partir de sites officiels nationaux.

L'objectif étant de réduire les pertes de pouvoir d'achat des ménages et des entreprises à cause du renchérissement de la facture énergétique, les gouvernements ont eu recours à différentes stratégies dont l'objectif est soit de modérer la hausse de l'inflation *via* la composante énergie soit d'intervenir directement auprès des ménages et des entreprises en offrant un soutien aux revenus. Les mesures privilégiant le plafonnement de l'inflation passent par :

- La régulation des hausses des prix de l'énergie en plafonnant les hausses sur l'électricité et/ou en offrant une remise sur les prix du carburant. Dans les deux cas, il s'agit principalement d'une hausse des dépenses publiques ;
- **La baisse de la fiscalité sur la production et la consommation d'électricité** (baisse de la TVA et autres taxes payées par les compagnies productrices et les consommateurs finals). Cet allègement de charge va entraîner une baisse des recettes fiscales perçues par l'État ;
- **L'intervention directe auprès des ménages et des entreprises**, soit de façon généralisée¹³, soit ciblée vers les ménages

13. Notons que dans le cas d'aides généralisées, celles-ci peuvent être prises en compte dans le calcul de l'indice des prix.

les plus pauvres, dont la part du transport et du logement dans le panier de consommation est plus élevée que pour les autres ménages, et des entreprises (notamment les TPE, et les entreprises particulièrement énergivores). Ces aides prennent la forme de chèques, de revalorisation de revenus et des subventions pour les entreprises et donnent lieu à des hausses de dépenses publiques.

Le gouvernement français fut parmi les premiers à prendre des mesures d'encadrement des prix de l'énergie en 2022. La mesure représente 1 % du PIB de 2019. Elle s'est faite *via* le bouclier tarifaire mis en place fin 2021 et prolongé à destination des ménages et des TPE (gel des tarifs réglementés du gaz au niveau d'octobre 2021 – pour un coût de 6 milliards d'euros – et plafonnement de l'augmentation des tarifs réglementés de l'électricité lors de la révision au 1^{er} février 2022 à 4 % – pour un coût de 10,5 milliards) et la remise forfaitaire sur les prix des carburants (18 centimes d'avril à août 2022, 30 centimes de septembre à octobre et 10 centimes en novembre et décembre (coût 7,5 milliards). Selon l'INSEE, la hausse des prix de l'énergie a contribué à 3,1 points d'inflation sur un total de 5,3 %. Sans ces mesures, l'inflation aurait été 3,1 points plus élevée.

Ce choix fut aussi privilégié par l'Espagne et dans une moindre mesure par l'Italie. Au Royaume-Uni, le gouvernement a annoncé en septembre 2022 la mise en place d'une garantie sur les prix de l'énergie à compter du 1^{er} octobre, avec la fixation des prix de l'électricité et du gaz. En Italie et en Espagne, les mesures d'encadrement des prix de l'énergie ont compté pour respectivement 0,7 et 0,6 point de PIB 2019 et représentent un tiers des mesures prises pour l'Italie et presque la moitié pour l'Espagne. L'Allemagne se distingue des autres pays européens puisque le gouvernement n'a jusqu'ici pas recouru à ces mesures d'encadrement des prix du gaz et de l'électricité même si le plan annoncé le 30 septembre pourrait infléchir sa stratégie (encadré). Celui-ci a mis en place une remise sur le prix du carburant *via* la baisse des droits d'accise de 14 centimes sur le gasoil et 30 centimes sur l'essence pendant les mois d'été. Le recours à l'allègement de la fiscalité sur la production et la consommation de gaz et d'électricité pour adoucir la facture énergétique a été relativement peu utilisé.

Encadré 1. L'Allemagne se convertit au bouclier budgétaire

Le 30 septembre 2022, face à l'ampleur de la crise énergétique, le gouvernement fédéral a annoncé la mise en place d'un bouclier tarifaire sur l'énergie pour les ménages et les entreprises, qui consisterait à plafonner les prix du gaz et de l'électricité. Les détails sont encore ouverts ; le gouvernement attend les avis définitifs d'une commission d'experts à la fin octobre. Le frein au prix du gaz doit être financé via le Fonds de stabilisation économique (FSM), qui devrait être doté d'autorisations de crédit d'un montant maximal de 200 milliards d'euros. Outre ce fonds, le gouvernement fédéral a également annoncé la suppression de la surtaxe sur le gaz qui devait intervenir au 1^{er} octobre (2,4 centimes d'euros par kWh) ainsi qu'un soutien aux entreprises énergétiques nationales (Uniper, SEFE et VNG).

Dans le débat sur l'instauration d'un bouclier tarifaire, une approche a particulièrement retenu l'attention : La proposition de Dullien et Weber de mettre à la disposition des ménages privés un contingent de base de gaz naturel à un prix plafonné, les fournisseurs étant indemnisés pour la quantité fournie à prix réduit. Une telle approche aurait l'avantage, d'une part, d'atténuer l'inflation mesurée et, d'autre part, d'alléger de manière ciblée la charge pesant sur les ménages chauffés au gaz, tout en maintenant l'incitation à économiser le gaz, puisque le prix du marché non subventionné serait appliqué au prix marginal. D'après l'IMK¹⁴, qui fait l'hypothèse d'un prix moyen du gaz de 200 euros/MWh en 2023 (ce qui est également notre hypothèse), les coûts d'un plafonnement des prix du gaz pour la consommation de base des ménages privés pour 2023 varient entre 15 milliards d'euros et 40 milliards d'euros, selon l'option retenue¹⁵.

Le rapport intermédiaire publié le 10 octobre 2022 par la commission d'experts reprend cette logique. Il prévoit d'aider ménages et entreprises pour le paiement du gaz et du chauffage urbain. D'abord, l'État prendrait en charge l'acompte mensuel sur la facture de gaz et de chauffage urbain des ménages et petites entreprises, dès décembre 2022. De mars 2023 à avril 2024 au moins, le prix du gaz et du chauffage urbain serait plafonné (à 12 centimes d'euros TTC pour le gaz, et 9,5 centimes d'euros pour le chauffage urbain), sur la base d'un quota de consommation égal à 80 % de la consommation passée. Au-delà de ce quota, le prix libre du marché s'appliquerait. Pour les 25000 entreprises clientes industrielles, elles recevront 70 % du volume de 2021 à 7 centimes d'euros hors taxes – ce qui est comparable aux 12 centimes d'euros TTC pour les ménages – à partir de

14. Tom Bauermann, Sebastian Dullien, Jan-Erik Thie, Fiskalische Kosten und Finanzierungsoptionen für Varianten des Gaspreis-deckels, *IMK Policy Brief*, n° 134, septembre 2022.

15. Trois options sont étudiées : 1) un quota de base de 5 000 kWh par ménage, augmenté de 2 000 kWh pour chaque personne supplémentaire dans le ménage ; 2) un quota de base de 80 % de la consommation de l'année précédente ; 3) un quota de base de 80 % de la consommation de l'année précédente, mais de 15 500 kWh maximum. Deux hypothèses de prix sont envisagées pour le quota de base : un plafond de prix de 14 c€/kWh et un plafond de prix de 10 c€/kWh.

janvier 2023. Selon la Commission, ce paquet d'aide global coûterait 90 milliards d'euros au total : 5 milliards d'euros en décembre 2022, et 85 milliards d'euros entre mars et avril 2023 – dont 60 milliards d'euros pour l'industrie et 25 milliards d'euros pour les ménages. La commission doit encore se prononcer sur la question des prix de l'essence, et rendre ses conclusions définitives le 27 octobre 2022.

En l'attente des arbitrages gouvernementaux, il est impossible de chiffrer l'impact du bouclier tarifaire sur la croissance allemande. On peut néanmoins réaliser un exercice théorique, en supposant que le gouvernement valide le bouclier tarifaire sur le gaz et l'électricité de 90 milliards d'euros. Hors bouclier tarifaire, le prix du gaz pour les ménages atteindrait en moyenne 17,72 c€/kWh (17,12 c€ pour les entreprises) et le prix de l'électricité pour les ménages atteindrait 36,47 c€/kWh. On suppose un bouclier tarifaire fixé à 12 c€ pour le tarif du gaz TTC (ménages et entreprises) et 20 c€ pour l'électricité consommée par les ménages, avec une mise en place en janvier 2023¹⁶, ce qui représente un total de 90 milliards d'euros en 2023. Sous ces hypothèses, l'IPC atteindrait 3,3 % en moyenne en 2023, contre 4,7 % dans notre scénario central. Le revenu disponible réel ne baisserait plus que de 1,1 % en 2023 (contre 2,9 % dans notre scénario central), la consommation ne baisserait que de 1,1 % (contre 2 % dans le scénario central) et le taux d'épargne atteindrait 10,4 % en 2023. L'investissement des entreprises serait également plus dynamique, ce qui conduirait *in fine* à une croissance du PIB de 0,3 % en 2023.

En plus des mesures visant à limiter la facture énergétique, tous les gouvernements ont utilisé la dépense publique par des aides directes aux ménages et des subventions aux entreprises (TPE, secteurs les plus énergivores) pour soutenir le revenu des agents privés. Les principales mesures portent sur l'envoi de chèques énergie aux ménages (300 € en Allemagne pour un coût de 10,4 milliards, 100 € en France, combiné à l'envoi en septembre d'un nouveau chèque aux foyers les plus modestes, allègement de la facture de gaz et d'électricité pour tous les ménages britanniques à hauteur de 400 livres pour cet hiver). Certaines mesures et notamment celles prises fin 2022 ciblent davantage les populations les plus fragiles. Certaines prestations sociales sont revalorisées pendant une durée limitée (hausse de 15 % des prestations sociales en Espagne pendant 3 mois) ou bien bénéficient d'une anticipation de la date de revalorisation (France).

16. Les données de consommation sont issues de la *Bundesverband der Energie-und Wasserwirtschaft* (BDEW).

Le recours à l'allègement de la fiscalité sur la production et la consommation de gaz et d'électricité pour adoucir la facture énergétique a été utilisé pour un tiers des mesures en Italie, environ 20 % en Allemagne et en Espagne, donc relativement peu. Le principal levier porte sur la réduction du taux de TVA sur le gaz et l'électricité. D'autres taxes ont pu être également révisées momentanément à la baisse.

Pour 2023, les plans annoncés au Royaume-Uni, en France et surtout en Allemagne (hors plan de 200 milliards d'euros, soit 5,6 % du PIB) font état d'un montant de dépenses supérieur à celui de 2022. En Italie et en Espagne, ils seraient bien inférieurs. En Espagne, le mécanisme d'encadrement des prix de l'énergie au titre de l'exception ibérique maintenu jusqu'au 31 mai 2023 est quasiment la seule mesure connue à ce jour.

En France et au Royaume-Uni, la mesure phare de l'encadrement des hausses de prix de l'électricité se prolonge en 2023 et représente la quasi-totalité des mesures de soutien, au détriment des aides directes aux ménages et aux entreprises qui deviendraient marginales. En France, le bouclier tarifaire est reconduit avec malgré tout le relèvement à 15 % de la hausse des prix du gaz au 1^{er} janvier 2023 et de l'électricité au 1^{er} février (pour un coût prévu de 45 milliards d'euros). Simultanément, des chèques énergie exceptionnels seront distribués aux 12 millions de ménages les plus modestes. Au Royaume-Uni, comme annoncé dans le plan de Liz Truss, le plafonnement des prix du gaz et de l'électricité se poursuivrait en 2023 tandis qu'un reliquat du plan de mai 2022 en faveur des aides aux ménages devrait se poursuivre en 2023. Les mesures de soutien aux entreprises les plus fragilisées par la hausse des prix de l'énergie pourraient cependant être poursuivies au-delà de la fin mars 2023, selon l'évolution des prix. En Allemagne, en revanche, ce sont les aides directes aux ménages et entreprises (45 milliards d'euros) qui prédominent dans les mesures de lutte contre l'inflation. Le gouvernement poursuit les mesures d'aides aux ménages *via* des baisses d'impôts (loi sur la compensation de l'inflation qui prévoit d'adapter la fiscalité sur les ménages à l'inflation, loi sur le revenu des personnes âgées, hausse de l'exonération de base pour les salariés) et des aides aux entreprises pour un peu plus de 4 milliards. Simultanément, la baisse de la fiscalité sur le gaz naturel et la consommation d'électricité est prolongée (20 milliards).

Face à l'ampleur du coût des nouvelles mesures de lutte contre l'inflation, plusieurs pays ont décidé de surtaxer les bénéfices exceptionnels engrangés par les entreprises énergétiques bénéficiaires de la crise. Ainsi, au Royaume-Uni, une taxe exceptionnelle de 25 %, en plus de la taxation à 40 % des bénéfices des compagnies d'hydrocarbures produisant en Mer du Nord, a été mise en place fin mai avec un gain attendu de 7,7 milliards de livres sur l'exercice budgétaire courant d'avril 2022 à mars 2023. En Italie, la taxe habituelle de 10 % sur les sociétés est passée à 25 % durant l'été sur les super profits des entreprises de l'énergie (10 milliards attendus). En Espagne, le gouvernement a également mis en place une taxe de 25 % sur les super profits des compagnies de l'énergie (pétrole, gaz, électricité) et des banques à compter du 1^{er} janvier 2023 pendant 2 ans (7 milliards d'euros sur 2 ans, dont plus de 2 milliards par an pour les compagnies d'énergie). Ces revenus exceptionnels devront servir à financer une partie de la prise en charge par l'État espagnol du coût de l'exception ibérique (6,3 milliards), l'autre source de financement viendra de la « recette de congestion » obtenue par le gestionnaire du réseau espagnol à la suite d'échanges transfrontaliers d'électricité avec la France.

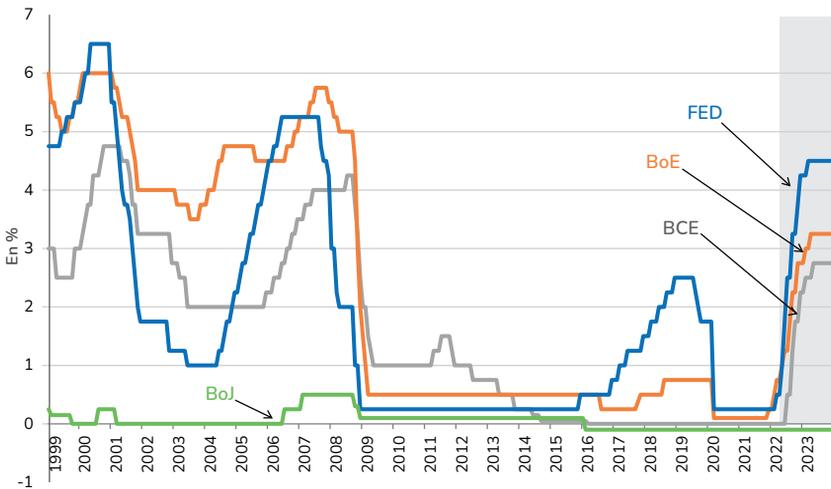
Politiques monétaires : quoi qu'il en coûte ?

Alors que les banques centrales s'étaient initialement montrées prudentes sur le risque inflationniste, la persistance et l'amplification de la hausse des prix les ont conduit à réviser leur jugement et, dans la foulée, l'orientation de leur politique monétaire. Elles ont donc d'abord mis un terme aux opérations d'achat d'actifs puis ont rapidement décidé d'augmenter les taux d'intérêt. La Banque d'Angleterre fut la première à réagir avec une hausse des taux de 0,15 point en décembre 2021. La Réserve fédérale a suivi le mouvement à partir de mars et la BCE en juillet (graphique 16). Le mouvement s'est intensifié tout au long des trois premiers trimestres de l'année 2022 puisque lors des réunions de juin, juillet et septembre, le FOMC (*Federal open-market Committee*) a décidé d'augmenter les taux de 0,75 point. La BCE avait fait le même choix quelques jours plus tôt si bien que les taux de politique monétaire s'élèvent à 3,25 % aux États-Unis et à 1,25 % dans la zone euro.

La persistance du choc énergie indique que l'inflation restera élevée en 2023 : 4,1 % aux États-Unis, 4,8 % dans la zone euro et 6 % au Royaume-Uni mais se résorberait progressivement puisqu'en fin d'année l'inflation baisserait à 3,6 % aux États-Unis, 3,2 % dans la zone

euro et 4 % au Royaume-Uni. Les déclarations récentes de Jerome Powel ou de Christine Lagarde indiquent clairement que les banques centrales font de la réduction de l'inflation leur objectif prioritaire quand bien même cela devrait se traduire par un ralentissement de la demande et une hausse du taux de chômage.

Graphique 16. Taux des banques centrales



BCE, Banque d'Angleterre, Réserve fédérale, Banque du Japon et prévisions OFCE, octobre 2022.

De fait, c'est principalement par ce canal que la politique monétaire se transmet aux prix. En effet, la hausse des taux directeurs est censée se transmettre aux taux de marché, aux taux bancaires et aux prix des actifs financiers conduisant à un resserrement des conditions de financement pour les ménages, les entreprises mais aussi les administrations publiques. De fait, ces hausses et les anticipations des hausses futures se sont déjà diffusées aux taux de marché. Ainsi, les taux à 10 ans aux États-Unis ont augmenté de 1,7 point entre janvier et septembre. La hausse a été plus marquée dans la zone euro sur la même période (+2,3 points), ce qui s'explique par une normalisation retardée de la politique monétaire de la BCE. Notons qu'au sein de la zone euro, la hausse est plus importante en Italie qu'en France et en Allemagne, reflétant aussi un accroissement de la prime de risque. De même, les annonces de nouvelles mesures budgétaires d'ampleur au Royaume-Uni, sans précisions sur les modalités de leur financement, ont provoqué des tensions sur le marché de dette publique britannique si bien que la Banque d'Angleterre a dû annoncer qu'elle interviendrait de nouveau si

nécessaire pour acheter des titres de dette. Du côté des banques, les ajustements de taux se font également à un rythme rapide. Dans ces conditions on peut anticiper un ralentissement du crédit et des financements qui pèsera – dès 2022 aux États-Unis et au Royaume-Uni – sur l'investissement des entreprises et des ménages ainsi que sur la consommation. Par ailleurs, les anticipations de hausse plus forte outre-Atlantique qu'en zone euro ont tiré l'euro vers le bas. Il en résulte une inflation importée probablement plus élevée mais cette dépréciation de l'euro pourrait néanmoins être favorable pour le commerce extérieur des pays de la zone euro. Au Royaume-Uni, les tensions sur les marchés financiers ont aussi été accompagnées d'une dépréciation de la livre.

Nous anticipons que les hausses des taux se poursuivront jusqu'à la fin du premier semestre 2023 portant le taux directeur à 4,5 % aux États-Unis, 3,5 % au Royaume-Uni et 3 % dans la zone euro. L'hypothèse de stabilité des prix du pétrole et du gaz se traduira mécaniquement par une baisse de l'inflation en glissement annuel, ce qui se matérialiserait dès le deuxième semestre par une réduction lente et progressive de l'inflation qui se poursuivrait en 2024. Pour autant, l'efficacité du resserrement monétaire sur l'inflation pourrait être assez faible dans un contexte d'inflation principalement alimentée en partie par les prix de l'énergie et par des tensions sur l'offre. La réduction serait principalement due au freinage de la demande et de l'activité économique en 2023. Ce scénario de politique monétaire conduit à anticiper un effet négatif sur le taux de croissance qui atteindrait 0,8 % aux États-Unis et 0,4 % dans la zone euro (encadré 2). Toutefois l'affaiblissement du lien entre l'inflation et le chômage indique un effet très modéré du resserrement monétaire sur les prix. Les banques centrales sont conscientes du risque de ralentissement mondial mais arguent notamment que le resserrement vise également à éviter un désancrage des anticipations qui pourrait alimenter une inflation bien plus persistante. Il reste que ce resserrement amplifiera le choc négatif, principalement lié à l'énergie, qui pèsera sur la demande.

Encadré 2. Impact de la politique monétaire sur le chômage et l'inflation

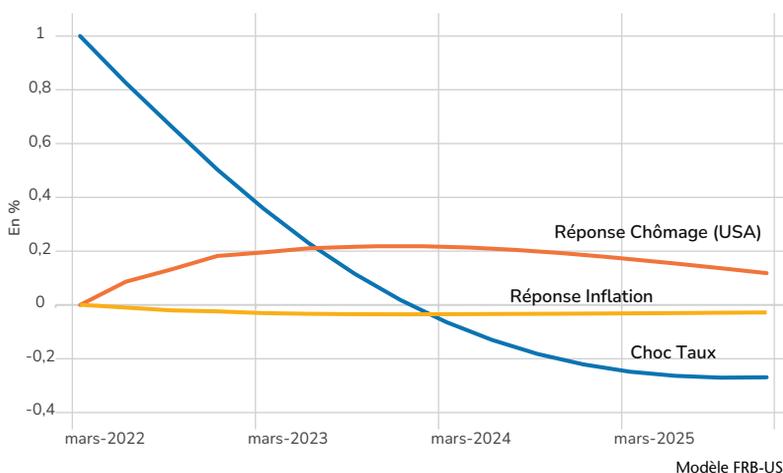
Le resserrement de la politique monétaire se matérialise par la hausse des taux directeurs des principales banques centrales. Il en résulte un durcissement des conditions financières. Les taux d'intérêt de long terme sont plus élevés, ce qui freinera l'activité de crédit et donc la demande domestique : consommation et investissement. Dans des grandes économies telle que la zone euro et les États-Unis, il s'agit du principal canal de transmission de la politique monétaire. L'analyse des effets de la politique monétaire sur l'activité économique fait l'objet d'une vaste littérature et d'une relative incertitude sur l'ampleur exacte de l'impact des chocs de politique monétaire. Notre évaluation s'appuie sur les travaux de modélisation de la Réserve fédérale des États-Unis (modèle FRB-US).

L'impact du choc en 2022 et 2023 dépend donc de l'ampleur du choc de taux et de la réponse du PIB, du chômage et de l'inflation à ce choc. Les simulations présentées dans le modèle FRB-US considèrent généralement la réponse de l'économie à un choc d'un point sur le taux directeur. Il ressort alors que le resserrement de la politique monétaire réduit l'activité et augmente le taux de chômage. En moyenne annuelle, l'écart de production baisse de 0,2 point la première année puis de 0,5 point la deuxième, ce qui correspond à une hausse du chômage de 0,1 et 0,2 point (graphique 17). La réponse de l'inflation est en revanche très faible.

Partant de cette évaluation, on peut donc calculer l'effet du resserrement de politique monétaire sur l'activité économique aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni, sous l'hypothèse que les réponses des économies sont relativement proches, ce que suggère par exemple l'analyse d'Heyer et Timbeau (2006) pour la France. Partant du scénario de politique monétaire pour 2022 et 2023, nous pouvons en déduire un impact sur la croissance. Néanmoins, il faut tenir compte de l'ensemble des autres chocs susceptibles d'affecter la croissance. En effet, si la hausse des taux d'intérêt est une réponse de politique monétaire à un choc sur les prix de l'énergie, l'évolution de la croissance dépendra à la fois du choc énergie et du choc de taux d'intérêt. De fait, c'est effectivement bien ce qui caractérise la réaction des banques centrales aujourd'hui. Il est cependant également probable que leur réaction soit liée à l'évolution des anticipations d'inflation. Or à taux d'intérêt nominal donné, une hausse des anticipations réduit le taux d'intérêt réel qui est la variable pertinente pour influencer les décisions des agents économiques. C'est pourquoi notre calibrage du choc n'est pas uniquement basé sur notre scénario de politique monétaire mais tient compte d'une hypothèse sur les anticipations d'inflation à long terme. Les anticipations des agents ne sont toutefois pas observables et peuvent être approximées soit par des indicateurs de marché, soit par des données d'enquêtes auprès de prévisionnistes professionnels ou de ménages. Enfin, ce choc est en écart à

un scénario contrefactuel qui correspond à une stabilité des taux de politique monétaire en 2022 et à une normalisation qui aurait eu lieu de façon très lente en l'absence des autres chocs qui affectent l'économie en 2023. Nous déduisons alors un choc de taux réel de 1,5 point aux États-Unis en 2022 et 2,3 points en 2023. Pour la zone euro, le choc serait de 0,3 point en 2022 et 1,6 en 2023. Il en résulte alors une baisse de la croissance de respectivement 0,3 point et 0,1 dès 2022. Pour 2023, l'activité serait freinée à la fois par la hausse des taux de 2022 et par la hausse supplémentaire de 2023, ce qui se traduirait par une croissance en baisse de 0,8 point aux États-Unis et de 0,4 point dans les pays de la zone euro. Au Royaume-Uni, la croissance serait amputée de 0,2 point en 2022 et 0,6 en 2023.

Graphique 17. Réponse du taux de chômage et de l'inflation à un choc d'un point de taux directeur



Un choc de pouvoir d'achat amorti par la sur-épargne passée

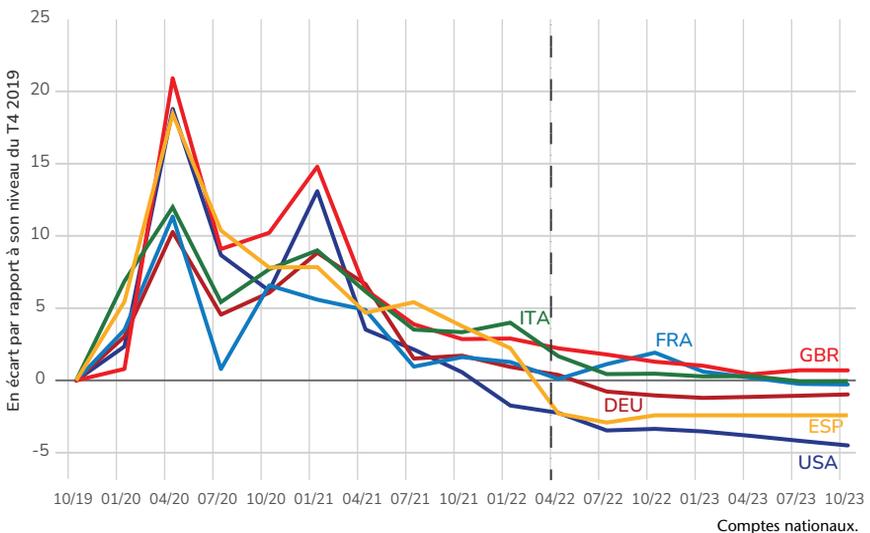
L'impact du choc énergie se traduit par une forte pression sur le pouvoir d'achat des ménages. Toutefois, au-delà des mesures budgétaires mises en place pour amortir ce choc, l'activité pourrait résister grâce à la baisse du taux d'épargne et à une utilisation au moins partielle de la sur-épargne accumulée en 2020 et 2021.

En effet, les ménages entrent dans une nouvelle zone de turbulences même si certains bénéficient d'une situation patrimoniale relativement bonne liée non seulement aux revenus de transferts reçus mais aussi à la hausse des prix d'actifs. Au niveau macroéconomique,

dans les principales économies avancées, la crise du Covid-19 s'est soldée par une forte augmentation de l'épargne financière liquide des ménages. La « sur-épargne » cumulée pendant la pandémie constitue un matelas de premier ordre pour atténuer les forts chocs en cours. Si la baisse du taux d'épargne est déjà enclenchée, dans la plupart des économies avancées il reste supérieur à son niveau d'avant-Covid. Les États-Unis constituant, au deuxième trimestre 2022, une exception majeure. Cette baisse plus rapide du taux d'épargne pourrait s'expliquer par des tensions sur les prix qui sont apparues plus tôt et qui ont été plus générales.

La baisse du taux d'épargne devrait être encore plus franche au cours des mois à venir. Dans notre scénario, les ménages des pays subissant le plus fortement les chocs (énergie et géopolitiques comme l'Allemagne ou monétaires comme les États-Unis) sont ceux qui vont plus fortement puiser dans leurs réserves afin de stabiliser leur consommation. À ce stade, la France, l'Italie et le Royaume-Uni (graphique 18) ne font que retrouver le niveau d'épargne trimestrielle d'avant-Covid. Dans ces pays, des marges de progression de la consommation subsistent.

Graphique 18. Taux d'épargne en prévision



Il n'en demeure pas moins que la croissance subirait un coup de frein important en fin d'année 2022 et début 2023. L'Allemagne, l'Espagne et le Royaume-Uni seraient en légère récession tandis qu'en France, en Italie et aux États-Unis, l'activité stagnerait. Ce franc ralentissement se traduira par une faible croissance annuelle en 2023. Au niveau mondial, le PIB progresserait de 2,7 % en 2022 puis de 2 % en 2023 (tableau 3). Pour autant, ce gel de l'activité serait temporaire. Sous l'hypothèse que la situation géopolitique ne se dégrade pas et ne conduise pas à une rupture d'approvisionnement en gaz, l'activité repartirait progressivement à partir du deuxième trimestre 2023. Parmi les principaux pays industrialisés, c'est l'Allemagne qui enregistrait la plus faible performance avec un recul du PIB de 0,5 %. L'activité progresserait de 1 % en Espagne et de 0,4 % en Italie et de 0,6 % pour l'ensemble de la zone euro. Aux États-Unis, la croissance ne dépasserait pas 0,7 % si bien que pour l'ensemble des pays industrialisés, la croissance atteindrait 0,8 %. Les pays émergents dans leur ensemble seraient moins touchés. Leur dynamique de croissance serait cependant influencée par l'évolution de l'activité en Chine qui ralentirait franchement en 2022 (1,2 % de croissance après 8,1 % en 2021) avant de rebondir en 2023 (3,4 %). Dans l'ensemble des pays émergents, la croissance serait plutôt stable : 2,8 % en 2022 et 2,9 % en 2023.

Ce scénario de croissance pourrait être revu à la baisse notamment en cas de rupture d'approvisionnement en gaz au cours de l'hiver. Il en résulterait non seulement un choc supplémentaire sur les prix mais surtout un rationnement de la production, ce qui réduirait la croissance. De même, nous supposons que la remontée des taux aux États-Unis ne se traduira pas par une fuite massive de capitaux qui conduirait à une crise financière, en particulier dans les pays émergents. Inversement, une normalisation plus rapide des contraintes d'approvisionnement ou la poursuite de la baisse du prix du pétrole seraient des aléas entraînant de la croissance.

Tableau 3. Tableau de croissance mondiale (en %)

	<i>PIB en volume</i>		
	2021	2022	2023
DEU	2,6	1,6	-0,5
FRA	6,8	2,6	0,6
ITA	6,7	3,5	0,4
ESP	5,5	4,3	1,0
EUZ	5,2	3,2	0,6
UE-27	5,1	3,4	0,7
GBR	7,5	4,5	0,9
USA	5,9	1,6	0,7
JPN	1,7	1,6	1,4
Pays développés	5,0	2,4	0,8
CHN	8,1	1,2	3,4
Asie hors Chine	6,4	5,5	4,6
Amérique latine	6,9	2,8	1,3
PVD	6,4	2,8	2,9
Monde	5,8	2,7	2,0

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

FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2022.

2. Tour du monde de la situation conjoncturelle

Les États-Unis vers la récession ?

Le rebond de la croissance américaine de l'année 2021 (+5,9 %) s'est soudainement interrompu au premier semestre de l'année 2022 puisque le PIB a reculé au cours des deux trimestres : de 0,4 puis de 0,1 %. Techniquement, les États-Unis seraient donc entrés en récession¹. Pour autant, la situation sur le marché du travail n'a pas subi de dégradations et la demande intérieure est restée bien orientée. Cette contre-performance est-elle un accident qui ne remettra pas en cause les perspectives de croissance ou augure-t-elle d'une récession durable conjuguée à une forte inflation ? Parmi les pays industrialisés, c'est outre-Atlantique que la question de l'inflation s'est d'abord posée. La forte reprise stimulée par les mesures budgétaires prises sous les administrations Trump et Biden a-t-elle conduit l'économie américaine sur la voie de la surchauffe ? Après avoir buté sur des contraintes d'offre en début d'année 2022, l'année 2023 serait marquée par un ralentissement de la demande. La persistance de l'inflation pèserait sur le revenu des ménages et la volonté affichée de la Réserve fédérale de réduire l'inflation freinera également la demande dans un contexte où la politique budgétaire ne serait plus un soutien à l'activité. Après la récession « technique », les États-Unis seront-ils vraiment en récession caractérisée par une baisse de la demande intérieure et une dégradation du marché du travail ?

1. Lorsque le PIB recule sur deux trimestres consécutifs, on considère qu'il y a une récession « technique ». Néanmoins, une analyse plus fine et plus globale de la conjoncture suggère plutôt qu'une récession correspond à « un déclin significatif de l'activité économique dans les différentes branches d'une durée supérieure à quelques mois. Cette baisse significative devrait normalement être présente dans le PIB, l'emploi, la production industrielle, les ventes, des secteurs manufacturier et du commerce ». Cette définition proposée par Burns et Mitchell (1946) est celle qui guide la datation du cycle menée par le NBER aux États-Unis et par le récent comité de datation des cycles économiques en France (voir Aviat, Bec, Diebolt, Doz, Ferrand, Ferrara, ... et Pionnier, 2021, *Les cycles économiques de la France : une datation de référence*, EconomiX-UMR7235, Université Paris Nanterre).

L'étrange récession

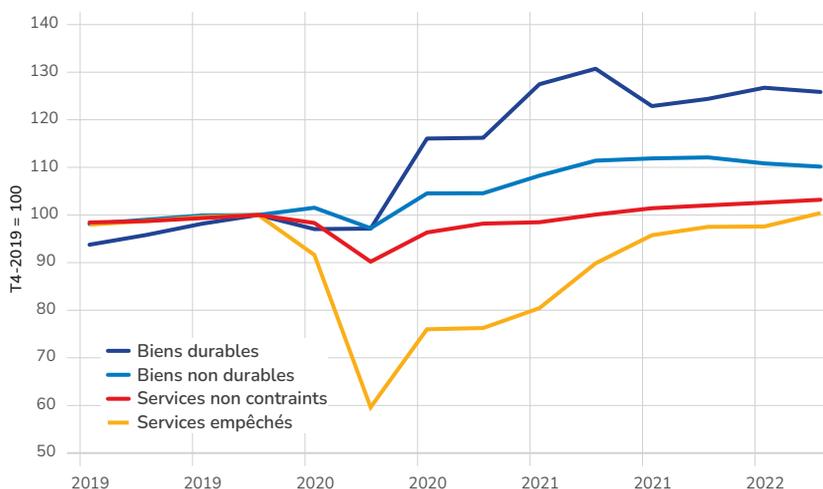
Stimulée par le dynamisme de la consommation qui a augmenté de 8,3 % en 2021, le niveau du PIB se situait 3,5 % au-dessus de celui observé en fin d'année 2019. Alors que la consommation de services « empêchés » peinait à rattraper le niveau pré-Covid, la consommation de biens durables était 30 % au-dessus au deuxième trimestre 2021 (graphique 1). La situation sanitaire a en effet détourné les ménages de la consommation de certains services nécessitant des interactions physiques qui ont reporté en partie leur consommation sur des achats de biens durables comme les voitures ou les équipements du foyer d'autant plus que ces dépenses furent soutenues par les chèques envoyés aux ménages en 2020 et 2021².

Sur le marché du travail, le taux de chômage poursuivait une baisse rapide amorcée depuis mai 2021. Il s'élevait à 3,9 % de la population active en décembre. Cette reprise alimentait le débat sur un risque de surchauffe de l'économie américaine en raison de l'intensification des contraintes d'approvisionnement tout au long de l'année et des tensions sur le marché du travail, illustrées par le mouvement Grande démission³. En novembre 2021, selon le *Bureau of Labor Statistics*, le taux de démission dans le secteur privé s'élevait à 3,4 %, soit le niveau le plus élevé depuis 2001. Cette situation a eu pour corollaire une hausse de l'inflation qui est passée de 1,4 % en début d'année à 5,8 % en décembre 2021. Cette augmentation des prix n'était pas uniquement liée à celle de l'énergie puisque l'inflation sous-jacente atteignait 4,9 %. Par ailleurs, le boom de la consommation des ménages s'est traduit par une forte augmentation des importations. Sur l'ensemble de l'année 2021, elles ont progressé de 14,1 %, contre 6,1 % pour les exportations si bien que le commerce extérieur a contribué négativement à la croissance : -1,7 point contre une contribution positive de 7,1 points de la demande intérieure (dont 5,7 points pour celle de la consommation des ménages).

2. En 2020, chaque individu, dont le revenu était inférieur à 75 000 dollars, a en effet touché 1 200 dollars auxquels pouvaient s'ajouter 500 dollars par enfant à charge. En 2021, ce chèque s'est élevé à 2 000 dollars et autant par enfant à charge.

3. Sur l'indicateur de contraintes d'approvisionnement, voir M. Davin, 2022, « Évaluation du choc d'approvisionnement », *Revue de l'OFCE*, n° 177, p. 101-115.

Graphique 1. La consommation américaine en biens et services en volume



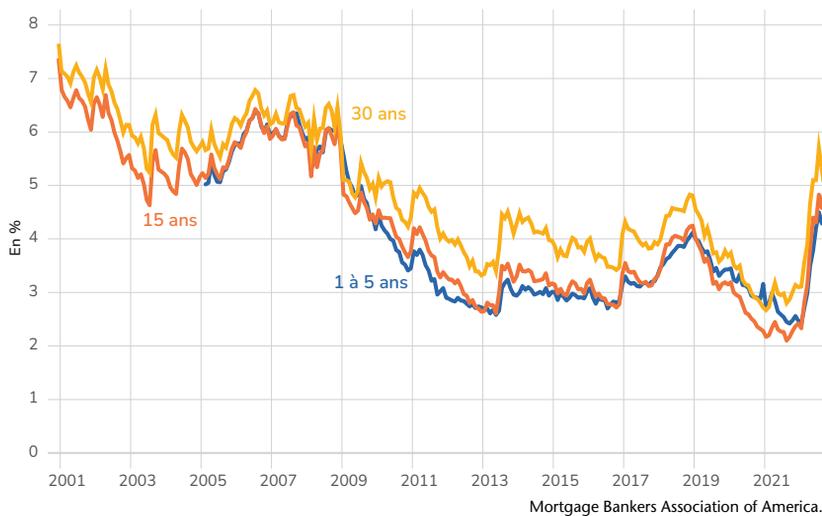
Les services dits « empêchés » correspondent aux services de transports, aux services de loisirs et à l'hôtellerie-restauration. BEA (tableau NIPA 156).

De fait, c'est par le commerce extérieur qu'est venu le recul du PIB du premier trimestre 2022. Les importations ont augmenté de 4,3 % tandis que les exportations diminuaient. Même si les principales composantes de la demande intérieure ont progressé sur des rythmes proches de ceux de la fin d'année 2021, cela n'a pas été suffisant et le PIB a donc reculé de 0,4 %. Au deuxième trimestre, la contribution du commerce extérieur est certes redevenue positive (+0,3 point) mais ce sont les stocks qui ont cette fois-ci contribué au recul du PIB. Néanmoins, la demande intérieure hors stocks a été moins porteuse, à la fois parce que la consommation des ménages a légèrement marqué le pas mais surtout parce que l'investissement a baissé : il a été tiré vers le bas par l'investissement résidentiel (-4,8 % au deuxième trimestre) et public (-1,4 % au deuxième trimestre), en baisse depuis trois trimestres. La consommation de biens a baissé probablement parce qu'elle a en partie buté sur les contraintes d'offre mais aussi parce que les ménages avaient déjà dépensé une partie de la manne reçue pendant la crise sanitaire⁴. Quant aux dépenses d'investissement résidentiel, elles ont pu être freinées par la remontée des taux. En effet,

4. Les achats de voitures et les contraintes d'approvisionnement – notamment de semi-conducteurs – auxquelles ce secteur a fait face ont fait bondir les prix. Ainsi, janvier 2022, le déflateur de prix à la consommation des voitures neuves augmentait de plus de 12,5 % et celui des voitures d'occasion de 60 %.

entre août 2021 et septembre 2022, les taux sur les crédits hypothécaires ont augmenté entre 2 et 3 points, retrouvant des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis 2009 (graphique 2).

Graphique 2. Taux des crédits immobiliers aux États-Unis

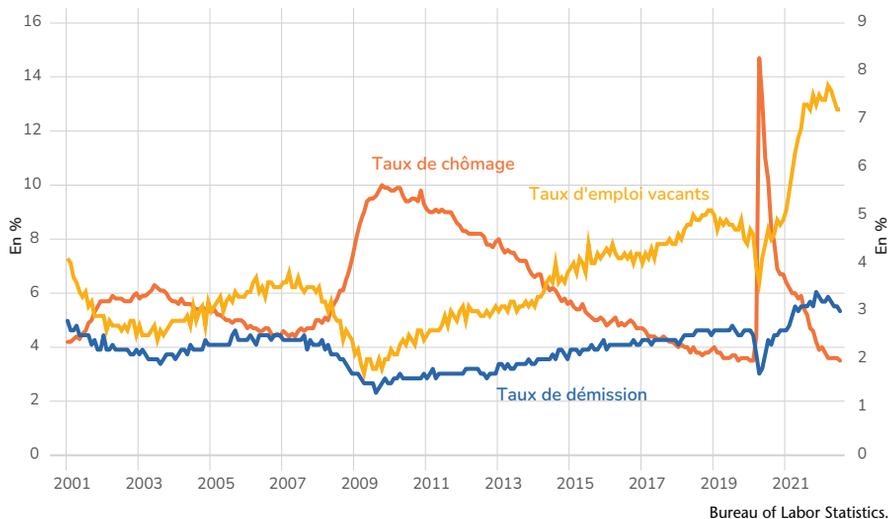


Malgré la baisse du PIB l'emploi a continué à progresser (+1,7 % au premier trimestre et +0,3 % au deuxième) et le chômage à baisser retrouvant le point bas de 3,6 % observé en fin d'année 2019. L'analyse des chiffres mensuels nuance un peu l'image d'une baisse du PIB qui serait sans incidence sur le marché du travail puisque le taux de chômage a stagné entre mars et juin et a augmenté de 0,2 point au mois d'août. Le marché du travail reste caractérisé par une situation contrastée où les tensions demeurent élevées comme en témoignent les taux de démission ou d'emplois vacants (graphique 3). Notons cependant que le taux d'emploi se situe un point en-dessous du niveau de fin 2019, reflétant la baisse du taux d'activité de 0,9 point, avec une baisse particulièrement marquée chez les 55 ans et plus dont le taux d'activité a baissé de 1,7 point depuis le début de la crise de la Covid tandis que celui des 35-44 ans a diminué de 0,4 point⁵.

5. Notons cependant que du point de vue de la population active, les retraits les plus importants sont observés dans la tranche des 25 à 34 ans puisqu'elle compte 645 000 personnes en moins sur le marché du travail, ce qui représente une baisse de 0,4 point du taux d'activité de cette tranche d'âge.

La conséquence de ces évolutions de l'emploi total et de l'activité depuis fin 2019 est que la productivité par tête a fortement augmenté : 1,1 % par trimestre en moyenne entre le deuxième trimestre 2020 et le quatrième trimestre 2021 contre une hausse de 0,4 % en moyenne trimestrielle sur la période 2017-2019⁶. La situation s'est renversée au premier semestre 2022 puisque la baisse du PIB ne s'est pas traduite par une baisse de l'emploi mais par celle record de la productivité par tête⁷. Ce faisant, le cycle de productivité pourrait s'être refermé si bien que les entreprises pourraient être amenées à ajuster plus rapidement l'emploi si le ralentissement du premier semestre venait à se poursuivre. Malgré la baisse du PIB, l'économie américaine ne serait pas – ou tout du moins pas encore – en récession. Outre la résistance de l'emploi, la production industrielle et les ventes de détail n'ont pas fléchi au cours du premier semestre. Pour autant les signes d'un ralentissement se confirment. Les enquêtes de confiance auprès des ménages ou des entreprises se sont nettement retournées depuis les points hauts de l'été 2021.

Graphique 3. Indicateurs de tensions sur le marché du travail américain



6. Les écarts sont moindres si l'on raisonne sur la productivité horaire qui a augmenté de 0,4 % en moyenne trimestrielle entre 2017 et 2019 et 0,6 % de mi-2020 à fin 2021.

7. Voir <https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/record-us-productivity-slump-first-half-2022-risks-higher>.

Stagflation ou ...

Dans ces conditions, les contre-performances du premier semestre pourraient surtout être les conséquences d'une surchauffe de l'économie qui pousse les prix à la hausse et se traduit par une dégradation du commerce extérieur. Le taux de pénétration des importations sur la demande intérieure hors stocks a gagné près de 4 points en deux ans. Dans le même temps, le dollar s'est apprécié en termes réels reflétant un épisode inflationniste qui a débuté plus tôt aux États-Unis et surtout une accélération des coûts salariaux puisque selon l'indicateur du FMI, le taux de change réel déflaté par les coûts salariaux unitaires a augmenté plus fortement que celui déflaté par les prix à la consommation⁸.

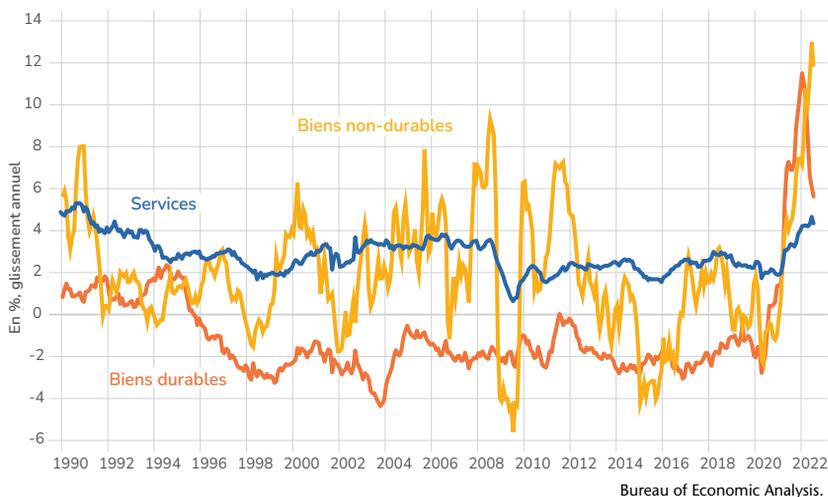
Au cours du premier semestre, l'inflation a poursuivi sur sa tendance haussière pour atteindre 6,4 % en moyenne⁹. Si l'énergie y contribue positivement, le sous-jacent témoigne de tensions inflationnistes qui se sont largement diffusées. Au premier trimestre 2022, le sous-jacent augmentait de 5,2 % même si on peut noter quelques signes de ralentissement au deuxième trimestre mais à un niveau toujours élevé (4,8 %). Les tensions les plus fortes se manifestent pour le prix des biens. Mais dans les services, les prix augmentaient cependant de 4,7 % en juin (graphique 4), tirés notamment par les prix des services liés au logement et aux services de transports.

Enfin côté salaires, les ingrédients sont réunis – tensions sur le marché du travail et choc d'inflation – pour pousser les rémunérations à la hausse. Ces éléments sont d'ailleurs confirmés par les enquêtes sur les coûts horaires du travail ainsi que par la progression du salaire horaire par tête. En tenant compte de la structure du marché du travail, la hausse en glissement annuel serait de 5,2 % au deuxième trimestre 2022 contre 2,5 % fin 2020 et 3 % fin 2019, période caractérisée par un taux de chômage équivalent. Selon les indicateurs de salaire et de prix retenus, l'évolution du salaire réel indique soit une stabilité soit une baisse du pouvoir d'achat des salariés. Il est par ailleurs probable que ces hausses soient hétérogènes selon les secteurs d'activité et au sein même des secteurs si bien que de nombreux salariés se trouvent très certainement exposés au choc sur l'énergie.

8. Entre fin 2020 et juillet 2022, l'appréciation réelle est 13,6 % avec un indicateur basé sur les prix à la consommation et de 20 % avec l'indicateur calculé sur les coûts salariaux unitaires.

9. Mesurée par l'indice des prix à la consommation, elle dépasse même 8 % en moyenne sur le semestre avec un pic à 9 % en juin.

Graphique 4. Principales composantes du déflateur de la consommation aux États-Unis



... Récession ?

Même si le prix de l'énergie a moins augmenté outre-Atlantique qu'en Europe en raison de l'écart entre les prix du gaz sur les marchés américain et européen, il n'en demeure pas moins que le choc énergie se répercute également sur le budget des ménages américains¹⁰. Leur facture énergétique – mesurée par la consommation en valeur d'essence et autres produits énergétiques – a augmenté de près de 180 milliards de dollars entre 2019 et le deuxième trimestre 2022¹¹. Avec le maintien des prix de l'énergie à un niveau élevé, la facture énergétique continuera à grever le budget des ménages en 2022 et 2023, ce qui devrait se traduire par un ajustement de la consommation d'autres biens et services. Alors qu'elle avait augmenté de 8,3 % en 2021, la consommation totale des ménages progresserait seulement de 2,6 % en 2022 et de 1,2 % en 2023 avec un ralentissement trimestriel prononcé au deuxième semestre 2022 et au premier trimestre 2023. Cette dynamique refléterait l'évolution du revenu disponible brut réel qui diminuerait de 5,3 % en 2022. Pour 2022, la baisse s'explique non seulement par l'inflation mais aussi par l'arrêt des transferts dont avaient bénéficié les ménages en 2020 et 2021, se traduisant par la stabilité du

10. La hausse est de 134 % entre la moyenne annuelle de 2019 et celle du premier semestre 2022 sur le marché américain contre +584 % sur la même période pour le prix du TTF.

11. Mesurée en volume, cette consommation a baissé de 30 milliards. La hausse résulte donc bien d'une augmentation des prix.

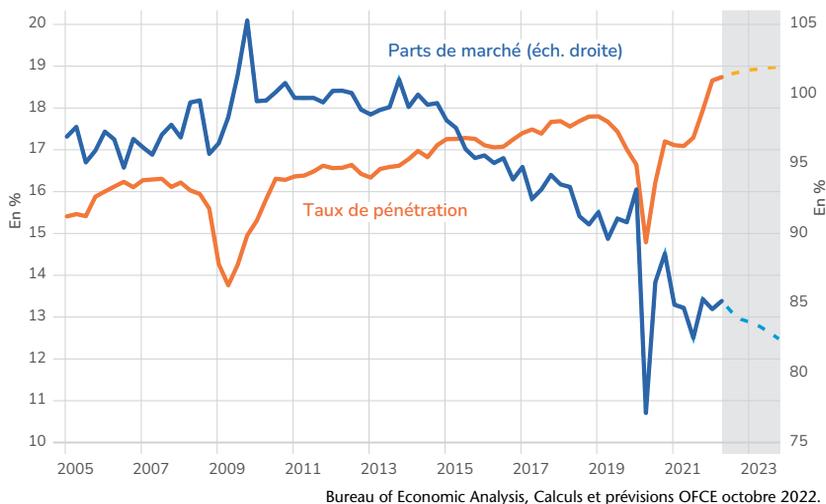
revenu disponible nominal. En 2023, le revenu disponible serait plus dynamique. Il serait surtout soutenu par les salaires puisque l'emploi total baisserait très légèrement. En termes réels, le revenu disponible ne progresserait que de 0,4 % et les ménages puiseraient une partie de la sur-épargne cumulée en 2020 et 2021 pour consommer. Celle-ci a déjà diminué au premier semestre mais s'élevait encore à 13,7 % (soit 2 220 milliards de dollars) du revenu disponible de 2019 au deuxième trimestre 2022. En 2019, le taux d'épargne était de 7,7 %. Il est monté à 16,4 % en 2020 et repasserait sous le niveau de 2019 en 2022 et 2023 : 4,8 % et 3,5 %. Enfin, après avoir fortement chuté au deuxième trimestre 2022, l'investissement résidentiel continuerait de baisser jusqu'en fin d'année avant de se redresser légèrement en 2023.

Ce choc énergie pour les ménages pourrait cependant être au moins partiellement compensé par des effets positifs dans la mesure où les États-Unis sont producteurs à la fois de pétrole et de gaz. La hausse des prix pourrait notamment stimuler l'investissement et améliorer la balance commerciale. Selon le modèle FRB/US de la Réserve fédérale, un choc sur le prix du pétrole de 30 dollars, ce qui correspond à l'écart entre le prix du pétrole en 2021 et notre hypothèse pour 2022, se traduirait par une perte de PIB de 0,1 point la première année. Si nous considérons également qu'à ce choc s'ajoute celui sur le prix du gaz, nous évaluons la perte d'activité liée au choc énergie à 0,2 point en 2022 et 0,1 point en 2023. Notons qu'au deuxième trimestre 2022, l'investissement – en volume – dans l'exploration minière et les puits de pétrole a presque doublé entre le troisième trimestre 2020 et le deuxième trimestre 2022, passant de 57 à 100 milliards de dollars, mais il se situe néanmoins 20 % en-dessous du niveau de l'année 2019.

Par ailleurs, le commerce extérieur continuerait à peser sur la croissance mais de façon moins prononcée qu'en 2021 et au premier semestre 2022. La contribution serait toujours négative mais seulement de -0,1 point sur les six prochains trimestres contre une moyenne de -0,3 point lors des six trimestres précédents. Le taux de pénétration serait effectivement beaucoup moins dynamique du fait du ralentissement de la demande interne (graphique 5). Les exportations seraient également freinées en fin d'année 2022 en lien avec la demande mondiale et dans une moindre mesure du fait de l'appréciation du dollar qui se traduirait par une perte de parts de marché et une stabilité du ratio des exportations sur PIB. Il en résulterait une très faible croissance au deuxième semestre 2022 et au premier trimestre 2023 : 0,1 % en rythme trimestriel si bien que pour l'ensemble de l'année

2022, le PIB américain augmenterait de 1,6 % après avoir crû de 5,9 % en 2021. Les États-Unis échapperaient donc à la récession même si l'emploi n'est pas épargné par ce ralentissement. Il en résulterait une augmentation du taux de chômage à partir de la fin de l'année 2022.

Graphique 5. Taux de pénétration et parts de marché à l'exportation aux États-Unis

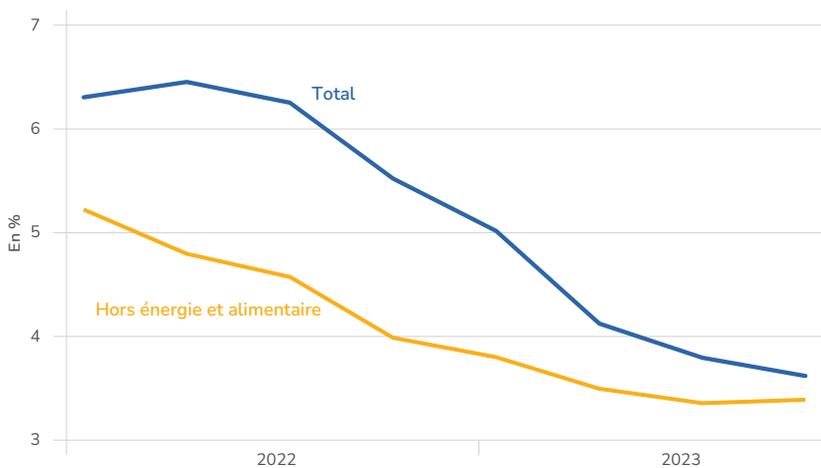


Politiques économiques : du soutien au frein à l'activité

Alors qu'en 2020 et 2021, les politiques budgétaire et monétaire étaient expansionnistes, l'année 2022 marque un changement de cap global de la politique économique. Du côté monétaire, la Réserve fédérale a amorcé un cycle de hausse de taux motivé par la volonté de ramener l'inflation vers 2 %. Après une première hausse d'un quart de point en mars, la banque centrale a décidé d'accélérer le rythme en procédant à trois hausses successives de trois quarts de point lors des réunions de juin, juillet et septembre. Nous anticipons que ce mouvement se poursuivra jusqu'à ce que les taux se stabilisent à 4,5 %. Pour autant, l'inflation – mesurée par le déflateur de la consommation – ne sera toujours pas revenue à 2 %. Pour 2023, l'inflation annuelle serait légèrement supérieure à 4 % même si la baisse se poursuit tout au long de l'année et atteint 3,6 % en fin d'année. Ce choc de taux, ajusté des anticipations d'inflation des ménages, se traduirait par une croissance amputée de 0,4 point en 2022 et 0,8 en 2023. L'effet pourrait cependant être plus négatif si la Réserve fédérale tente à tout prix de ramener l'inflation à 2 %. Sous l'hypothèse de stabilité des prix de l'énergie, la

composante énergie de l'inflation atténuera mécaniquement les tensions qui convergera vers le sous-jacent. Dit autrement, l'inflation sous-jacente contribuera peu à la baisse de l'inflation en 2023 et s'établirait à 3,4 % en fin d'année (graphique 6). La cible d'inflation de 2 % en moyenne suggère que la Réserve fédérale pourrait tolérer une inflation supérieure à cette cible, notamment si les anticipations d'inflation restent proches de la cible. Parallèlement, la hausse du chômage qui augmenterait de 0,9 point en moyenne annuelle entre 2022 et 2023 pourrait aussi porter l'attention de la banque centrale à la deuxième branche du double mandat de la banque centrale. L'orientation de la politique monétaire fin 2023 dépendra sans aucun doute des anticipations d'inflation pour 2024. Si la baisse de l'inflation se poursuit, le resserrement ne sera pas amplifié.

Graphique 6. Inflation aux États-Unis



Bureau of Economic Analysis, Calculs et prévisions OFCE octobre 2022.

En 2022, la politique budgétaire américaine est essentiellement marquée par la fin des dispositifs qui ont été mis en place en 2020 et prolongés en 2021 après l'adoption de l'*American Rescue Plan* de mars 2021. Le vote du premier budget Biden en fin d'année 2021 (*Build back better*) modifie assez peu l'impulsion budgétaire négative pour 2022 puisque le plan a été bien moins ambitieux, tant sur le plan des dépenses que des recettes, que ce qui avait été annoncé dans le projet initial en raison du blocage d'un député démocrate. Pour autant, un nouveau plan a été adopté par le Congrès : l'*Inflation Reduction Act*. Bien que son intitulé suggère qu'il s'agit de mesures pour lutter contre

l'inflation, le plan ne prévoit pas d'aides aux ménages sous forme de chèque énergie ou de mesures de blocage des prix. Il constitue surtout la continuité du *Build Back Better* et vise plutôt à favoriser la transition énergétique puisqu'il intègre des réductions d'impôts aux ménages qui font l'acquisition d'équipements permettant de réduire la consommation d'énergie. Le coût estimé de ces aides serait de 369 Mds de dollars, soit 1,5 point de PIB, mais ces mesures sont prévues sur plusieurs années. Globalement l'impulsion budgétaire serait très négative 2022 reflétant le non-renouvellement des aides d'urgence prises pendant la crise sanitaire. En 2023 et en tenant compte de l'*Inflation Reduction Act*, l'impulsion serait de - 3,1 points de PIB, ce qui permettrait de poursuivre la réduction des déficits et de la dette publique. Malgré le ralentissement, la progression du déflateur du PIB de 7,1 % en 2022 et 4,5 % en 2023 contribuera également à cette baisse de la dette fédérale qui passerait de 133 % du PIB en 2020 à 115 % en 2023.

Allemagne : un modèle remis en question

Après une croissance du PIB de 0,8 % au premier trimestre, l'économie allemande connaît un fort ralentissement depuis le deuxième trimestre 2022. Le ralentissement conjoncturel est surtout lié à une contribution négative du commerce extérieur due à des pertes de parts de marché (-0,6 point au deuxième trimestre 2022) ainsi qu'à la baisse de l'investissement des entreprises. Au premier semestre, c'est essentiellement la consommation privée qui a soutenu la croissance grâce à la baisse marquée du taux d'épargne ; cela a permis la progression de la valeur ajoutée dans le secteur des services (information et communication, activités financières, services aux entreprises) à l'exception des services aux ménages. Le taux d'épargne atteint ainsi 10,8 % du revenu disponible brut au deuxième trimestre 2022, soit une baisse de 8,5 points par rapport au premier trimestre de 2021, et un quasi-retour au niveau pré-Covid¹². En revanche, la valeur ajoutée de l'industrie manufacturière stagne depuis fin 2020 ; elle se situe toujours 5 % en dessous de son niveau pré-Covid, en raison des difficultés persistantes d'approvisionnement en matières premières et produits intermédiaires ainsi que des prix élevés et du ralentissement économique mondial.

12. Le taux d'épargne atteignait 10,6 % en moyenne sur la période 2015-2019.

Sous l'effet de la baisse de la demande intérieure, l'économie allemande pourrait tomber en récession dès le quatrième trimestre 2022. La récession se poursuivrait début 2023, avec une baisse du PIB de 0,4 % au premier trimestre, avant un retour de la croissance mi-2023. Au total, le PIB reculerait de 0,5 point sur l'ensemble de l'année 2023. Le facteur déterminant devrait être un recul de la consommation privée, avec un taux d'inflation – mesuré par l'indice des prix à la consommation (IPC) – qui devrait culminer au quatrième trimestre 2022. Les revenus réels des ménages diminueraient donc fortement et le pouvoir d'achat baisserait sensiblement. Les mesures prises par le gouvernement fédéral dans le cadre des trois paquets d'allègement ne compenseraient que partiellement le choc inflationniste. Le taux d'inflation s'élèvera en moyenne à 4,7 % en 2023. Dans le sillage du ralentissement conjoncturel, et malgré une quasi-stagnation de la productivité du travail, l'emploi reculerait en 2023 avec la perte de 200 000 emplois. Le déficit public atteindrait 1,6 % du PIB en 2022 et se creuserait à 2 % du PIB en 2023.

L'essoufflement de la croissance allemande, conjoncturel de prime abord, révèle en réalité une fragilité structurelle du modèle allemand, notamment dans son *mix* énergétique. La compétitivité de l'industrie allemande était fondée sur plusieurs éléments, notamment l'approvisionnement en gaz naturel russe à bon marché ainsi qu'un bon positionnement à l'export vers les marchés émergents. Or, ces deux atouts vacillent : les sanctions envers la Russie ont tari les flux gaziers et conduit à l'explosion du prix du gaz. Par ailleurs, l'Allemagne pâtit du ralentissement de certaines économies émergentes, notamment la Chine¹³, mais également les pays d'Europe centrale et orientale et les pays de la CEI. Au-delà de la conjoncture, la crise ukrainienne pose donc la question de la remise en question du modèle allemand.

Faute de précisions suffisantes sur la taille et les modalités du bouclier tarifaire annoncé par le gouvernement allemand le 30 septembre 2022, notre scénario central ne l'intègre pas ce bouclier dans nos prévisions de croissance. On peut néanmoins réaliser un exercice théorique en supposant que le gouvernement valide le bouclier tarifaire présenté par le Conseil des experts allemands (document intermédiaire du 10 octobre 2022) sur le gaz et l'électricité de 90 milliards d'euros. Hors bouclier tarifaire, le prix du gaz pour les ménages attein-

13. 7,5 % des exportations allemandes sont destinées à la Chine et 16,2 % sont destinées aux pays d'Europe centrale et orientale et à la CEI.

draît en moyenne 17,72 c€/kWh (17,12 c€ pour les entreprises) et le prix de l'électricité pour les ménages atteindrait 36,47 c€/kWh. On suppose un bouclier tarifaire fixé à 12 c€ pour le tarif du gaz TTC (ménages et entreprises) et 20 c€ pour l'électricité consommée par les ménages, avec une mise en place en janvier 2023¹⁴, ce qui représente un total de 90 milliards d'euros en 2023. Sous ces hypothèses, l'IPC atteindrait 3,3 % en moyenne en 2023 contre 4,7 % dans notre scénario central. Le revenu disponible réel ne baisserait plus que de 1,1 % en 2023 (contre 2,9 % dans notre scénario central), la consommation ne baisserait que de 1,1 % (contre 2 % dans le scénario central) et le taux d'épargne atteindrait 10,4 % en 2023. L'investissement des entreprises serait également plus dynamique, ce qui conduirait *in fine* à une croissance du PIB de 0,3 % en 2023.

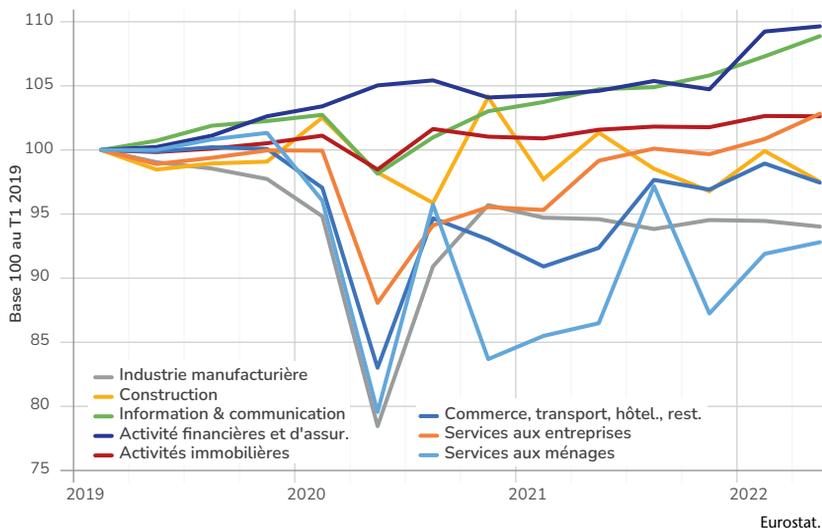
Premier semestre 2022 : un rebond de la croissance suivi d'un ralentissement

Après une progression du PIB de 0,8 % au premier trimestre 2022, l'économie allemande a fortement ralenti au deuxième trimestre 2022 (+0,2 %), retrouvant à peine son niveau d'avant-crise.

À l'exception des services aux ménages, on observe un découplage de la croissance au deuxième trimestre 2022 (graphique 7) entre l'industrie et les services. Globalement, la situation s'améliore dans les services marchands, en particulier dans les secteurs de l'information et de la communication, des activités financières et de l'assurance, des activités immobilières et des services aux entreprises. L'industrie manufacturière, en revanche, n'a pas pu exploiter les carnets de commandes bien remplis en raison des goulets d'étranglement dans l'approvisionnement de certains biens intermédiaires. Certains secteurs sont particulièrement affectés et affichent encore des niveaux de production industrielle inférieurs à leur niveau pré-Covid en août 2022 : 15,9 % dans le textile-habillement, 12,7 % dans l'automobile et les matériels de transport, 12,4 % dans la fabrication des articles en bois, 9,1 % dans le papier, le carton et l'imprimerie, 8,2 % dans la réparation et l'installation des machines. En revanche, les fabricants d'ordinateurs, de produits électroniques et optiques ont enregistré une croissance significative de leur production. Le taux d'utilisation des capacités est néanmoins élevé (85,3 % au troisième trimestre 2022), supérieur à sa moyenne historique de 84 % sur 2000-2019.

14. Les données de consommation sont issues de la *Bundesverband der Energie- und Wasserwirtschaft* (BDEW).

Graphique 7. Évolution de la valeur ajoutée allemande, T1 2019- T2 2022



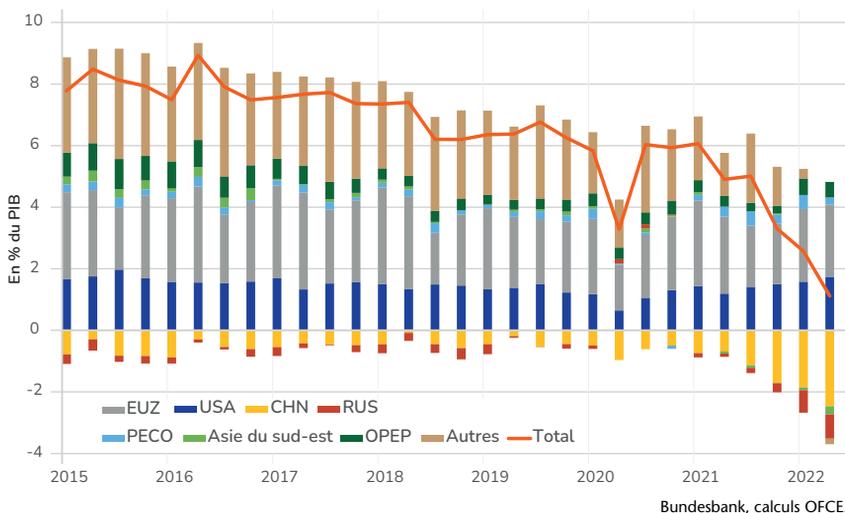
La FBCF privée, qui est toujours en-deçà de leur niveau pré-crise (-2 % au deuxième trimestre 2022), s'est repliée au deuxième trimestre 2022 en raison de la baisse de l'investissement public et de l'investissement en logement. La FBCF en construction est particulièrement affectée, avec un recul de 3,4 % au deuxième trimestre, en raison de l'augmentation des coûts de financement et de la baisse du revenu disponible des ménages. De plus, les coûts de la construction ont massivement augmenté. Ainsi, au deuxième trimestre 2022, le déflateur des investissements dans la construction a augmenté de 7,2 % par rapport au premier trimestre ; par rapport à 2021, il a augmenté de près de 20 %.

Bien qu'étant également en-deçà de son niveau pré-crise (-1,6 % au deuxième trimestre 2022), la consommation privée a progressé au premier semestre, au prix d'une forte baisse du taux d'épargne, qui a retrouvé son niveau d'avant-Covid. En revanche, on n'observe pas encore de consommation de la sur-épargne Covid ; cette dernière atteint 240 milliards d'euros cumulés au deuxième trimestre 2022.

Par ailleurs, la contribution du commerce extérieur à la croissance du PIB a été largement négative au premier semestre 2022, en raison des conséquences de la pandémie et de la guerre en Ukraine. Le solde commercial a fondu, passant de 5,9 % du PIB au premier trimestre 2021 à 1 % du PIB au deuxième trimestre 2022. Les exportations n'ont

augmenté que modérément au deuxième trimestre 2022 et n'ont pas compensé le recul enregistré en début d'année. Les problèmes d'approvisionnement qui freinent la production dans l'industrie manufacturière continuent de contribuer à la faible évolution des exportations. Les sanctions et le retrait volontaire des entreprises allemandes ont eu un impact significatif sur le commerce extérieur avec la Russie (graphique 8). Entre mars et juin 2022, les exportations nominales vers la Russie¹⁵ ont été inférieures de 55 % à leur niveau de l'année précédente, avec une chute marquée des exportations de produits automobiles, de matériel informatique et d'équipements électriques. Par ailleurs, le ralentissement de la croissance chinoise a largement dégradé la balance bilatérale avec la Chine, qui atteint -2,5 % du PIB allemand. Contrairement aux exportations, les importations ont augmenté assez fortement car la demande de biens d'investissement et de biens intermédiaires s'est sensiblement redressée. Par ailleurs, l'envolée des prix de l'énergie a largement renchéri le montant nominal des exportations. Depuis le début de la guerre, les importations nominales en provenance de Russie ont augmenté d'environ 42 % par rapport à 2021, notamment en raison de la hausse des prix des matières premières, même si les quantités importées ont nettement diminué.

Graphique 8. Balance commerciale allemande, 2015T1-2022T2



15. Au total, la part de la Russie dans les exportations de marchandises, qui était déjà inférieure à 2 % depuis 2020, a encore diminué de moitié depuis le début de la guerre.

Sur le marché du travail, le nombre de personnes en chômage partiel a continué de baisser pour atteindre 99 235 emplois en juin 2022. À titre de comparaison, au plus fort de la crise Covid en avril 2020, le chômage partiel avait concerné 6 millions de personnes, la moyenne sur 2015-2019 étant de 40 000 personnes. L'emploi a continué à progresser sous l'effet de la hausse de l'emploi salarié (+1,8 % au deuxième trimestre 2022, en glissement annuel), alors que l'emploi indépendant continue à décroître depuis 10 ans de 0,4 % par trimestre en moyenne.

Les taux d'inflation actuels sont historiquement élevés. En août, l'IPC a atteint 8,8 % en glissement annuel, avec une contribution de 4,3 points liée à l'explosion des prix de l'énergie (+36 % en glissement annuel) et une contribution de 2,2 points liée à la forte hausse des prix alimentaires (+12,9 % en glissement annuel). La hausse de l'IPC sous-jacent reste pour l'heure contenue grâce à une augmentation contenue des salaires nominaux, ce qui limite l'enclenchement d'une boucle prix-salaires.

Fin 2022 - début 2023 : une récession quasi-inévitable

L'économie allemande devrait plonger dans la récession en fin d'année 2022. Rogné par la forte progression des prix à la consommation, le revenu des ménages ne permettrait pas de soutenir la consommation qui reculerait malgré la baisse du taux d'épargne. Sous l'hypothèse d'une stabilité du taux de pénétration¹⁶ qui entraîne un recul des importations, le commerce extérieur devrait contribuer positivement à la croissance du PIB malgré la faiblesse des exportations et la perte des parts de marché allemandes. Notre scénario repose par ailleurs sur l'hypothèse d'une baisse du taux d'épargne au deuxième semestre 2022 et en 2023 : il passerait ainsi de 10,8 % au deuxième trimestre 2022 à 9,4 % au quatrième trimestre 2022 et 9,4 % en moyenne sur 2023. Nous faisons donc l'hypothèse d'une utilisation partielle de l'épargne accumulée au cours de la crise de la Covid, avec un taux d'épargne inférieur d'1,2 point à sa moyenne 2015-2019.

L'évolution du PIB est la résultante des différents chocs qui touchent l'Allemagne en 2022 et 2023 et écartent le PIB de sa trajectoire spontanée (tableau 1). La croissance spontanée en 2022 correspond à la croissance hors choc, égale au potentiel (1,2 %) et à la fermeture de

16. Le taux de pénétration se définit comme le ratio entre le niveau des importations et le niveau de la demande intérieure.

l'écart de production¹⁷. Les chocs énergétiques amputerait la croissance du PIB de 1,9 point en 2022 et de 3,2 points en 2023, et ne seraient que très partiellement compensés par l'impulsion budgétaire positive liée aux mesures relatives à l'énergie. Le choc d'incertitude géopolitique aurait un impact fort en 2022 (-1,3 point) et atténué en 2023, *i.e.* entre -0,1 point (si les tensions géopolitiques s'apaisent fin 2022) et -0,7 point (si les tensions géopolitiques perdurent jusqu'à fin 2023). Nous faisons une hypothèse « moyenne » en supposant que les tensions géopolitiques restent au même niveau jusqu'à la fin du premier trimestre 2023. En revanche, le choc d'approvisionnement disparaîtrait en fin d'année 2022 et apporterait une contribution légèrement positive à la croissance en 2023. Le durcissement de la politique monétaire amputerait la croissance de 0,3 point en 2023.

Malgré les mesures budgétaires liées à l'énergie, le revenu disponible réel des ménages se dégraderait en 2022 et encore plus fortement en 2023 (-1,3 % puis -2,9 %), rongé par l'inflation. En conséquence et malgré la baisse du taux d'épargne qui resterait autour de 9,4 % en 2023, soit un point en dessous de sa moyenne, la consommation se contracterait fortement pendant l'hiver 2022-2023. Après une année 2021 marquée par une augmentation historiquement basse des salaires conventionnels (+1,6 %, soit le niveau le plus bas depuis 2006), les salaires nominaux devraient fortement progresser, mais

Tableau 1. Décomposition des chocs sur la croissance allemande

En points de PIB	2022	2023
Croissance spontanée	5,1	2,4
Révision et nouveaux comptes	-0,9	
Hausse du prix du pétrole	-0,5	-0,8
Hausse du prix du gaz	-1,1	-2,1
Hausse du prix de l'électricité	-0,3	-0,3
Choc d'incertitude géopolitique	-1,3	-0,3
Choc d'approvisionnement	-0,2	0,1
Politique monétaire	0,0	-0,3
Impulsion budgétaire plans d'urgence énergie	1,2	0,7
Autres chocs (commerce extérieur,...)	-0,5	
Prévision octobre 2022	1,6	-0,5

Calculs de l'OFCE., prévisions octobre 2022.

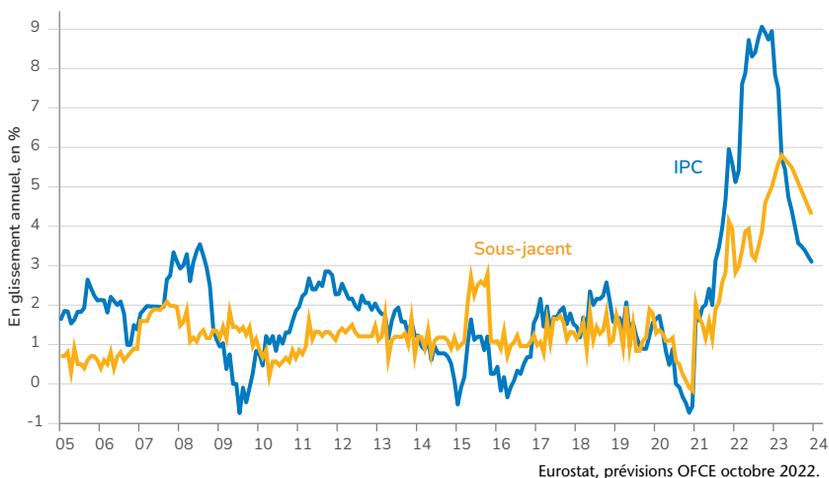
17. En 2022, nous incluons également une composante liée au rattrapage de la croissance après le choc Covid.

moins que la hausse de l'IPC. Pour l'année 2022, les salaires ont déjà largement été négociés. Sur la base de ces accords, les salaires conventionnels devraient augmenter de 3,6 % en 2022, en hausse par rapport à 2021 (1,6 %). Pour les négociations tarifaires à venir au cours de la période de prévision, nous nous attendons à une augmentation des salaires conventionnels de 4,7 % pour l'année 2023. Outre la poussée inflationniste, les pénuries de main-d'œuvre rapportées par les entreprises favorisent la conclusion d'accords salariaux plus élevés. Selon nos estimations, le passage du salaire minimum légal de 9,82 à 10,45 euros bruts de l'heure au 1^{er} juillet augmenterait de 0,45 point le taux de croissance annuel des salaires au deuxième trimestre 2022. Mais c'est surtout le passage à 12 euros bruts de l'heure le 1^{er} octobre 2022 qui aurait l'impact le plus fort : le taux de croissance annuel des salaires augmenterait de 2,3 points au quatrième trimestre 2022, effet qui ne s'estomperait que progressivement. Ainsi, les salaires nets horaires progresseraient au total de 4 % en 2022 et de 5,9 % en 2023. Le chômage partiel, qui progresserait lentement jusqu'au deuxième trimestre 2023, devrait néanmoins avoir un effet légèrement modérateur sur les salaires en 2022 et 2023. Le revenu des ménages sera également soutenu par les mesures budgétaires (prestations sociales nettes) en 2022 et 2023.

Selon nos prévisions, le dynamisme des salaires devrait être complètement « mangé » par l'inflation. Ainsi, pour la fin de 2022 et l'année 2023, nous faisons plusieurs hypothèses : une stabilisation des prix des produits alimentaires au niveau d'août 2022, un prix du pétrole Brent à 100 dollars le baril, un prix du gaz naturel et de l'électricité plafonné à 200 euros/MWh. Nous en déduisons l'évolution des composantes alimentaire et énergétique de l'IPC à partir de modèles à correction d'erreur. Sous ces hypothèses, l'IPC énergie progresserait de 31,6 % en 2022, mais seulement de 3,2 % en 2023, contre respectivement 9,5 % et 3,3 % pour la composante alimentaire. L'IPC total culminerait à 8 % en 2022, puis descendrait à 4,7 % en 2023 (graphique 9).

Dans le sillage du ralentissement conjoncturel et malgré une quasi-stagnation de la productivité du travail, l'emploi reculerait en 2023 avec la perte de 200 000 emplois. Certes, depuis fin 2020, le chômage au sens du BIT baisse continûment et atteint même un point bas historique au deuxième trimestre 2022, à 2,9 % de la population active (Eurostat). Notons qu'au troisième trimestre 2022, la population active devrait s'accroître de 150 000 personnes (notamment une partie des réfugiés ukrainiens)¹⁸, avant de stagner en 2023. Sous l'effet de la

Graphique 9. Inflation en Allemagne



dégradation de l'activité, le chômage progresserait jusqu'au deuxième trimestre 2023. Nous faisons néanmoins l'hypothèse que les dispositifs de chômage partiel seront réactivés, ce qui tempérerait la progression du taux de chômage qui atteindrait 3,3 % au dernier trimestre 2022 et 3,5 % au dernier trimestre 2023.

La politique budgétaire sera marquée par les trois plans d'urgence successifs liés à l'énergie, dont le montant agrégé devrait représenter 42 milliards d'euros en 2022, soit 1,2 point de PIB) et 64,5 milliards d'euros en 2023 (1,9 point de PIB). Ces mesures de soutien incluent des dispositifs liés directement à l'énergie, comme l'introduction d'un nouveau billet de transports en commun à 9 euros par mois entre juin et août 2022, la baisse de la surtaxe de l'électricité pour les clients (surtaxe EEG), la réduction de taxe sur les carburants (14 centimes sur gazole et 30 centimes sur essence en juin, juillet et août 2022) ou encore la réduction du taux de TVA sur le gaz naturel. Mais beaucoup de mesures sont moins ciblées vers l'énergie et visent plus largement à soutenir le pouvoir d'achat des ménages en période d'inflation : supplément de 20 euros par enfant à partir du 1^{er} juillet 2022 pour les bénéficiaires de minima sociaux, augmentation de l'allocation de base pour les bénéficiaires de minima sociaux, indemnité forfaitaire de 300 euros pour les salariés et indépendants, allocations familiales

18. L'augmentation est en grande partie due à l'enregistrement des réfugiés ukrainiens qui reçoivent des prestations d'assurance de base (ALG II) pour les demandeurs d'emploi depuis le 1^{er} juin 2022. Le nombre de chômeurs a ainsi progressé de 205 000 personnes entre mai 2022 et août 2022.

exceptionnelles de 100 euros par enfant, versement de 300 euros pour les retraités et de 200 euros pour les étudiants, introduction du revenu de citoyenneté, etc.

Malgré ces mesures de soutien, nous inscrivons une impulsion budgétaire négative en 2022 de 2 points de PIB, en raison de l'arrêt des mesures sanitaires liées à la Covid. Le déficit devrait alors se résorber sensiblement pour atteindre 1,6 % du PIB en 2022. Quant à la dette publique, elle passerait de 69,3 % du PIB en 2021 à 66,1 % en 2022. En 2023, nous supposons que le gouvernement allemand voudra conserver son objectif de 2 % de déficit public inscrit dans le programme de stabilité pour 2023. En conséquence, la dette publique atteindrait 65,3 % du PIB fin 2023.

Ce scénario de base ne tient pas compte de l'annonce faite par le gouvernement, le 30 septembre 2022, de la mise en place d'un bouclier tarifaire sur l'énergie pour les ménages et les entreprises, qui consisterait à plafonner les prix du gaz et de l'électricité, et qui pourrait atteindre le montant maximal de 200 milliards d'euros, soit 5,6 points de PIB.

Encadré 1. L'Allemagne se convertit au bouclier budgétaire

Le 30 septembre 2022, face à l'ampleur de la crise énergétique, le gouvernement fédéral a annoncé la mise en place d'un bouclier tarifaire sur l'énergie pour les ménages et les entreprises, qui consisterait à plafonner les prix du gaz et de l'électricité. Les détails sont encore ouverts ; le gouvernement attend les avis définitifs d'une commission d'experts fin octobre. Le frein au prix du gaz doit être financé *via* le Fonds de stabilisation économique (FSM), qui devrait être doté d'autorisations de crédit d'un montant maximal de 200 milliards d'euros. Outre ce fonds, le gouvernement fédéral a également annoncé la suppression de la surtaxe sur le gaz qui devait intervenir au 1^{er} octobre (2,4 centimes d'euros par kWh) ainsi qu'un soutien aux entreprises énergétiques nationales (Uniper, SEFE et VNG).

Dans le débat sur l'instauration d'un bouclier tarifaire, une approche a particulièrement retenu l'attention : La proposition de Dullien et Weber de mettre à la disposition des ménages privés un contingent de base de gaz naturel à un prix plafonné, les fournisseurs étant indemnisés pour la quantité fournie à prix réduit. Une telle approche aurait l'avantage, d'une part, d'atténuer l'inflation mesurée et, d'autre part, d'alléger de manière ciblée la charge pesant sur les ménages chauffés au gaz, tout en maintenant l'incitation à économiser le gaz, puisque le prix du marché non subventionné serait appliqué au prix marginal. D'après l'IMK¹⁹, qui fait l'hypothèse d'un prix moyen du gaz de 200 euros/MWh en 2023 (ce qui est également notre hypothèse), les coûts d'un plafonnement des prix du gaz pour la

consommation de base des ménages privés pour 2023 varient entre 15 milliards d'euros et 40 milliards d'euros, selon l'option retenue²⁰.

Le rapport intermédiaire publié le 10 octobre 2022 par la commission d'experts reprend cette logique. Il prévoit d'aider ménages et entreprises pour le paiement du gaz et du chauffage urbain. D'abord, l'État prendrait en charge l'acompte mensuel sur la facture de gaz et de chauffage urbain des ménages et petites entreprises, dès décembre 2022. De mars 2023 à avril 2024 au moins, le prix du gaz et du chauffage urbain serait plafonné (à 12 centimes d'euros TTC pour le gaz, et 9,5 centimes d'euros pour le chauffage urbain), sur la base d'un quota de consommation égal à 80 % de la consommation passée. Au-delà de ce quota, le prix libre du marché s'appliquerait. Pour les 25 000 entreprises clientes industrielles, elles recevront 70 % du volume de 2021 à 7 centimes d'euros hors taxes – ce qui est comparable aux 12 centimes d'euros TTC pour les ménages – à partir de janvier 2023. Selon la commission, ce paquet d'aide global coûterait 90 milliards d'euros au total : 5 milliards d'euros en décembre 2022 et 85 milliards d'euros entre mars et avril 2023 – dont 60 milliards d'euros pour l'industrie et 25 milliards d'euros pour les ménages. La commission doit encore se prononcer sur la question des prix de l'essence et rendre ses conclusions définitives le 27 octobre 2022.

En l'attente des arbitrages gouvernementaux, il est impossible de chiffrer l'impact du bouclier tarifaire sur la croissance allemande. On peut néanmoins réaliser un exercice théorique en supposant que le gouvernement valide le bouclier tarifaire sur le gaz et l'électricité de 90 milliards d'euros. Hors bouclier tarifaire, le prix du gaz pour les ménages atteindrait en moyenne 17,72 c€/kWh (17,12 c€ pour les entreprises) et le prix de l'électricité pour les ménages atteindrait 36,47 c€/kWh. On suppose un bouclier tarifaire fixé à 12 c€ pour le tarif du gaz TTC (ménages et entreprises) et 20 c€ pour l'électricité consommée par les ménages, avec une mise en place en janvier 2023²¹, ce qui représente un total de 90 milliards d'euros en 2023. Sous ces hypothèses, l'IPC atteindrait 3,3 % en moyenne en 2023 contre 4,7 % dans notre scénario central. Le revenu disponible réel ne baisserait plus que de 1,1 % en 2023 (contre 2,9 % dans notre scénario central), la consommation ne baisserait que de 1,1 % (contre 2 % dans le scénario central) et le taux d'épargne atteindrait 10,4 % en 2023. L'investissement des entreprises serait également plus dynamique, ce qui conduirait *in fine* à une croissance du PIB de 0,3 % en 2023.

19. Tom Bauermann, Sebastian Dullien, Jan-Erik Thie, 2022, « Fiskalische Kosten und Finanzierungsoptionen für Varianten des Gaspreis-deckels », *IMK Policy Brief*, n° 134, septembre.

20. Trois options sont étudiées : 1) un quota de base de 5 000 kWh par ménage, augmenté de 2 000 kWh pour chaque personne supplémentaire dans le ménage ; 2) un quota de base de 80 % de la consommation de l'année précédente ; 3) un quota de base de 80 % de la consommation de l'année précédente, mais de 15 500 kWh maximum. Deux hypothèses de prix sont envisagées pour le quota de base : un plafond de prix de 14 c€/kWh et un plafond de prix de 10 c€/kWh.

21. Les données de consommation sont issues de la *Bundesverband der Energie- und Wasserwirtschaft* (BDEW).

Italie : pause hivernale pour le PIB

Au cours des trois dernières décennies, l'économie transalpine s'est distinguée par ses performances économiques décevantes – au moins en termes de croissance du PIB²². La sortie de la crise de la Covid-19 constitue de ce point de vue une exception. Parmi les économies avancées, l'Italie est une des premières à avoir retrouvé son niveau de PIB pré-Covid. Mieux encore, si on tient compte des dynamiques qui étaient anticipées avant le déclenchement de la pandémie, l'Italie est une des rares économies avancées à avoir retrouvé son sentier de croissance pré-Covid.

Si la croissance est restée soutenue au premier semestre de l'année 2022, la dynamique devrait s'estomper au moins jusqu'à la fin de l'hiver. Avec l'Allemagne et les pays d'Europe de l'Est, l'Italie est un des pays les plus dépendants des importations de gaz russe. En 2020, le *mix* énergétique italien contenait 31 % de gaz dont un tiers de provenance russe²³. L'Italie se trouve ainsi en première ligne face à un choc historique. Alors que l'inflation est forte, les pertes de pouvoir d'achat des ménages devraient gripper la croissance. Une fois l'hiver passé, le scénario devrait redevenir plus porteur. Nous attendons une croissance du PIB de 3,5 % en 2022 (quasiment identique à l'acquis de croissance observé jusqu'à la fin du premier semestre) et de 0,4 % en 2023. Avec le maintien d'un prix de gros élevé jusqu'à fin-2023, nous n'attendons une baisse du niveau des prix à la consommation à l'horizon de notre prévision. Toutefois, la stabilisation des prix énergétiques et alimentaires à un niveau élevé devrait se traduire par une baisse du glissement annuel du déflateur de la consommation des ménages, qui devrait s'établir à 2,5 % au quatrième trimestre 2023 contre 5,9 % actuellement. Dans ces conditions, grâce au maintien d'une croissance nominale positive, la dette publique transalpine devrait reculer au cours des années 2022-2023 pour atteindre en fin de période 145,2 % du PIB (alors qu'elle se situait à 150,3 % en 2021).

22. Céline Antonin, Mattia Guerini, Mauro Napoletano, Francesco Vona, 2019, « Italie : sortir du double piège de l'endettement élevé et de la faible croissance », *OFCE Policy brief*, n°55, 14 mai.

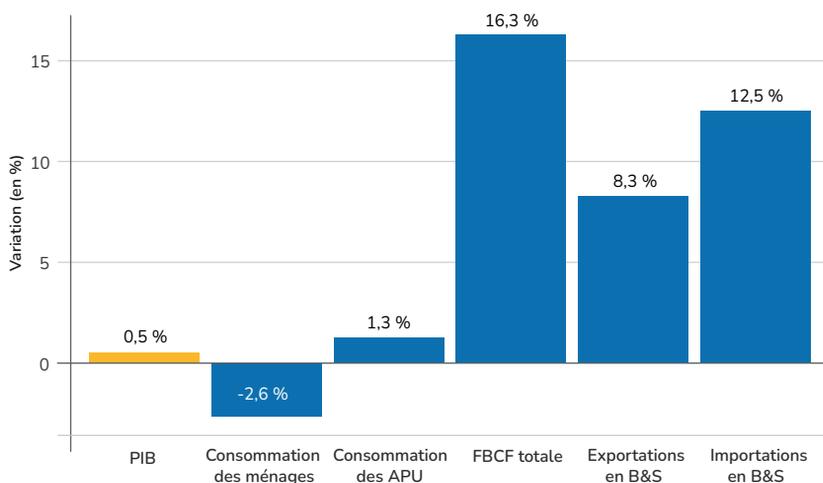
23. Georg Zachmann, Simone Tagliapietra, Ben McWilliams, Giovanni Sgaravatti, 2022, « Preparing for the first winter without Russian gas », *Blog post*, Bruegel.

L'économie transalpine se sort bien de la crise de la Covid-19

Au deuxième trimestre 2022 le PIB italien a dépassé le niveau de son pic pré-Covid qui datait du troisième trimestre 2019 (graphique 10). Si la consommation des ménages en volume reste toujours en dessous de son niveau maximum pré-Covid, le fort dynamisme de l'économie transalpine s'explique essentiellement par la très bonne tenue de l'investissement (+16 % par rapport au pic précédent), porté notamment par la FBCF en construction (+31 %). Si le rebond transalpin était bien engagé dès 2021 avec un taux de croissance de 6,7 % (après la chute de -9,0 % en 2020), la croissance restait particulièrement forte au premier semestre de l'année 2022, notamment au deuxième trimestre (+1,1 % par rapport au premier trimestre).

Comme attendu lors de nos dernières prévisions, avec la fin des effets des mesures sanitaires, la consommation des ménages était le principal moteur de la croissance en ce début d'année (+2,6 % au deuxième trimestre). Le dynamisme récent de la consommation laissait augurer une récupération du niveau de consommation pré-Covid avant la fin de l'année et l'arrêt de l'accumulation de sur-épargne.

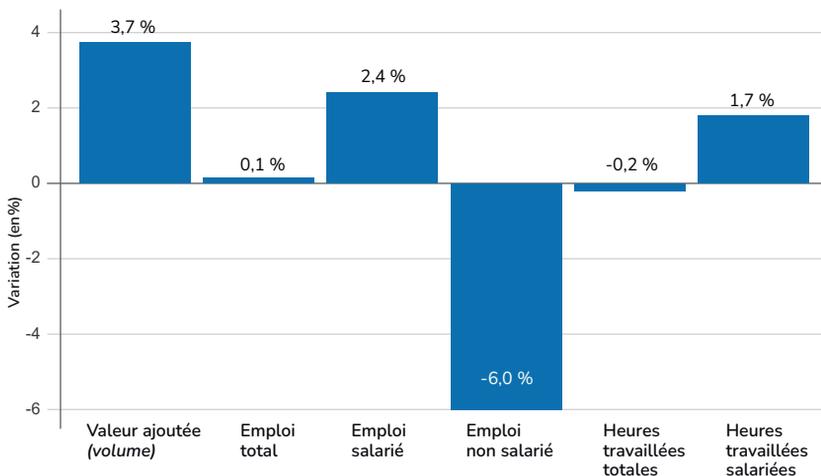
Graphique 10. Évolution du PIB italien et de ses composantes depuis le pic pré-Covid



Dernier point T2 2022.
Istat.

Pendant cette période l'emploi a aussi augmenté, notamment dans le secteur marchand. Ainsi, avec une valeur ajoutée marchande s'établissant en volume 3,7 points au-dessus de son niveau du troisième trimestre 2019, l'emploi salarié marchand a cru de 2,4 points. Il faut noter que l'économie transalpine semble subir une transformation majeure depuis le déclenchement de l'épidémie de Covid-19. Le poids de l'emploi indépendant s'amenuise comme l'atteste la forte baisse de l'emploi non salarié marchand (-6 %). Il semble prématuré de se demander si cette évolution s'explique par un biais dans les mesures de préservation des revenus pendant la crise sanitaire – plus protectrices envers les salariés – ou si elle s'explique par la composition sectorielle du Choc covid. La réponse à cette question dira si on fait face à une transformation temporaire ou pérenne. En tout état de cause, les évolutions récentes du marché du travail italien montrent une relative résistance de l'emploi marchand, une montée de l'emploi salarié et surtout une hausse de la productivité horaire dans le secteur marchand. Ce dernier point constitue une nouveauté majeure en Italie après plusieurs décennies de stagnation de la productivité, voire de recul. Il faut noter qu'en termes de volume horaire total, les constats que l'on peut tirer restent identiques (graphique 11). Dans ce contexte, le taux de chômage du deuxième trimestre 2022 s'établit à 8,0 %, soit un niveau inobservé depuis 2009 et la baisse du taux de chômage s'est poursuivie jusqu'au mois de septembre, moment où il atteint 7,8 % selon les dernières données conjoncturelles disponibles.

Graphique 11. Évolution de l'emploi marchand en Italie depuis le pic pré-Covid

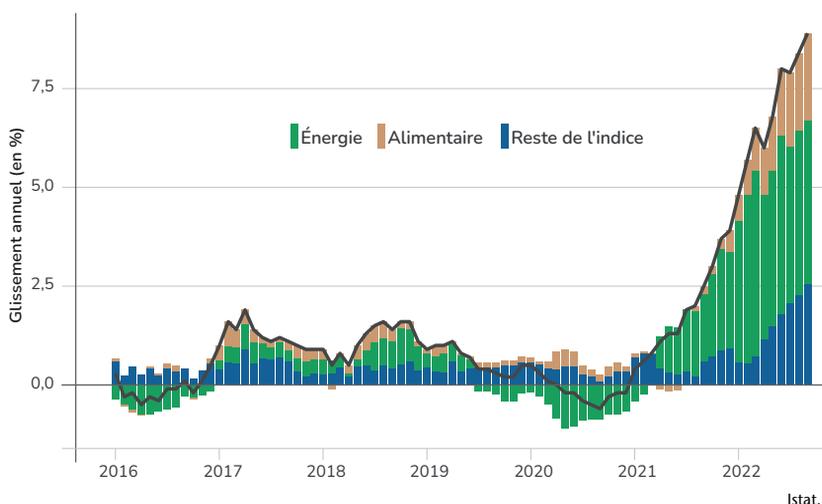


Dernier point T2 2022.
Istat.

L'inflation risque de stopper la dynamique récente jusqu'à la fin de l'hiver

Si l'évolution de l'activité et de l'emploi a été particulièrement favorable en Italie au cours des derniers mois, la dynamique risque d'être enrayée par la hausse des prix à la consommation (graphique 12). En septembre, le glissement annuel de l'indice de prix à la consommation (IPC) s'établit à 8,9 %. Comme ailleurs, le dynamisme de l'indice de prix s'explique par les prix énergétiques (+44,5 %) et alimentaires (+11,4 %). Il faut remarquer que l'inflation sous-jacente est aussi très forte (+5,0 % sur un an).

Graphique 12. Contributions à l'évolution de l'indice de prix à la consommation italien



Face à une telle exposition à une crise du pouvoir d'achat, la politique budgétaire italienne a été une des plus ambitieuses. Les mesures budgétaires spécifiques mises en place pour répondre à la crise énergétique s'élèvent à 38 milliards d'euros, soit 2,1 % du PIB, ce qui fait de l'Italie l'une des économies avancées ayant consacré le plus de ressources pour amortir le choc²⁴.

Le pouvoir d'achat des ménages a reculé au cours des trois derniers trimestres (dernier point connu au deuxième trimestre 2022). Sans

24. Comparer les masses budgétaires mobilisées par pays ne suffit pas pour affirmer quel pays a le plus compensé le choc. Selon nos calculs, l'Italie consacre 0,5 point de PIB de moyens budgétaires supplémentaires par rapport à la France mais la dépendance nette aux importations d'hydrocarbures est aussi plus importante.

perspectives d'accalmie sur le front des prix énergétiques et alimentaires, les pertes de pouvoir d'achat devraient se poursuivre au moins jusqu'à la fin de l'hiver. Le renchérissement du gaz en Europe observé pendant l'été devrait pénaliser particulièrement les ménages italiens du fait du *mix* énergétique transalpin. Dans ce contexte, le pic d'inflation devrait être atteint au cours du quatrième trimestre 2022.

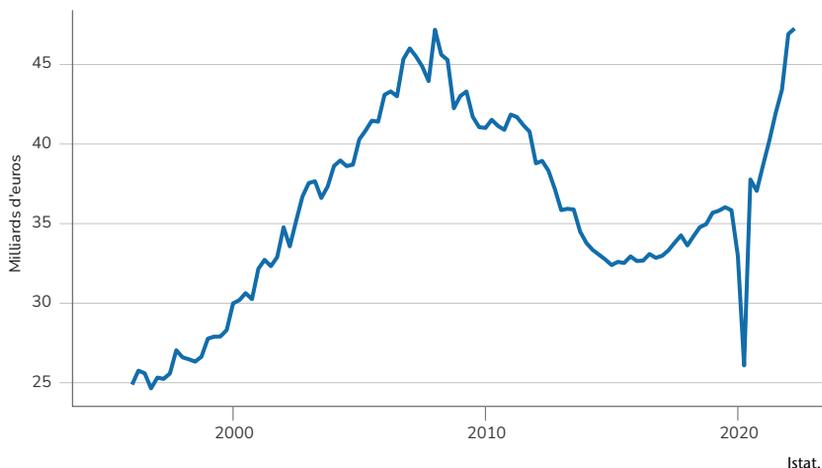
Alors que la consommation des ménages aurait dû être le principal moteur de la demande pour soutenir l'activité jusqu'à la fin-2022 (voir la section précédente), le choc sur le pouvoir d'achat pèsera significativement sur la trajectoire du PIB au cours des prochains mois. Ceci est d'autant plus vrai que les négociations salariales tardent à compenser les pertes de pouvoir d'achat. L'effet sur la croissance serait en partie atténué par la baisse du taux d'épargne des ménages qui reste au deuxième trimestre 2022 1,8 points au-dessus de son niveau pré-Covid. Ceci permettra de limiter le choc prévu sur la consommation des ménages en volume qui ne reculerait *in fine* que très légèrement au quatrième trimestre 2022 et au premier trimestre 2023 (-0,1 % au cours de chaque trimestre).

En parallèle, l'investissement restera morose au second semestre 2022 :

- D'une part, l'investissement en construction affiche une baisse significative aux mois de juin et juillet selon l'indice de production dans la construction (-2,3 % en juin et -3,0 % en juillet). Ces baisses ne remettent néanmoins pas en cause le maintien d'un niveau historiquement élevé (graphique 13). Nous supposons que grâce au plan de relance européen, l'investissement en construction restera à son niveau actuel jusqu'à l'horizon de notre prévision fin-2023. Ce scénario semble confirmé par le maintien à un niveau historiquement élevé de l'indice de confiance des entrepreneurs du secteur au mois de septembre ;
- D'autre part, le reste de l'investissement²⁵ pâtira d'une activité morose et du durcissement des conditions de financement en lien avec la remontée des taux d'intérêts directeurs engagée par la BCE depuis le 27 juillet 2022. Pour rendre le scénario encore plus tendu, l'hibernation de l'économie européenne et le franc ralentissement attendu outre-Atlantique pèseront sur la demande adressée à l'Italie, ce qui freinera la dynamique des exportations.

25. Notamment en biens d'équipements et en matériels de transport.

Graphique 13. Investissement en construction en Italie



Dans ce contexte où les chocs négatifs s'accumulent, nous anticipons trois trimestres consécutifs de léger recul pour le PIB transalpin (-0,1 % au troisième et quatrième trimestres 2022 et au premier trimestre 2023).

L'Italie renouera avec la croissance après l'hiver

Si le pic inflationniste est attendu pour la fin 2022 et le début 2023, les mesures de soutien budgétaire aux agents privés prévues en 2023 seront plus limitées qu'en 2022. Le décret-loi *Aiuti ter*, annoncé le 23 septembre 2022 prévoit de nouvelles mesures pour un montant de 14 milliards d'euros (pour l'année prochaine). L'essentiel des mesures concernent des baisses de la taxation de l'énergie (7,8 milliards d'euros). Par ailleurs, des aides ciblées aux ménages les plus modestes (3,3 milliards) ou aux entreprises plus exposées sont aussi prévues (2,9 milliards). À cela est ajouté l'effet des mesures passées ciblées sur les entreprises votées au cours de l'année 2022 pour un montant de 4,2 milliards d'euros. Au total, les mesures de soutien se quantifiant à 1 point de PIB sont déjà votées pour 2023. Ce montant réduit de façon sensible le soutien du gouvernement italien aux agents privés. À la suite des élections législatives de septembre et en fonction des évolutions des prix internationaux, de nouvelles mesures pourraient être mises en place si le risque politique ne se matérialise pas par une montée du *spread* souverain italien (voir encadré 2).

En attendant d'éventuelles nouvelles mesures de soutien, une fois passé l'hiver, la conjoncture devrait s'améliorer progressivement. L'accalmie du choc sur les prix énergétiques et la montée en puissance des mécanismes d'indexation (des salaires, des prestations) devraient limiter encore plus fortement les pertes de pouvoir d'achat. Après trois trimestres légèrement en baisse, le PIB retrouverait une croissance faiblement positive (+0,1 %) au deuxième trimestre. Ce trimestre verrait aussi la consommation des ménages se stabiliser. En revanche, l'investissement productif resterait morose du fait du durcissement des conditions de financement des entreprises et si la demande intérieure se stabilise, alors l'impulsion nécessaire pour retrouver une croissance positive viendrait du dynamisme retrouvé des échanges internationaux.

À partir du troisième trimestre, la consommation des ménages retrouve une évolution plus favorable, ce qui, conjugué avec la reprise du commerce mondial, devrait installer l'Italie dans une croissance plus franchement positive (+0,3 % puis 0,5 % aux troisième et quatrième trimestres).

Dans ce contexte le PIB italien devrait croître de 0,4 % en 2023, une performance relativement bonne à l'aune de l'expérience transalpine d'avant Covid-19. Contrairement à 2022, la demande intérieure totale pèserait sur la valeur ajoutée (contribution à la croissance de -0,3 point) tandis que les échanges internationaux limiteront la chute du PIB (contribution de +0,7 point) à la faveur d'exportations qui résistent (+2,2 %), en phase avec la croissance attendue du PIB mondial.

Le scénario d'une simple pause hivernale de l'économie transalpine ne doit pas cacher les forts risques qui l'entourent. D'une part il y a des risques globaux qui pèsent sur le scénario. La montée rapide des taux d'intérêt peut aboutir à une crise financière globale. En particulier, le retour de la fragmentation en zone euro mettrait l'Italie en première ligne face à une attaque spéculative. D'autre part, l'Italie fait face à des risques idiosyncratiques. L'Italie fait partie des pays les plus dépendants aux hydrocarbures russes. Si l'hiver s'avère plus sévère que prévu, la possibilité d'une incapacité à répondre à la demande énergétique peut se traduire par une récession nettement plus sévère et des mises à l'arrêt ponctuelles de l'économie.

Des aléas positifs sont aussi envisageables. Les exportations peuvent soutenir encore plus fortement la croissance en 2023 que prévu si les gains de compétitivité-prix liés à l'affaiblissement de l'euro permettent d'améliorer les parts de marché transalpines à l'exportation. Selon le

modèle macro économétrique de la Banque d'Italie²⁶, une dépréciation de 5 % du taux de change effectif nominal italien se traduit par un surplus de croissance de 0,1 point au cours de la première année et l'effet monte en charge à horizon de cinq ans (+0,6 point de croissance). La lenteur des réactions des exportations italiennes au taux de change nous amène à la prudence. Dans nos prévisions, le taux d'épargne des ménages transalpins devrait retrouver son niveau d'avant-Covid au cours du second semestre 2023. Dans le contexte inflationniste actuel, il est envisageable que la fin de la sur-épargne, voire sa baisse, puisse arriver de façon plus précoce. Ceci soutiendrait la consommation des ménages de façon plus rapide en attendant le rattrapage du pouvoir d'achat. De ce point de vue, nous avons choisi un scénario prudent : en présence de difficultés d'approvisionnement et une offre limitée, le déversement de la sur-épargne peut aussi alimenter les tensions inflationnistes sans effet significatif sur les volumes échangés. Enfin, nous avons simplement tenu compte des mesures de soutien au pouvoir d'achat annoncées jusqu'au décret *Aiuti-ter*. Ceci nous amène à considérer que l'Italie sera un des pays avancés qui soutiendra le moins les agents privés en 2023, contrastant fortement avec ce qui a été observé en 2022. Or, en Italie les mesures de soutien sont historiquement adoptées par décret et peuvent être déployées rapidement. Un soutien « plus important est envisageable, notamment si la hausse des taux d'intérêt reste relativement contenue et si les risques financiers (globaux ou spécifiques) ou politiques transalpin ne se matérialisent pas (encadré 2).

Encadré 2. Quid du risque politique transalpin ?

Le 14 juillet 2022 Mario Draghi démissionne après le refus du vote de confiance du Parlement italien. Ceci a abouti à des nouvelles élections qui se sont soldées par la victoire de la coalition dirigée par le parti post-fasciste *Fratelli d'Italia* (FdI). Avec une dette publique à 150,3 % du PIB en 2021, le risque d'un emballement des taux d'intérêt souverains peut faire dérailler une économie fragile comme celle de l'Italie. Pourtant, le *spread* italien par rapport aux obligations allemandes a jusqu'ici réagi très faiblement aux dernières évolutions politiques.

26. Guido Bulligan, Fabio Busetti, Michel Caivano, Pietro Cova, Davide Fantino, Alberto Locarno et Lisa Rodano, 2017, « The Bank of Italy econometric model: an update of the main equations and model elasticities », *Temi di Discussione (Working Papers)*, n° 1130, juillet.

La démission de Mario Draghi s'est traduite par une légère hausse du *spread* de 0,14 point d'intérêt (de 2,088 à 2,228 points) alors que la perspective de la victoire de *Fdl* semblait une certitude selon les sondages. Depuis que le résultat des élections est connu le *spread* a atteint 2,397 points (au 14 octobre). S'il est indéniable que l'écart de taux a augmenté depuis la démission de Mario Draghi, il faut noter que la réaction des marchés est sans commune mesure par rapport au moment où existait la perspective d'un gouvernement dirigé par le *Mouvement 5 étoiles* en coalition avec *la Ligue* (extrême droite). En effet le scénario chaotique issue des élections parlementaires de 2018 avait eu des effets nettement plus marqués²⁷ (graphique 14).

Si le *spread* transalpin a augmenté avec le risque politique, il faut remettre ces évolutions dans un contexte plus large. La nomination de Mario Draghi comme président du Conseil a rassuré les marchés dans un premier temps, la hausse du *spread* italien est visible depuis la fin du mois d'octobre 2021, bien avant le déclenchement de la nouvelle crise gouvernementale. L'annonce du plan anti-fragmentation de la BCE²⁸ a semblé stopper cette hausse ; le risque transalpin a connu une évolution haussière depuis bien avant la crise politique qui a déclenché la démission du large gouvernement d'union nationale sortant. Á ce stade le nouveau gouvernement ne semble pas avoir déclenché des tensions spécifiques sur le financement de la dette transalpine et il semblerait que des signaux de stabilité politique, notamment en matière de politique étrangère, auraient été émis pour rassurer le reste de l'UE.

Graphique 14. *Spread* du taux souverain à 10 ans italien par rapport aux titres allemands (en points de taux d'intérêt)



27. Entre le 17 mai 2018 et le 8 juin 2018, la hausse du *spread* était de 1,21 point.

28. Le plan a été annoncé le 16 juin 2022 et détaillé le 21 juillet.

Si l'Italie évite une crise propre, de nouvelles mesures de soutien au pouvoir d'achat pourraient être réalisées si cela était jugé nécessaire. Toutefois, le cas britannique montre que la sanction des marchés financiers peut être immédiate lorsqu'un gouvernement annonce des mesures qui risquent de mettre en péril la soutenabilité des comptes publics ou d'utiliser des moyens inadaptés pour répondre à la multitude de chocs auxquels nos économies font face. La *flat tax* et les baisses d'impôts sur les entreprises annoncées par la leader de *Fdl*, Giorgia Meloni, risquent d'être reportées. Sinon la discipline de marché pourrait stopper ses ambitions et fragiliser la situation économique du maillon faible de la zone euro, sauf si le plan anti-fragmentation annoncé par la BCE est mobilisé et qu'il s'avère efficace.



L'Espagne face aux conséquences de la guerre en Ukraine

Alors que l'Espagne accusait le plus fort retard des pays occidentaux dans le processus de rattrapage post-Covid, la reprise engagée au second semestre 2021 n'a pas résisté à la montée des tensions inflationnistes amplifiées par la guerre en Ukraine. Malgré la mise en place de mesures d'urgence de lutte contre l'inflation et ses conséquences, la hausse des prix de l'énergie et la montée des incertitudes géopolitiques ont brisé la croissance. Les perspectives à l'horizon 2023 restent moroses. Après 5,5 % en 2021, le PIB pourrait encore croître de 4,3 % en 2022 puis de 1 % en 2023. Fin 2023, il n'aurait toujours pas retrouvé son niveau d'avant-crise. Il serait encore 1 % inférieur.

La reprise stoppée par la hausse de l'inflation en début d'année

Après la profonde récession de 2020 (-11,2 %), la reprise amorcée au milieu de l'année 2021 était vigoureuse : 2,7 % en moyenne sur chacun des derniers trimestres 2021. Conduite par le dynamisme du commerce extérieur, grâce notamment aux exportations et plus précisément au retour du tourisme international et de l'investissement, aidé par les transferts européens, l'activité était bien orientée.

Mais la dynamique s'est enrayée brutalement au premier semestre 2022. Sous le poids de l'inflation importée – sur un an, le prix des importations a augmenté de 27,3 % au deuxième trimestre –, les prix domestiques se sont envolés et l'économie est entrée dans une situation de quasi-stagnation. La croissance est passée en moyenne à 0,6 %

sur les deux premiers trimestres et a été marquée par le ralentissement de la consommation des ménages (malgré la hausse de 3,2 % au deuxième trimestre) et l'essoufflement des exportations.

Déjà en retrait du mouvement de reprise de 2021, la consommation des ménages a été freinée sur les six premiers mois de l'année par l'envolée des prix et la perte de pouvoir d'achat qu'elle engendre. Au deuxième trimestre, le déflateur des prix à la consommation a progressé de plus de 7 % sur un an et en deux trimestres, le revenu réel des ménages a baissé de 5,5 %. L'impact du choc a été absorbé par la baisse de plus de 6 points de RDB du taux d'épargne sur la période, celui-ci revenant à un niveau inférieur à celui de la fin 2019 mais proche de sa moyenne 2012-2018. Le ralentissement de la consommation (dont la croissance est passée à 1,2 % sur le premier semestre 2022, après 2 % au deuxième de 2021) aurait été plus fort sans ce soutien.

Des mesures anti-crise à hauteur de 1,5 % du PIB en 2022...

Pour limiter l'impact de la crise énergétique sur les ménages et les entreprises, l'État a poursuivi ses interventions déjà commencées en 2021. Car si les prix du gaz se sont emballés depuis la guerre en Ukraine, les hausses avaient déjà commencé en 2021 avec les tensions suscitées par la reprise de l'économie mondiale. Dès le 25 juin 2021, le gouvernement espagnol prenait des mesures d'urgence destinées à freiner l'envolée du prix de l'électricité : baisse de la TVA sur l'électricité de 21 à 10 %, suspension de l'impôt sur la production d'électricité (IVPEE) et baisse de la taxe spéciale sur l'éclairage de 5,1 % à 0,5 %. Prévues pour être levées fin 2021, toutes ces mesures ont été reconduites en 2022, voire amplifiées. D'autres mesures ont été introduites au mois de mars 2022 (RDL 6/2022) issues du Plan national de réponses aux conséquences de la guerre en Ukraine pour un budget de 16 milliards, dont 6 en aides directes et subventions et 10 en prêts bonifiés. Au total, 3,7 milliards d'euros ont été distribués aux ménages (hausse de 15 % du Revenu minimum vital, prolongement et extension du bon social électricité, ...) et aux entreprises. A été également introduite pour les professionnels du transport une remise de 20 centimes sur le prix du carburant dont 15 centimes à la charge de l'État et 5 à la charge de la compagnie pétrolière. Les mesures arrivant à échéance au 30 juin, un nouveau programme anti-crise de 9 milliards (RDL 1/2022) valable jusqu'au 31 décembre a été lancé. Le soutien aux prix de l'énergie (électricité, carburant) est reconduit, la TVA sur l'électricité passe à 5 % tandis que la remise carburant s'étend à l'ensemble des

ménages. Les aides directes aux ménages s'accroissent avec la hausse de 15 % des pensions non contributives retraites et invalidité, l'envoi d'un chèque de 200 euros à 2,7 millions de personnes aux bas revenus, la baisse du prix des abonnements ferroviaires longue distance et la gratuité sur les lignes de transport de banlieues. Enfin, le 1^{er} septembre était décidée la baisse de la TVA sur le prix du gaz de 21 % à 5 % jusqu'à la fin de l'année.

Simultanément, les gouvernements espagnol et portugais ont fait valoir auprès de la Commission européenne l'insuffisant raccordement de la péninsule avec les réseaux européens d'approvisionnement pour bénéficier de l'« exception ibérique », ce qui rend le prix du gaz plus cher. Cette dérogation effective du 15 juin 2022 au 31 mai 2023 permet aux centrales électriques espagnoles utilisant des énergies fossiles de bénéficier d'un prix du gaz plafonné sur le marché de gros à 48,8 euros/MWh en moyenne sur toute la période (40 euros jusqu'à fin 2022 puis incrémenté de 5 euros par mois jusqu'au 31 mai 2023). Il revient à l'État de payer la différence avec le coût réel d'approvisionnement du gaz naturel sur le marché (le prix MBGAS est la référence), estimée à 6,3 milliards.

Au total, en 2022, l'ensemble des mesures de lutte contre l'inflation et de protection du pouvoir d'achat des ménages est estimé par l'État à 19 milliards, soit 1,5 % du PIB dont 1 % est ciblé sur la régulation des prix de l'énergie (baisses des taxes et encadrement des prix) et 0, % sous forme d'aides directes. Selon la Banque d'Espagne, les mesures d'urgence de lutte contre l'inflation ont permis de réduire l'inflation du mois d'août d'un peu plus de 3 points.

Par ailleurs, comme dans de nombreux pays, le gouvernement a annoncé le 10 août dernier un plan de sobriété énergétique (refroidissement limité à 27° jusqu'au 1^{er} novembre et réchauffement maximum à 19° dans les espaces publics, extinction des lumières à 22 h des vitrines et bâtiments publics, ...) destiné à réduire la demande d'énergie.

... ne devrait pas empêcher la récession au second semestre

Malgré ces mesures de contrôle des prix de l'énergie et d'aides directes aux revenus, l'inflation continue de galoper et le pouvoir d'achat des revenus baisse. Au troisième trimestre, l'indice des prix à la consommation (IPC) atteint 10,1 % en moyenne. Le pic a été atteint en juillet à 10,8 %, le léger repli du mois d'août à 10,6 % s'expliquant

par celui du prix des carburants (la hausse est passée sur un an de 30 % à 18,9 % entre juillet et août). Les autres composantes ont continué leur ascension à 60,6 % pour l'électricité, 24,8 % pour le gaz et 12,7 % pour les produits alimentaires. Hors énergie et alimentation, l'inflation sous-jacente accélère à 6,4 % en août. En septembre, l'inflation globale a poursuivi sa décrue à 9 %.

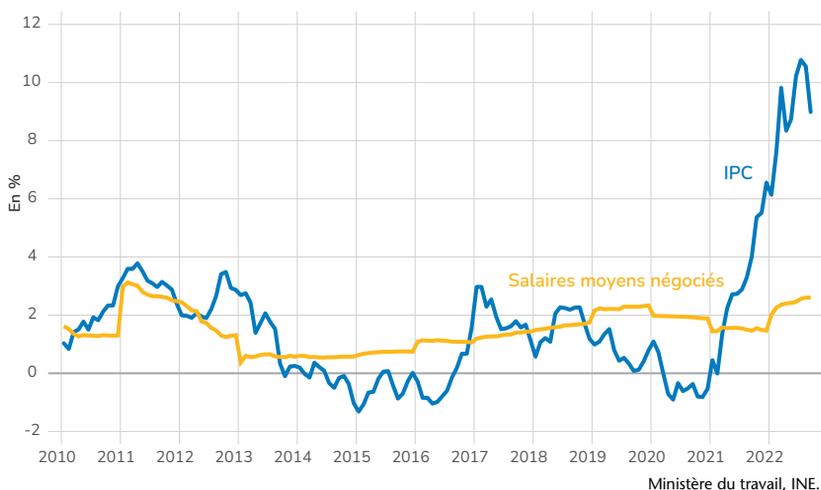
Face à cette inflation élevée et cette conjoncture très morose, le marché du travail est resté relativement dynamique. Le volume d'heures travaillées a progressé de presque 4 % entre la fin 2021 et le deuxième trimestre 2022 pour terminer à son niveau de fin 2019 (le PIB lui reste toujours 2,5 % plus bas). Cette bonne tenue est due à la hausse à la fois de la durée du travail, revenue à sa moyenne de long terme, et à l'emploi. Ce dernier, au sens de la comptabilité nationale, augmente au premier trimestre puis baisse au deuxième. Le profil est inverse d'après les données d'enquêtes mais les deux sources indiquent une hausse au premier semestre par rapport à fin 2021 (0,5 % et 1,4 % respectivement). Durant les mois d'été, le mouvement se prolonge à en juger par le nombre de travailleurs affiliés à la Sécurité sociale qui augmente encore fortement. Cette progression s'inscrit toujours dans un contexte de basculement des contrats courts vers des contrats longs depuis la réforme du marché du travail de fin 2021. Avant fin 2021, les contrats permanents représentaient en moyenne 10 % des nouveaux contrats de travail. Ils représentent désormais 45 %. Simultanément, le taux de chômage a continué de baisser jusqu'au deuxième trimestre (à 12,5 %, après 15,3 % un an plus tôt et un pic à 16,3 % au plus fort de la crise Covid).

Les hausses de salaires sont restées pour le moment bien en-deçà de l'inflation. Au deuxième trimestre, le revenu salarial par tête a augmenté en terme nominal de 3,4 % sur un an et de 3,3 % par heure et on n'observe pas d'accélération sur la fin de la période. Corrigé du déflateur de la consommation (+7,1 % sur un an au deuxième trimestre), les salaires ont baissé de respectivement 3,5 % et 3,6 %. Les négociations collectives (dans le cadre d'accords d'entreprises ou à un niveau supérieur) en cours depuis le début de l'année avec les partenaires sociaux ne montrent pas non plus de dérive salariale très marquée (graphique 15). En septembre, les accords signés les années antérieures mais effectifs en 2022 et ceux signés sur les neuf premiers mois de 2022 (soit seulement 562 sur 2 674) affichaient une revalorisation globale de 2,6 % pour 7,6 millions de travailleurs. Les nouveaux accords signés en 2022 (qui concernent 1,5 million de travailleurs)

affichent des hausses de 2,9 %. Néanmoins, 25 % des travailleurs bénéficiant de la clause d'indexation salariale (rétroactive pour la moitié d'entre eux) vont voir leurs salaires augmenter de 2,8 %, soit encore très en-deçà de l'inflation.

Au troisième trimestre 2022, nous prévoyons donc encore des créations nettes d'emplois mais en ralentissement, et des salaires qui accélèrent modérément, insuffisamment pour compenser la hausse des prix. Déflaté de l'inflation, le revenu disponible brut des ménages devrait continuer de baisser pour le quatrième trimestre consécutif. Malgré une nouvelle baisse du taux d'épargne (facilitée notamment par la sur-épargne accumulée pendant la crise Covid), celle-ci pourrait être insuffisante pour empêcher une nouvelle baisse de la consommation privée. L'investissement par ailleurs devrait être moins dynamique et les exportations ne bénéficieraient plus du retour des touristes étrangers, ceux-ci ayant dépassé au deuxième trimestre leur niveau pré-Covid. Or, aux premier et deuxième trimestres, la contribution du tourisme, net des touristes espagnols à l'étranger, à la croissance du PIB a été de 0,5 et 0,4 point. Contraintes par l'impact de l'inflation sur les ménages, les incertitudes créées par les tensions géopolitiques et les difficultés d'approvisionnement, l'activité pourrait donc à nouveau reculer au troisième trimestre.

Graphique 15. Inflation et hausse de salaires négociés en Espagne



Les indicateurs d'activité pour le troisième trimestre ne sont d'ailleurs pas très positifs. Les indicateurs quantitatifs conjoncturels se dégradent en juillet et août dans l'industrie (baisse de la production industrielle) et les services (baisse des ventes au détail), et les enquêtes de conjoncture encore davantage (indicateur du sentiment économique d'ensemble, indicateur de confiance et d'activité dans les services et l'industrie, plus légèrement dans la construction, chute des opinions sur les carnets de commande dans l'industrie, effondrement de l'indicateur de confiance des ménages).

Succession de chocs en 2022 : impact en 2023

Malgré un acquis de 4,5 % en milieu d'année, nous prévoyons que la croissance en Espagne sera de 4,3 % en 2022. Cette croissance prend en compte l'impact des différents chocs survenus depuis le début de l'année. Sur la base d'hypothèses concernant l'évolution des chocs au second semestre 2022 et au-delà, nous avons estimé l'impact de ces chocs sur l'économie.

Sous l'hypothèse du maintien du prix du pétrole Brent à 100 dollars le baril jusqu'à fin 2023, de la parité de l'euro face au dollar jusqu'à la mi 2023 puis d'une légère appréciation de la monnaie européenne, la hausse des prix du pétrole par rapport à notre scénario d'octobre 2021 aurait conduit à une baisse du PIB de 0,7 point en 2022 et 1 point en 2023²⁹. Concernant le gaz, nous avons pris en compte la spécificité ibérique qui veut que le prix du gaz reste stable de juin à décembre 2022 et augmente régulièrement au premier semestre. L'impact du choc (+450 % en 2022 et 500 % en 2023 par rapport à un scénario sans choc) reste également majeur puisque la croissance serait réduite de 0,9 point en 2022 puis de 1,3 point de PIB en 2023. Le climat d'incertitudes géopolitiques créé par la guerre en Ukraine pèse sur la demande à hauteur de 0,2 point en 2022 et 0,4 point en 2023 sous l'hypothèse que ces tensions, qui ont atteint un pic en février-mars dernier, n'augmentent plus jusqu'à la fin 2023. Enfin, le resserrement de la politique monétaire devrait abaisser la croissance de 0,3 point en 2023. Seul soutien à la croissance, les mesures d'urgence prises par le gouvernement ont un effet multiplicateur proche de 1 et devraient soutenir l'activité à hauteur de 1,3 % et 0,3 %.

29. La variante utilisée est celle estimée pour la France à partir du modèle ThreeMe, corrigée du *mix* énergétique espagnol relativement à la France. Les résultats sont proches de ceux donnés par la Banque d'Espagne.

Hors ces chocs et non compris l'impact des difficultés d'approvisionnement sur l'offre, de la sobriété énergétique de l'hiver prochain, la croissance aurait été a minima de 5 % en 2022 et de 3,5 % en 2023 au lieu de 4,3 % et 1 %.

2023 : pas de spirale prix-salaires en vue

Au cours des deux premiers trimestres 2022, le prix de la valeur ajoutée a quasiment stagné alors que le prix des importations augmentait de 7,4 % en moyenne sur chaque trimestre. Les ménages ont été les principaux exposés à ce choc inflation venant de l'extérieur. Pour autant, la situation des entreprises, après deux ans de crise Covid, reste toujours très dégradée. La rupture de la reprise au premier semestre ne n'est pas accompagnée d'un ajustement aussi rapide des coûts salariaux unitaires. Le redressement de la productivité par tête en 2021 s'est interrompu net tandis que la productivité horaire, qui avait retrouvé fin 2021 son niveau pré-Covid, perdait 2 % sur la période. L'absence d'ajustement du volume d'heures travaillées à l'activité explique cette baisse de la productivité que les entreprises devront probablement commencer à corriger fin 2022 à travers l'emploi • la durée du travail étant revenue à sa moyenne pré-Covid³⁰. Compte tenu également de la hausse du coût salarial, le taux de marge des entreprises s'est à nouveau fortement dégradé au premier semestre 2022. Dans le secteur marchand, il était inférieur de 1,3 point à son niveau de fin 2019 et de 3 points à son pic de 2017.

En 2023, nous faisons l'hypothèse que le cycle de productivité cessera de se dégrader. Après un point bas en 2022, il devrait se retourner dès le début de l'année prochaine. Pour autant, il mettra du temps à se refermer d'autant que nos hypothèses sur la tendance de productivité restent conservatrices : on suppose que la tendance reste sur son rythme pré-Covid de 0,6 % par an. L'emploi devrait stagner en 2023 et le taux de chômage remonterait de près d'un point à 13,3 % fin 2023.

Côté salaires, la hausse devrait s'intensifier au fil des trimestres. En nominal, ils pourraient augmenter jusqu'à 6 % en glissement au deuxième trimestre 2023 et 4,4 % en fin d'année. Compte tenu de nos

30. Il est probable qu'une partie de cette dégradation de la productivité s'explique par la nouvelle réforme du marché du travail appliquée depuis le 1^{er} janvier et qui a pu obliger les entreprises à déclarer des personnes qui auparavant travaillaient au noir, notamment dans le secteur de la construction ou de la restauration.

hypothèses conservatrices de stabilisation des prix du Brent (en dollar) et du gaz sur le marché ibérique, l'inflation énergie devrait baisser et être négative en 2023. De même pour les produits alimentaires dont l'inflation serait nulle en 2023. L'inflation sous-jacente terminerait l'année 2023 à 4,6 %, soit plus que dans les autres pays de la zone euro. L'inflation totale atteindrait 2,8 % fin 2023. Les salariés cesseraient de perdre du pouvoir d'achat fin 2023 mais ne compenseraient pas les pertes antérieures.

Ce scénario suppose l'absence d'un scénario d'inflation salariale. Depuis septembre, le gouvernement tente de mettre en place un Pacte de revenu avec les syndicats et le patronat. Dans ce cadre, un accord dans la fonction publique a été signé portant sur une hausse de 8 % minimum sur trois ans : 1,5 % de hausse en 2022 rétroactive au 1^{er} janvier et s'ajoutant à la hausse de 2 % déjà appliquée, hausse de 2,5 % en 2023 (+0,5 % si l'inflation cumulée en 2022-20223 est supérieure à 6 %, et +0,5 % si la croissance du PIB est supérieure à 5,9 %), hausse de 2 % (+0,5 % si l'inflation cumulée sur les 3 ans est supérieure à 8 %).

Dans ce contexte, le revenu réel des ménages devrait progresser positivement en 2023 mais sans compenser les pertes antérieures (-0,7 % par rapport à 2022). Le taux d'épargne resterait à son niveau du printemps 2022 et la consommation augmenterait modérément. L'investissement devrait ralentir sensiblement mais resterait soutenu par les fonds européens qui comme en 2021 et 2022 joueront encore pleinement en 2023. La contribution positive de la demande intérieure hors stocks à la croissance sera soutenue faiblement par celle du commerce extérieur.

Un budget 2023 toujours redistributif

Le budget en passe d'être voté au Congrès avant la fin de l'année est le troisième de ce gouvernement de coalition. Malgré la levée des règles européennes jusqu'en 2023, le gouvernement poursuit son programme de consolidation budgétaire à l'horizon 2025, avec un objectif de déficit à 5 % du PIB en 2022 et 3,9 % en 2023. Cet objectif est basé sur des hypothèses macroéconomiques plutôt optimistes (4,3 % et 2,1 % de croissance en 2022 et 2023) selon l'Autorité indépendante de responsabilité fiscale (AIReF) (qui prévoit 4,4 % et 1,5 % respectivement).

Selon nos hypothèses de croissance potentielle (1,1 %) et d'*output gap* (près de 8 points en 2021), le solde conjoncturel ne s'améliorera pas en 2023. Malgré les mesures d'urgence de 2022 et prolongées pour certaines dans le cadre de la nouvelle loi de finances, l'impulsion budgétaire sera négative au cours de ces deux années et le déficit budgétaire pourrait être réduit à 5 et 4 % du PIB. Cette politique ne signifie pas qu'elle soit restrictive. Selon la commission européenne, les dépenses publiques ont augmenté de 6,9 points de PIB 2019 entre 2019 et 2021. Malgré l'ajustement, la politique reste largement expansionniste.

Côté dépenses, certaines mesures d'urgence prises sur la fiscalité énergétique sont prolongées à 2023, tout comme la gratuité des transports de banlieues et le prolongement à fin janvier du décompte de 50 % sur les trains à grande vitesse. Supprimée en 2013, l'indexation des pensions contributives à l'IPC fait son retour dans le cadre notamment de la loi sur la réforme des retraites signée fin 2021 : une hausse de 8,5 % (l'inflation attendue en novembre) est attendue prochainement. La prime loyer jeunes (250 € pour les 18-35 ans à bas revenus) est maintenue. Le bon culture (400 €) est étendu aux jeunes de 18 ans. L'indice de référence des prestations sociales est revalorisé de 3,6 %. Sans oublier la hausse de 2,5 % du salaire des fonctionnaires déjà mentionnée. Les dépenses d'investissement dans les transports, la R&D et la Défense ont également augmenté.

Côté recettes, en plus de l'impôt sur les surprofits des compagnies énergétiques et des banques en 2023 et 2024 (3,5 milliards sont attendus chaque année), d'autres mesures devraient être adoptées. Un impôt temporaire sur les grandes fortunes (patrimoine net supérieur à 3 millions d'euros) est introduit. L'impôt sur les revenus du capital est augmenté et une nouvelle tranche est introduite. Pour les bas revenus, la base d'exonération est relevée de 18 à 21 000 euros, soit le niveau du salaire médian. L'impôt sur les sociétés passe de 25 à 23 % pour les petites entreprises tandis que la perte des filiales des groupes consolidés est davantage encadrée.

Royaume-Uni : sur le fil du rasoir³¹

Après le choc de la crise de la Covid-19 en 2020, qui a provoqué une récession parmi les plus importantes des pays développés (-11 %), le PIB britannique s'est redressé en 2021 (+7,5 %) et devrait encore afficher une croissance très positive en moyenne annuelle en 2022 selon nos prévisions. Mais ce chiffre, en apparence toujours favorable, résulte de la formation d'un acquis de croissance très positif (+4,6 %), hérité de la trajectoire trimestrielle passée du PIB jusqu'au premier trimestre 2022. Au deuxième trimestre 2022, l'activité est en effet retombée à un rythme faible, 0,2 %, contre 0,7 % au premier.

Les comptes nationaux du Royaume-Uni ont été assez fortement révisés en baisse pour 2020, où le recul du PIB est désormais évalué à -11 % selon les données publiées le 30 septembre 2022, contre -9,3 % auparavant (graphique 16). Cette révision a concerné principalement le deuxième trimestre 2020, avec un recul du PIB pendant les mois de confinement estimé désormais à -21 % contre -19,4 % auparavant, ainsi que le troisième trimestre avec un rebond post-confinement estimé à +16,6 % selon les comptes révisés contre +17,6 % selon l'ancienne version des comptes. Au total, le niveau actuel du PIB au quatrième trimestre 2020 est inférieur de -3,8 % à son ancienne estimation. En revanche, la croissance au cours de l'année 2021 a été révisée en hausse puisque l'écart entre les deux estimations ne s'établit plus qu'à -1,7 % à la fin 2021.

La translation vers le bas de la série de PIB révisée a ramené son niveau à celui d'avant-crise (quatrième trimestre 2019), alors que ce dernier avait été dépassé au quatrième trimestre 2021 selon l'ancienne estimation. Deux ans et demi après le déclenchement de la crise de la Covid-19, le PIB britannique affiche donc une stagnation entre le quatrième trimestre 2019 et le deuxième trimestre 2022.

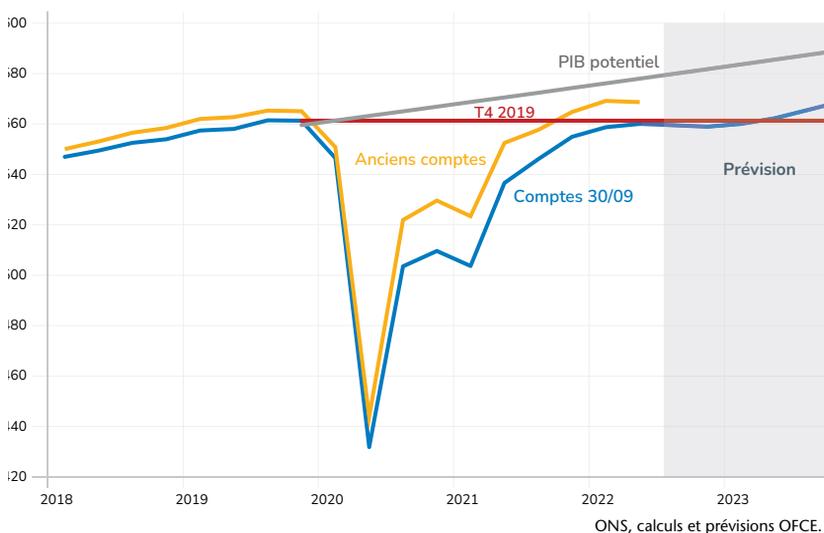
Toutefois, le retard d'activité apparaît clairement négatif en prenant comme référence non pas le point d'avant-crise, mais la trajectoire de croissance qui aurait pu se dérouler depuis ce point en l'absence de

31. Cette fiche a été rédigée avant l'abandon des mesures de politique économique annoncées par le gouvernement Truss lors de sa prise de fonction, et avant la désignation du nouveau premier ministre Rishi Sunak le 24 octobre 2022. L'incertitude sur la politique économique qui sera menée est grande dans l'attente de la présentation du budget pour l'exercice fiscal 2023/2024 le 31 octobre, hormis la pérennisation du bouclier énergie jusqu'en mars 2023 au titre de l'exercice fiscal 2022/2023.

crise. Progressant au rythme de 1,3 % l'an selon nos estimations, le niveau du PIB potentiel apparaît supérieur de 3 % au niveau du PIB effectif au deuxième trimestre 2022. Ce qui montre, à l'instar de beaucoup d'autres pays, que l'économie britannique porte encore les cicatrices de la crise de la Covid-19.

La révision à la hausse de la croissance trimestrielle de 2021 entre les nouveaux et les anciens comptes (en glissement annuel entre les quatrièmes trimestres de 2020 et 2021, la croissance a été révisée de +2,3 points) relève mécaniquement l'acquis de croissance de 2022, de 3,5 à 4,6 % au deuxième trimestre 2022. Le Royaume-Uni devrait ainsi afficher une croissance très positive cette année, même si les nuages s'amoncellent au second semestre.

Graphique 16. Estimations du PIB Britannique

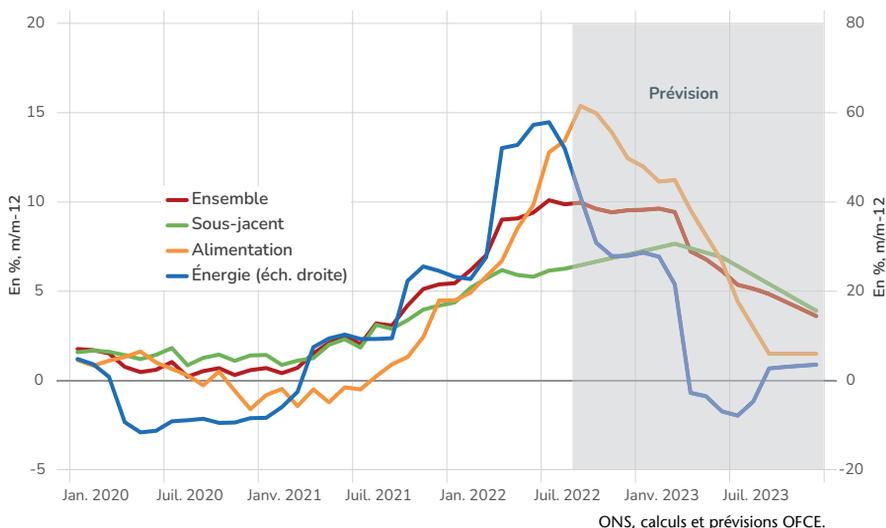


L'inflation exubérante

Comme ses homologues, le Royaume-Uni a subi de plein fouet le regain de l'inflation au cours de l'année 2021, d'abord sous l'effet de la seule reprise des prix de l'énergie et des matières premières industrielles au premier semestre, puis de celle des produits alimentaires au second (graphique 17). Le redémarrage de la demande de matières premières à partir de la seconde moitié de 2020, sous l'impulsion de la reprise de l'activité après le grand confinement du printemps, alors que l'offre restait contrainte par les répliques de la pandémie dans les pays

producteurs, a poussé les prix à la hausse tout au long de l'année 2021. Le déclenchement des hostilités entre l'Ukraine et la Russie le 24 février 2022 a accentué encore les déséquilibres, l'offre énergétique en provenance de la Russie ayant pâti du train de sanctions mises en place par les Européens en rétorsion à l'intervention russe en Ukraine.

Graphique 17. Inflation au Royaume-Uni



En glissement annuel, l'inflation énergétique a atteint près de 60 % en juillet 2022, avant de refluer légèrement depuis lors, et l'inflation alimentaire devrait atteindre 15 % en septembre. L'inflation sous-jacente, c'est-à-dire considérée hors énergie et produits alimentaires, a emboîté le pas des autres composantes en s'élevant au-dessus de 2 % à partir de la mi-2021, d'abord par la diffusion au sein du système productif du renchérissement des produits de base, puis de la réaction des salaires au pertes de pouvoir d'achat depuis le quatrième trimestre 2021. Au total, l'inflation d'ensemble culminait à 10 % à l'été 2022.

Jusqu'au premier trimestre 2022, la consommation des ménages, qui représente 60 % du PIB, a plutôt bien résisté au choc inflationniste et à l'extinction des mesures Covid. Face à la baisse de leur pouvoir d'achat et à l'arrêt des transferts au titre des mesures de soutien mises en place pendant la crise de la Covid-19, les ménages ont réduit leur taux d'épargne, de 20,3 % du revenu disponible brut (RDB) au premier trimestre 2021 à 7,8 % au deuxième trimestre 2022, pour préserver la

croissance de leur consommation. En 2021, par rapport à un contrefactuel où le taux d'épargne serait resté constant au niveau du premier trimestre (20,3 % du RDB), c'est 47,5 milliards de livres qui ont été injectés dans la consommation jusqu'au quatrième trimestre, soit 3 % du RDB nominal. Mais cette baisse du taux d'épargne n'a nullement entamé le stock de sur-épargne accumulé durant la crise de la Covid-19, 293 milliards au deuxième trimestre 2022. Il faudrait pour cela que le taux d'épargne s'établisse durablement sous son niveau moyen de 2019, soit 5,3 %, pour rendre progressivement à la consommation le montant de l'épargne liquide excédentaire. Dans leur ensemble, les ménages britanniques disposent donc toujours d'un « matelas » qui leur permettrait d'amortir l'effet sur la consommation d'une dégradation prononcée du RDB. Ce chiffre macroéconomique ne reflète cependant pas les situations individuelles des ménages, avec une accumulation d'épargne concentrée sur les ménages les plus aisés, et une exposition au choc inflationniste très différente selon le poids de l'énergie dans la consommation par catégorie de ménages.

La politique économique, déjà fortement sollicitée durant la crise de la Covid-19, l'est de nouveau en 2022 pour amortir le choc inflationniste. À la différence de ses homologues européens, le gouvernement britannique a répondu plus tardivement à la montée de l'inflation. Les premières mesures ont été annoncées le 3 février 2022 par le gouvernement précédent (Johnson/Sunak) avec, à partir d'octobre 2022, une réduction des factures d'énergie de 200 livres remboursable sur 5 ans, accompagnée d'une remise sur la taxe d'habitation de 150 livres, non remboursable. Ce plan initial avait été complété le 23 mars 2022 par l'octroi une réduction des taxes sur l'essence et le diesel de 5 pences par litre à partir de mars 2022 pour 2,4 milliards de livres sterling.

Ces dispositions ont été étendues par l'annonce, le 26 mai 2022, d'un doublement du montant des factures d'énergie pris en charge par le gouvernement (de 200 à 400 livres versées pendant six mois à partir du premier octobre) et de l'abandon du remboursement. Par ailleurs, 7,2 millions de ménages les plus pauvres ont eu droit à une prestation de 650 livres, dont la moitié a été versée en juillet, l'autre au 1^{er} octobre.

Enfin, le nouveau gouvernement en place depuis le 6 septembre 2022 (Truss/Kwarteng) a annoncé le 23 septembre le renforcement du bouclier énergie avec le plafonnement pendant deux ans des prix du gaz et de l'électricité, soit 34 pences par kWh pour l'électricité et 10,3 pences par kWh pour le gaz, ce qui conduirait à plafonner la facture d'un ménage moyen à 2 500 livres par an. Le gouvernement

considère que le coût total de la mesure pourrait être de 31 milliards de livres en 2022-23, soit 1,4 point de PIB (exercice budgétaire, courant jusqu'à la fin mars 2023), sur la base des prix du gaz et de l'électricité en vigueur à la fin août 2022. Mais le coût pourrait être plus élevé si la hausse des prix se poursuit (ou moins élevé si les prix baissent). Selon le gouvernement, cette mesure pourrait avoir un impact négatif sur l'inflation de 4 à 5 points au cours des prochains mois, c'est-à-dire en limiter la hausse.

Le coût budgétaire anticipé de ces mesures a affolé les marchés, avec une hausse des taux longs de 3,1 % entre la nomination de Liz Truss le 6 septembre 2022 à 4,5 % les 27 septembre et 10 octobre 2022 (des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis 14 ans), contraignant la banque centrale à intervenir pour calmer les marchés. Face à ces tensions, le gouvernement a fait machine arrière sur l'ampleur du bouclier énergie (et sur le programme de baisses d'impôts non liées au bouclier énergie) avec un plafonnement des prix qui s'arrêterait en avril 2023 et non plus à la fin 2024 selon le nouveau chancelier de l'échiquier, Jeremy Hunt, remplaçant de Kwasi Kwarteng, limogé le 14 octobre. Si l'exercice fiscal avril 2022/mars 2023 est bien balisé, avec un engagement public pour les ménages au titre du bouclier énergie équivalant à 2 % du PIB, l'incertitude demeure pour l'exercice fiscal 2023/2024 dans l'attente de la désignation d'un nouveau premier ministre le 28 octobre et de la présentation du prochain budget le 31 octobre 2022.

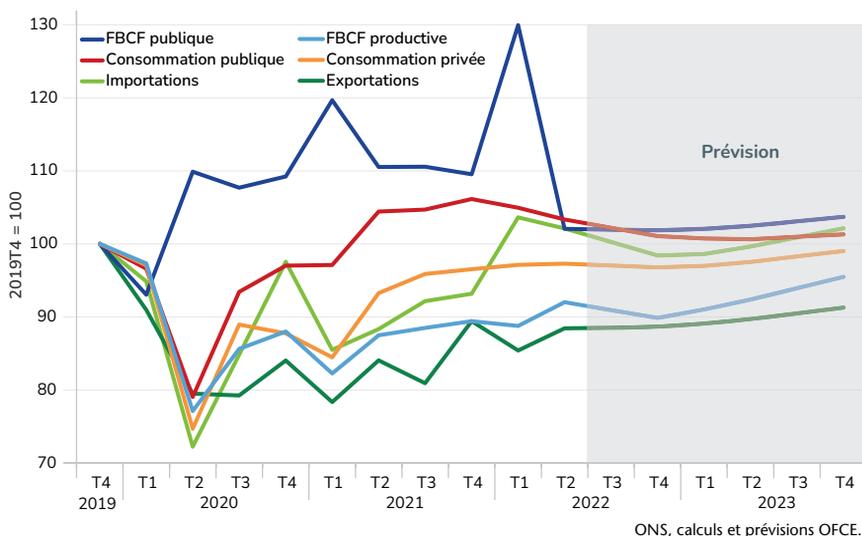
Le rattrapage interrompu...

L'année 2021 a vu se poursuivre le rattrapage engagé dans la seconde moitié de 2020 après le choc provoqué par le confinement au printemps précédent. Mais à partir du deuxième trimestre 2021, le PIB a décéléré, de +6,5 à +0,2 % au deuxième trimestre 2022. La poussée inflationniste explique cette trajectoire au travers de son effet négatif sur la consommation des ménages malgré la baisse du taux d'épargne. Les mesures engagées par le gouvernement précédent Johnson/Sunak pour contrecarrer les effets de l'inflation sur le pouvoir d'achat des ménages étaient trop tardives pour avoir déjà eu un effet au deuxième trimestre 2022.

En comparaison de la consommation des ménages, qui affiche un écart de -2,7 % par rapport à son niveau d'avant-crise au deuxième trimestre 2022, l'investissement productif reste très en retard (-8 %), malgré un sursaut un peu à contretemps à la mi-2022 (graphique 18).

La consommation et l'investissement publics ont porté en 2020 et en 2021 la marque des plans de résilience mis en place durant la crise de la Covid-19, mais leur soutien à l'économie s'amenuise fort logiquement depuis la fin 2021 avec la fin de la pandémie.

Graphique 18. Écart des composantes du PIB britannique aux points d'avant-crise



Le point noir majeur de l'économie britannique est, avec l'investissement productif, celui du commerce extérieur, avec des exportations qui demeurent 11,5 % sous leur niveau d'avant-crise alors que les importations lui sont supérieures de 2 %. Naturellement, il est difficile de démêler dans ce retard des exportations ce qui relève de la crise de la Covid-19 et ce qui relève du Brexit. Les frictions générées par les contrôles douaniers aux frontières sanctionnent les exportations vers l'UE, mais ces dernières peuvent aussi être confrontées aux difficultés persistantes des secteurs les plus pénalisés par la pandémie, comme l'aéronautique et les transports. Les parts de marché du Royaume-Uni dans le commerce mondial ont ainsi perdu près de 20 % entre le quatrième trimestre 2019 et le deuxième trimestre 2022. Bien qu'à un degré moindre, ce constat marque aussi d'autres pays européens, notamment la France avec des pertes de parts de marché en baisse de 9 % sur la même période, et l'Allemagne où elles atteignent 6 %. Ceci qui laisse penser que le Brexit ne rend pas compte à lui seul de la contreperformance du secteur exportateur britannique. Comme ses consœurs européennes, l'économie britannique subit des difficultés

d'approvisionnement liées au dysfonctionnement des chaînes de production mondiales, à l'origine de blocages de la production qui affectent sa capacité exportatrice.

... par la stagflation

Pour la seconde moitié de 2022 et l'année 2023, la trajectoire de l'économie britannique restera marquée par les nombreux chocs dont les premiers effets sont déjà visibles depuis la seconde moitié de 2021. Ce n'est en effet pas l'épuisement du processus de rattrapage post-confinements qui peut expliquer le tassement de l'activité au Royaume-Uni depuis un an dès lors que le point d'avant-crise, rejoint au deuxième trimestre 2022, ne représente pas en lui-même l'objectif du rattrapage (graphique 20). Il convient d'incorporer dans la définition de la cible du rattrapage la croissance qui aurait pu se dérouler depuis le point d'avant-crise, c'est-à-dire la croissance potentielle si l'on fait l'hypothèse que la crise n'a pas affecté la capacité productive de long terme. De fait, l'écart du PIB à cette cible reste négatif, ce qui montre que le rattrapage n'est pas achevé.

Les forces qui s'opposent à sa poursuite sont nombreuses : le choc inflationniste qui pèse sur la consommation des ménages et renchérit les coûts de production, le choc d'approvisionnement qui bloque l'activité dans les secteurs principalement industriels, le choc d'incertitude lié à la montée des tensions géopolitiques à la fin février 2022 avec le déclenchement des hostilités entre la Russie et l'Ukraine et enfin le choc de politique monétaire en réponse à l'exubérance de l'inflation. L'économie britannique affichera une croissance en moyenne annuelle très positive en 2022, mais du fait d'un acquis de croissance très positif alors que l'activité friserait la récession dans la seconde moitié de l'année. En 2023, la croissance serait très faible avec une hausse du PIB de 0,9 %.

Au tournant de 2022/2023, la consommation des ménages devrait pâtir assez sévèrement de la montée de l'inflation alors que les mesures énergie mises en place par le gouvernement Johnson ont été tardives et celles décidées par l'éphémère gouvernement Truss trop récentes pour l'infléchir avant 2023. Préservée jusqu'à présent de la dégradation du pouvoir d'achat grâce à la baisse du taux d'épargne, la consommation devrait se contracter dans la seconde moitié de 2022, avant de retrouver le chemin de la hausse en 2023, sous l'effet de la montée en charge des dispositifs d'aide aux ménages. Dans ce contexte déprimé, l'investissement productif emboîtera le pas de la consommation au

second semestre 2022, avant de se redresser en 2023 sur un rythme un peu plus soutenu qui marquerait un début de comblement du retard accumulé depuis la fin 2019. La consommation et l'investissement publics porteraient encore la marque du désengagement des pouvoirs publics dans les dispositifs de soutien à l'économie hérités de la crise de la Covid-19. Enfin, la dépréciation de la livre face au dollar devrait mettre fin aux pertes de parts de marché du Royaume-Uni et maintenir la croissance des flux d'exportations durant cet épisode d'activité atone. Elle aurait en revanche l'effet collatéral d'alimenter l'inflation importée et donc le choc de pouvoir d'achat.

Sur le marché du travail, après avoir enregistré un recul au premier semestre 2022, la productivité horaire s'établit à un niveau légèrement supérieur à sa tendance au deuxième trimestre 2022 (+0,2 %), ce qui ne dénote ni excès ni insuffisance du volume horaire d'activité par rapport à la production courante. Le caractère atone de l'activité durant l'hiver 2022/2023 et l'absence de choc brutal sur la croissance ne devraient pas entraîner d'évolutions très marquées du cycle de productivité. La productivité horaire resterait ainsi sur sa tendance et la trajectoire du volume horaire travaillé très proche de celle de la valeur ajoutée. Sous l'hypothèse que le redressement de la durée du travail est achevé et se stabiliserait à l'horizon de la prévision (le nombre d'heures par emploi a retrouvé son niveau d'avant-crise au deuxième trimestre 2022), les évolutions de l'emploi seraient parallèles à celles de la valeur ajoutée, avec un faible recul durant l'hiver avant que la réanimation de l'activité dans le courant de 2023 ne réactive un courant d'embauches (+1,1 % en glissement annuel).

Finances publiques : tirs croisés

En 2022, l'impulsion budgétaire est marquée par des influences contraires, à savoir d'un côté le retrait des dispositifs publics de résilience mis en place pendant la crise de la Covid-19 et de l'autre les mesures prises pour atténuer le choc inflationniste. En 2021 et en 2022, le déficit public s'est considérablement réduit, passant de -195 milliards de livres en 2020 (soit plus de 9 % du PIB) à -10,6 milliards en 2022 selon nos estimations (-0,4 % du PIB). En considérant le solde public primaire, c'est-à-dire hors charge d'intérêt, le Royaume-Uni pourrait même dégager en 2022 un excédent de 3,1 % du PIB, conséquence d'une impulsion budgétaire très fortement négative (-4,7 points de PIB), loin d'être compensée par la montée en charge du bouclier énergie (1,6 points de PIB).

Pour 2023, les projections budgétaires sont très incertaines du fait de la situation politique pour le moins chaotique apparue après la nomination de Liz Truss au poste de premier ministre le 6 septembre dernier. Le nouveau gouvernement avait ainsi annoncé un plan en deux parties. D'abord, en lien direct avec l'inflation énergétique, en mettant en place au premier octobre 2022 un généreux bouclier consistant à limiter les factures d'énergie des ménages à 2 500 livres par an évalué à 31 milliards de livres pour l'exercice budgétaire 2022/2023 et pour les entreprises un plan d'encadrement du prix du gaz et de l'électricité, pour un montant de 29 milliards sur 6 mois. Ensuite, un vaste programme de baisse de la fiscalité à l'intention des ménages et des entreprises pour un montant de près de 30 milliards de livres pour l'exercice budgétaire 2023/2024.

Dans un premier temps, la vive inquiétude exprimée par les marchés face à l'ampleur de l'engagement financier public que sous-tendraient ces programmes, a conduit le gouvernement à les raboter : annulation de certaines dispositions du plan fiscal, puis dans un deuxième temps, suppression pure et simple lors du changement de ministre des Finances le 14 octobre 2022, annonce de la limitation du bouclier énergie à mars 2023.

Du fait de l'étalement de l'année fiscale sur deux années calendaires, les mesures au titre du bouclier énergie prises en fin d'année 2022 auront d'ores et déjà un effet sur 2023 que l'on peut estimer. En revanche, la situation nouvelle créée par la démission de Liz Truss le 20 octobre 2022 laisse à l'heure actuelle sans réponse la question de la reconduction des mesures déjà adoptées et de l'institution de mesures nouvelles. Par hypothèse, nous avons supposé que les mesures d'encadrement des prix du gaz et de l'électricité pour les ménages seraient reconduites durant l'exercice 2023/2024, ajoutant une impulsion supplémentaire à celle déjà existante. Finalement, l'impulsion budgétaire redeviendrait positive en 2023, 1,9 point de PIB, même si ce chiffre est très incertain, et probablement surestimé si l'impact du bouclier énergie était atténué par des baisses de dépenses. Le ratio de dette publique, quant à lui, profiterait clairement de la forte hausse du PIB nominal en 2022 et en 2023 entraînée par l'inflation. Cette dernière baisserait de 8 points de PIB en 2022, pour atteindre 87,3 %, et de 2,7 points supplémentaires en 2023 pour s'établir sous 85 %. Au total, la croissance nominale, près de 10 % en 2022 et 6,4 % en 2023 selon nos prévisions, aura permis de réduire le ratio de dette publique de plus de 10 points de PIB en deux ans, ce qui est probablement la seule bonne nouvelle dans le climat délétère actuel.

Japon : ralentissement importé

À la mi-2022, le PIB japonais a enfin dépassé son niveau d'avant-Covid (de 0,6 %). La reprise a longtemps été freinée par l'impact sur les services des mesures prophylactiques prises lors des vagues épidémiques successives ainsi que par les blocages en Chine qui ont entraîné des pénuries de produits intermédiaires et pesé sur les exportations japonaises. La fin des mesures sanitaires le 21 mars 2022 a entraîné une forte croissance des dépenses des agents privés au deuxième trimestre 2022, les ménages puisant dans leur épargne, mais sans entamer la sur-épargne accumulée en 2020 et 2021. L'inflation est restée bien en-deçà de celle observée dans les autres grands pays développés pour plusieurs raisons : tout d'abord grâce à une subvention des pouvoirs publics pour que le prix du carburant ne dépasse pas le seuil défini par le gouvernement, ensuite *via* une revente du blé importé par le gouvernement aux distributeurs à un prix inférieur à celui du marché ; enfin *via* une moindre transmission de la hausse des cours des autres matières premières alimentaires sur les prix à la consommation. La divergence croissante entre le maintien d'une politique monétaire expansionniste au Japon et le resserrement en cours des autres grandes banques centrales a entraîné une forte dépréciation du yen.

La croissance resterait supérieure à la croissance potentielle en 2022 et 2023 (estimée entre 0,2 % par la Banque du Japon et 0,6 % par le gouvernement), tirée par l'assouplissement relatif des contraintes d'offre en Chine et la fin des mesures sanitaires internes, une politique monétaire toujours très accommodante, un taux de change favorable et la poursuite du soutien de la politique budgétaire. Elle pâtirait néanmoins du ralentissement de la demande adressée fin 2022 et début 2023 et du prix des matières premières encore élevés à court terme.

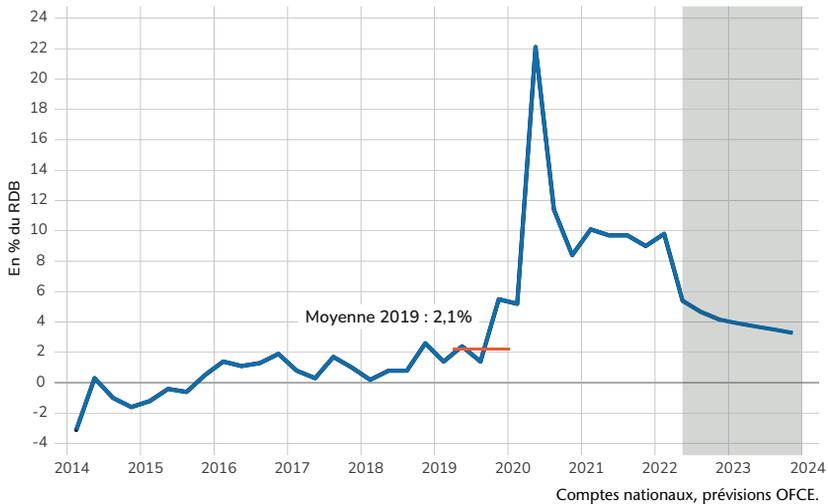
La fin des contraintes sanitaires a permis un rebond de la croissance

L'évolution trimestrielle du PIB a été très chahutée en 2021 et au premier semestre 2022, au gré des mesures d'urgence mises en place au niveau des préfectures pour lutter contre l'épidémie de Covid-19 (de janvier à mars 2021, de juillet à septembre 2021 puis de janvier à mars 2022), qui ont concerné entre 50 à 75 % de la population selon les moments. Les mesures prises, en limitant les interactions sociales *via* des incitations au télétravail, des restrictions d'ouverture des restaurants, des bars... ont pesé sur les dépenses des agents privés. Avec la

levée des dernières restrictions fin mars 2022, la consommation des ménages et l'investissement productif ont connu un net rebond au deuxième trimestre 2022.

La croissance de la consommation privée (0,9 %) s'est appuyée sur une très forte baisse du taux d'épargne (graphique 19), entraînant un retour de ce dernier à un niveau légèrement supérieur à celui pré-Covid. Les ménages conservent néanmoins une forte épargne accumulée durant la crise. La consommation a été essentiellement tirée par un rebond de la consommation des services (jusqu'ici partiellement empêchés), et notamment par le secteur de la restauration. La consommation dans le secteur des services, qui représente 60 % de la consommation totale, a ainsi contribué pour les 2/3 à la progression de cette dernière au deuxième trimestre. Le tourisme intérieur a été soutenu par des mesures publiques, dans la lignée de la campagne « Go to travel »³², soit au niveau des préfectures, soit au niveau des régions. La consommation de biens durables est, quant à elle, restée atone. Les immatriculations de voitures neuves, qui s'étaient redressées entre octobre 2020 et août 2021, après la chute du premier confinement, n'ont cessé de reculer depuis lors, reflétant les problèmes d'approvisionnement et de pénuries de semi-conducteurs et de

Graphique 19. Taux d'épargne des ménages japonais



32. Cette campagne mise en place en juillet 2020 avait pour but de stimuler le tourisme intérieur après les fermetures de début 2020, en finançant en partie le coût du logement et des dépenses sur place et avait été arrêtée à la suite du rebond épidémique fin 2020.

produits intermédiaires qui se sont encore accentués au moment du blocage de Shanghai en début d'année 2022³³.

La politique budgétaire a largement soutenu le pouvoir d'achat des ménages dans un contexte d'accélération de l'inflation, *via* les plans de novembre 2021 et avril 2022. Même si l'inflation est restée limitée au regard des États-Unis ou des pays européens, elle a néanmoins atteint 3 % en août 2022, un taux jamais observé au Japon depuis le début des années 1990, hormis la période 2014-2015 où la taxe sur la consommation avait été relevée (graphique 20)³⁴. L'inflation sous-jacente reste malgré tout modérée, à 1,2 % en août 2022. L'inflation globale est tirée à la hausse par la composante énergie de l'indice des prix, du fait de l'augmentation des prix des matières premières énergétiques (pétrole et GNL notamment) amplifiée par la dépréciation du yen. L'accélération de l'inflation énergétique a toutefois été freinée par l'introduction en décembre 2021 de subventions publiques aux distributeurs et importateurs de pétrole pour fixer un plafond au prix du carburant à 172 yens par litre (avec une aide allant jusqu'à 25 yens le litre). Le 26 avril, le gouvernement a amplifié cette mesure pour que le prix ne dépasse pas 168 yens par litre (avec une aide jusqu'à 35 yens le litre). Par ailleurs, le poids de l'énergie dans l'indice des prix à la consommation est plus faible que dans la plupart des grands pays développés (7,2 % en 2020, contre 9,8 % dans la zone euro par exemple), ce qui limite la transmission à l'inflation globale. Le gouvernement a aussi décidé de limiter l'augmentation du prix du blé, ce qui s'est répercuté sur la composante alimentaire de l'indice de prix à la consommation³⁵. La plupart des autres composantes alimentaires ont également été moins dynamiques (huile, légumes, viande...)³⁶. La faible progression du prix de l'alimentation (4,1 % en septembre 2022), étant donné son poids élevé dans l'indice de prix (26,3 %), a contribué à la modération de l'inflation globale.

33. Pour plus de détails sur l'impact des perturbations logistiques et de production en Chine sur l'économie japonaise, voir : *Outlook for Economic Activity and Prices*, juillet 2022, Bank of Japan, Box 1, page 48.

34. Cette taxe sur la consommation (l'équivalent de la TVA) existe depuis avril 1989 au Japon. Elle a été revalorisée 3 fois depuis lors : en avril 1997 de 3 à 5 %, en avril 2014 à 8 % et enfin en octobre 2019 à 10 %. Cette dernière n'avait pas entraîné d'accélération de l'inflation en raison de la contraction du PIB fin 2019 liée aux dégâts du typhon Hagibis puis de l'émergence de l'épidémie de Covid-19 qui a entraîné un repli des dépenses des consommateurs et des entreprises.

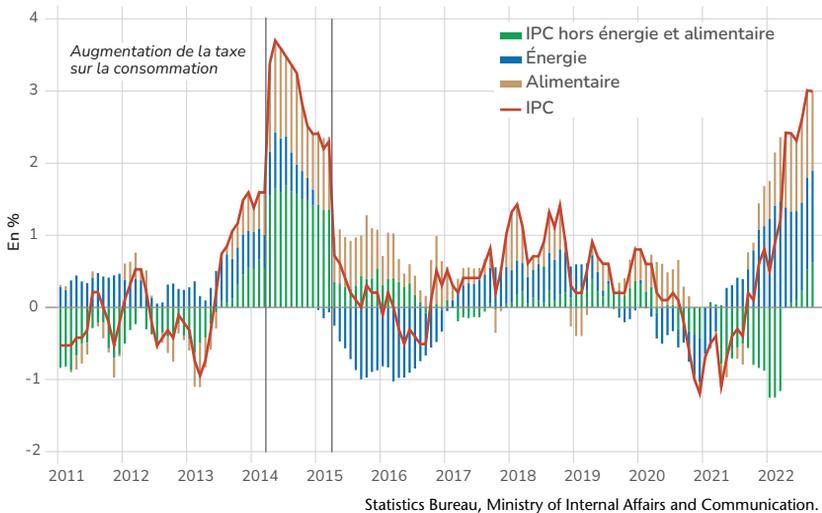
35. Le prix du blé a été gelé au prix d'avant la guerre en Ukraine.

36. Ceci peut s'expliquer par des comportements différents des distributeurs ou des importateurs (contrats, marges...).

Enfin pour soutenir le revenu des ménages et la trésorerie des entreprises, le gouvernement a également versé aux ménages à bas revenus avec enfants une aide de 50 milles yens par enfant et accordé des prêts sans intérêt aux PME.

Le marché du travail est resté bien orienté. Le taux d'emploi a légèrement augmenté par rapport à début 2020 et le taux de chômage est quasiment stable, à 2,6 % en juillet 2022 (contre 2,8 % un an plus tôt). Face à l'accélération de l'inflation, les salaires nominaux par tête ont progressé, bénéficiant de bonus en juin et juillet 2022, et laissant espérer aux autorités japonaises l'enclenchement d'une boucle prix-salaires.

Graphique 20. Taux d'inflation au Japon et ses principales composantes



Du côté des exportations, elles ont été fortement impactées par les contraintes de transport avec la Chine, les soucis d'approvisionnement en pièces détachées et en semi-conducteurs, ce qui a pesé notablement sur les exportations de véhicules jusqu'en juin 2022, avant un retournement à la hausse en juillet et en août (21 % des exportations de bien). Les exportations en biens de communication (ordinateurs, smartphones) ont été moins dynamiques les derniers mois, la demande s'étant tassée.

L'investissement des entreprises a rebondi au deuxième trimestre 2022, en lien avec la reprise de la demande en logiciels et de la consommation des ménages. Les profits des entreprises sont à de hauts

niveaux, notamment ceux des grandes entreprises du secteur manufacturier qui ont bénéficié de gains de parts de marché en lien avec la dépréciation du yen. Dans le secteur non manufacturier, en particulier dans les petites et moyennes entreprises, les profits au contraire se sont dégradés en raison de la détérioration des termes de l'échange.

Malgré l'accélération de l'inflation, la politique monétaire est restée très accommodante, ce qui s'est traduit par une forte dépréciation du yen. Après plusieurs années de variations de faible amplitude, le yen avait commencé à se déprécier vis-à-vis du dollar début 2021 et cette dépréciation s'est accentuée depuis mars 2022, au moment du début du resserrement monétaire aux États-Unis. Au 14 octobre 2022, le yen avait ainsi chuté de 26 % par rapport au dollar depuis mi-mars 2022 et de 44% au total depuis le 1^{er} janvier 2021. Il s'est aussi déprécié vis-à-vis de l'euro, reflétant également l'augmentation des taux directeurs par la BCE. Lors de la [dernière réunion des 21 et 22 septembre](#), la Banque du Japon a maintenu les taux inchangés (à -0,1 % pour les taux courts et achat d'autant d'obligations gouvernementales que nécessaire pour maintenir les taux à 10 ans proches de 0 %). Selon nos prévisions, l'inflation continuerait d'augmenter jusqu'à fin 2022, avant de décélérer en 2023 en lien avec les prix énergétiques. La Banque du Japon ne resserrait donc pas sa politique, l'inflation (hors produits frais) n'étant pas à 2 % de façon pérenne. Elle espère en effet la mise en place d'un cercle vertueux, avec une augmentation des anticipations d'inflation des agents privés qui se répercute sur le cycle de négociations salariales et donc sur l'inflation et les salaires à moyen terme.

À la suite à la décision de la Banque du Japon de maintenir ses taux inchangés, le cours du yen avait dévissé rapidement, conduisant le ministre des Finances à décider de soutenir la monnaie, *via* des achats par la banque centrale de yens, en puisant dans ses réserves en dollars. C'est la première intervention sur le marché des changes de la Banque du Japon depuis la crise asiatique de 1998.

Le maintien à un haut niveau des prix des matières premières et le ralentissement de l'économie chez ses partenaires commerciaux amputeront la croissance

Malgré la forte augmentation des cas de Covid-19 entre juillet et septembre 2022, la large diffusion de la vaccination au sein de la population a conduit le gouvernement à renoncer à mettre en place des mesures sanitaires, la priorité étant désormais donnée à la reprise de l'économie.

La consommation des ménages serait soutenue par la poursuite de la baisse du taux d'épargne à l'horizon de la prévision, même si ce dernier resterait fin 2023 supérieur à la moyenne de 2019. Les ménages resteraient en effet prudents, et l'inflation ne ralentirait que progressivement en 2023 selon nos prévisions, en lien avec l'évolution des prix énergétiques mondiaux. Les ménages continueraient toutefois de bénéficier d'une inflation contenue par les mesures publiques sur les prix énergétiques ainsi que par le gel du prix du blé en vigueur actuellement, le gouvernement ayant décidé de ne pas répercuter la hausse du cours du blé qu'il importe sur le prix auquel il le revend aux détaillants japonais en octobre 2022³⁷.

Les entreprises indiquent dans l'enquête du troisième trimestre 2022 une nette augmentation de leurs plans d'investissement, notamment ceux repoussés pendant la crise de la Covid et du fait des difficultés d'approvisionnement. Ceci est cohérent avec des commandes de machines en augmentation depuis quelques mois. Dans notre scénario, cette poursuite de l'embellie ne serait pas bridée par des soucis d'approvisionnement en énergie. Comme dans de nombreux pays, le gouvernement envisage de demander aux ménages et aux entreprises de limiter leur consommation d'énergie entre décembre 2022 et mars 2023, l'achat de gaz naturel liquéfié pour le fonctionnement des centrales thermiques restant perturbé en raison de la guerre en Ukraine³⁸. Nous faisons l'hypothèse que cela ne perturberait que peu le processus de production.

Du côté du commerce extérieur, les exportations de biens ralentiraient en fin d'année 2022 et début 2023, en lien avec le commerce mondial, avant de réaccélérer, bénéficiant toujours d'une compétitivité-prix favorable dans le sillage de la dépréciation du yen. Par ailleurs, le gouvernement compte sur une nette augmentation des recettes issues du tourisme, à la suite de la levée le 11 octobre dernier du quota quotidien d'entrées de touristes étrangers et du visa pour les pays pour lesquels il n'était pas obligatoire avant la Covid³⁹.

La croissance de l'activité atteindrait 1,6 % en 2022 puis 1,4 % en 2023, grâce à un *policy-mix* accommodant dans un contexte mondial très incertain.

37. Le prix du blé importé par le gouvernement puis revendu aux détaillants est normalement révisé deux fois par an (en avril et en octobre) sur la base du prix moyen du blé acheté les 6 derniers mois.

38. Les pouvoirs publics avaient déjà demandé aux agents privés d'économiser l'énergie durant les mois de juillet à septembre 2022 marqués par une forte chaleur.

39. L'entrée reste néanmoins subordonnée à un schéma de vaccination ou un test PCR négatif.

Chine : la croissance entravée

Après une hausse de 8,1 % en moyenne annuelle en 2021, la croissance chinoise a été de 1,4 % au premier trimestre 2022 par rapport au trimestre précédent, avant de baisser de 2,6 % au deuxième trimestre 2022. Cette forte baisse de l'activité a pour principale raison le retour de confinements au printemps 2022 face à la hausse du nombre de cas de Covid-19. À cela s'ajoutent les effets de la crise du secteur immobilier et du ralentissement de la croissance mondiale ainsi que, dans une moindre mesure, la hausse des prix de l'énergie. Ces éléments continueront de peser sur la croissance chinoise au cours des prochains mois.

Alors que le 20^e congrès national du Parti communiste chinois s'ouvre à la mi-octobre, aucun signe d'assouplissement des mesures de contrôle de l'épidémie de Covid-19 n'est pour le moment en vue tandis que les effets de la crise immobilière risquent de s'aggraver et que les perspectives de faible croissance mondiale pèsent sur les perspectives des exportateurs chinois.

L'objectif de croissance de 5,5 % que s'était fixé initialement le gouvernement pour 2022 ne sera pas atteint. Compte tenu des chiffres de croissance publiés jusqu'au deuxième trimestre et des informations conjoncturelles portant sur l'été, la croissance ne serait que de l'ordre de 1,2 % cette année. Sous les hypothèses d'une levée progressive de la stratégie Zéro-Covid, en l'absence de l'apparition de nouveaux variants, d'un soutien budgétaire et monétaire qui limiterait l'ampleur de la crise immobilière et sous nos hypothèses de croissance mondiale et de prix de l'énergie, la croissance chinoise serait en 2023 d'1,3 % par trimestre, ce qui porterait la croissance à 3,4 % en moyenne annuelle.

La poursuite de la stratégie Zéro-Covid

En octobre 2022, la Chine est l'un des rares pays à avoir maintenu une stratégie Zéro-Covid. Plus de 90 % de la population a reçu au moins une dose de vaccin, mais à l'aide de vaccins chinois à virus inactivé dont l'efficacité est moindre que celle des vaccins ARN. La Chine n'a jusqu'à présent pas réussi à produire ses propres vaccins ARN et n'a pas non plus passé d'accord avec les fabricants étrangers de vaccins ARN. Par conséquent, la stratégie Zéro-Covid a été maintenue, particulièrement pour limiter la diffusion du variant Omicron, avec la mise en place de confinements locaux à partir de la fin 2021⁴⁰.

À la mi-octobre, selon la NHC (National Health Commission), la pandémie de Covid-19 n'aurait entraîné que 5 226 décès en Chine. Ce chiffre est sans nul doute sous-estimé, mais la stratégie Zéro-Covid a néanmoins permis d'éviter de nombreux décès, avec un coût social et économique important. Sur la base des données de valeur ajoutée régionales, par grand secteur d'activité, nous pouvons estimer que les villes frappées par des mesures de restriction représentaient 7,7 % en avril 2022 de la valeur ajoutée chinoise, dont 3,8 % pour Shanghai⁴¹. Les secteurs de l'hôtellerie et la restauration connaissaient la plus forte chute d'activité (-85 %), suivis du secteur du commerce (-75 %), alors que les transports pouvaient se réorganiser en partie (-50 %) et que les entreprises industrielles réussissaient à limiter la chute de leur production à 25 %, comme les services financiers et les autres services. Au total, le choc des confinements serait de -2,4 % sur l'ensemble de la valeur ajoutée chinoise sur ce seul mois. Shanghai est sorti officiellement de deux mois de confinement à la fin mai mais sans que cela signifie un retour total à la normale (restaurants et salles de sport demeurant alors fermées, jauges à 75 % pour les magasins, tests Covid de moins de 72 heures pour prendre les transports en commun et entrer dans les lieux publics, quarantaine stricte pour les personnes testées positives et leurs contacts). Compte tenu du maintien des confinements locaux en juin, l'impact du choc Omicron peut être évalué à 2,4 % sur le deuxième trimestre.

Sous l'hypothèse d'une croissance tendancielle de 1,3 % en termes trimestriels, le seul choc Omicron aurait conduit à une baisse du PIB de 1,1 % au deuxième trimestre. La baisse de 2,6 % est donc beaucoup plus ample que nous l'aurions suggéré. Il faut garder à l'esprit la fragilité des statistiques chinoises et les limites d'un appareil statistique très peu détaillé qui ne permet pas de décomposer la baisse du PIB ni par secteur d'activité en termes trimestriels ni par composantes de la demande. Rien n'assure non plus que les chiffres officiels de croissance ne seront pas révisés (à la hausse ou à la baisse). Il est possible que notre évaluation sous-estime l'impact des mesures de lutte contre le Covid, mais d'autres éléments ont contribué à ralentir la croissance au deuxième trimestre, notamment l'immobilier (*cf infra*).

La stratégie Zéro-Covid est devenue au cours du temps « dynamique », c'est-à-dire de plus en plus ciblée au niveau local, pouvant ne

40. Voir Mathieu, 2022, « Omicron en Chine : l'épée de Damoclès », *OFCE Le Blog*, 10 mai.

41. Voir OFCE, 2022, « L'économie mondiale sous les chocs », *OFCE Policy brief 106*, 25 mai.

toucher que des quartiers, voire des immeubles résidentiels, ceci dans de nombreuses villes et régions, pour limiter la diffusion des cas de Covid-19 tout en évitant de mettre l'ensemble des activités à l'arrêt. De ce fait, l'économie chinoise serait autant freinée au troisième trimestre qu'au trimestre précédent par les mesures de restriction sanitaire, et cela resterait le cas jusqu'à la fin de l'année. L'impact serait donc de -1,8 point sur la croissance en 2022.

Pour 2023, nous supposons qu'après le Congrès du PCC, la stratégie Zéro-Covid sera progressivement assouplie jusqu'à disparaître au quatrième trimestre, ce qui au total aurait un impact positif de 1,1 point sur la croissance en 2023.

La crise du secteur immobilier

Pendant de nombreuses années, le secteur immobilier a été très dynamique en Chine (pour une présentation des évolutions depuis le début des années 1980, voir Carré *et al.*, 2022)⁴². En 2021, la valeur ajoutée du secteur de la construction représentait 7 % de la valeur ajoutée totale. Rogoff et Yang (2020) estiment le poids de l'ensemble du secteur immobilier dans la valeur ajoutée à près de 30 %, en utilisant les tableaux entrées-sorties de 2016⁴³. Leur analyse les conduit à estimer qu'une baisse de 20 % de l'activité immobilière (au sens large : construction, rénovation, vente, location, gestion immobilière) aurait à terme un impact compris entre 5 et 10 % sur le niveau du PIB.

Au premier semestre 2022, la valeur ajoutée dans la construction était en hausse de 2,8 % par rapport au premier semestre 2021, proche de la hausse du PIB sur cette période (2,5 %). Mais de nombreux indicateurs dans l'immobilier étaient franchement orientés à la baisse. Ainsi, le taux de croissance de l'investissement dans l'immobilier, qui était en hausse de 10,9 % sur les huit premiers mois de 2021, par rapport aux huit premiers mois de 2020, était en baisse de 8,4 % sur la même période de 2022 par rapport à 2021. Les ventes de surfaces commerciales affichaient respectivement une hausse de 16 % suivie d'une baisse de 28 %. Ces indicateurs conjoncturels ne permettent pas de couvrir l'ensemble de l'activité immobilière, mais si l'on suppose que celle-ci serait sur les huit premiers mois de l'année au total en baisse de 5 %, l'impact sur le PIB serait compris entre 1,25 et

42. Carré Thomas, Lennig Chalmel, Eloïse Villani et Jingxia Yang, (2022), « La dépendance de la croissance chinoise au secteur immobilier », *Trésor éco*, n° 311, août.

43. Voir « Peak China Housing », *NBER Working Paper*, n° 27697.

2,5 %, à terme, sur la base des évaluations de Rogoff et Yang (2020). En retenant la fourchette basse de l'évaluation, pour notre horizon de court terme, l'activité immobilière réduirait la croissance en Chine de 1,25 point en 2022 et du double en 2023, si la crise de l'immobilier prenait de l'ampleur.

Le gouvernement chinois avait pris des mesures pour freiner l'activité immobilière et tout particulièrement l'endettement des promoteurs immobiliers avant le début de la crise Covid-19. La crise Covid-19 a limité la mise en place de cette politique, le gouvernement souhaitant éviter les faillites en chaîne de promoteurs, dont certains, comme *Evergrande* sont porteurs de risque systémique. Ainsi, au niveau local, les autorités sont incitées à soutenir les promoteurs en difficulté (rachat d'immeubles non vendus, baisses de taux d'intérêt, report des échéances d'endettement, ...).

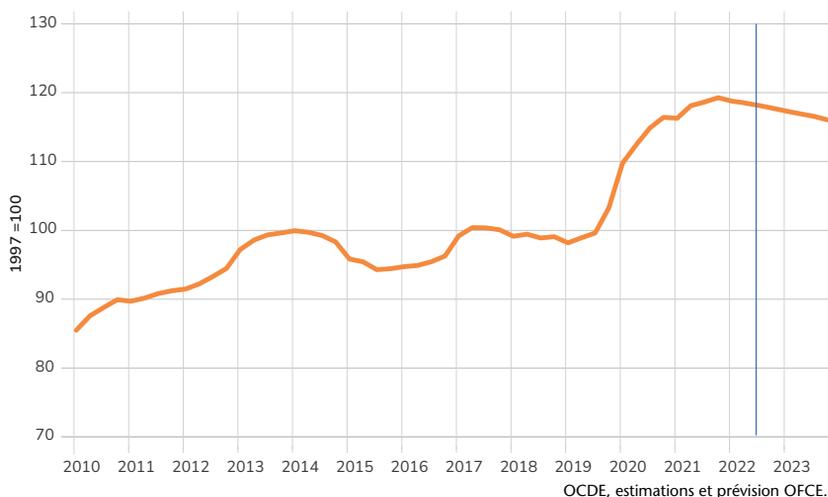
Au cours des dernières semaines, le gouvernement chinois a annoncé des mesures de soutien à l'économie. Nous faisons l'hypothèse, entourée de nombreuses incertitudes, que ces mesures de soutien pourraient représenter 0,2 point de PIB en 2022 et 0,5 point de PIB en 2023.

Ralentissement des exportations

Les exportateurs chinois ont engrangé de forts gains de parts de marché lors de la crise de la Covid-19. D'une part les producteurs chinois avaient une bonne spécialisation sur des biens particulièrement demandés pendant la pandémie : biens d'équipement électroniques et informatiques, appareils de protection sanitaire (masques, ...). D'autre part, ils ont pu maintenir leurs productions en 2020 tandis que les usines étaient à l'arrêt dans de nombreuses régions du monde. Ainsi, entre le début de 2020 et la mi-2021, la Chine aurait gagné plus de 20 points de parts de marché sur les échanges de biens et services en volume (graphique 21). Le mouvement a commencé à s'inverser avec la fin des confinements, la reprise de la production, et d'une certaine relocalisation des activités chez les partenaires commerciaux de la Chine. Ceci se poursuivrait au cours des mois à venir, laissant cependant à la fin de 2023 les parts de marché à un niveau encore supérieur à leur niveau d'avant-crise. Des éléments joueraient en sens inverse : la Chine continuerait à bénéficier de sa bonne spécialisation, certains liens commerciaux instaurés durant la pandémie persisteraient, le coût de l'énergie est bas en Chine relativement à l'UE. En sens inverse, les entreprises américaines et européennes pourraient souhaiter diversifier leurs

approvisionnements et se tourner vers des pays plus sûrs. En un an, le yuan a baissé de 12,5 % par rapport au dollar, ce qui pourrait améliorer la compétitivité des produits chinois ; mais il s'agit en fait d'une montée du dollar puisque l'euro a lui baissé de 16 % sur cette période.

Graphique 21. Évolution des parts de marché à l'exportation de la Chine



Le ralentissement de la demande adressée à la Chine, associé aux pertes de parts de marché freinerait les exportations chinoises à des rythmes de l'ordre de 4 % en 2022 et 2 % seulement en 2023. Cela pourrait représenter une baisse de 0,4 point de PIB par an, par rapport à une tendance à la hausse des exportations de 6 %, les exportations représentant 18 % du PIB chinois.

Le tableau 2 présente le cadrage illustratif de l'impact des principaux chocs qui frappent l'économie chinoise dans notre prévision. Il faut noter que fin 2021, l'économie chinoise prise globalement n'avait pas entièrement effacé l'impact du choc induit par la Covid-19 en 2020 : il subsistait un écart de l'ordre de 2 points par rapport au niveau de PIB qui aurait été atteint avec un rythme de croissance « hors chocs » proche de 1,3 %, rythme que nous envisagions avant la crise Covid-19. Notre prévision incorpore un certain rattrapage de cet écart et un ralentissement de la croissance tendancielle. L'effet Covid s'estomperait progressivement. La dynamique de l'économie chinoise serait maintenant mise en cause par la crise de l'immobilier et le retour à la normale des parts de marchés de la Chine.

Tableau 2. Impact des différents chocs sur la croissance chinoise

	2022				2023				2021	2022	2023
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Sans OMICRON											
PIB, en niveau (1)	125,8	127,5	129,1	130,8	132,5	134,1	135,8	137,5	122,1	128,3	135,0
Taux de croissance	1,4	1,3	1,3	1,3	1,25	1,25	1,25	1,25	8,6	5,1	5,2
Chocs : OMICRON et autres (2)											
Omicron		-2,4	-2,4	-2,4	-1,5	-1,0	-0,5	0,0		-1,8	1,1
Immobilier		-1,3	-1,8	-2,3	-3,1	-3,8	-4,3	-4,8		-1,3	-2,6
Parts de marché		-0,3	-0,6	-0,8	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4		-0,4	-0,8
Politique économique		0,1	0,3	0,4	0,4	0,7	0,8	0,9		0,2	0,5
Total		-3,9	-4,4	-5,1	-5,1	-5,2	-5,2	-5,3		-3,3	-1,8
PIB, en niveau (1)	125,8	122,6	123,5	124,3	125,8	127,4	129,0	130,6	122,1	124,0	128,2
Taux de croissance	1,4	-2,6	0,6	0,6	1,28	1,25	1,25	1,25	8,6	1,6	3,4

1) 2019T4 = 100. Ce cadrage est fait à partir des taux de croissance trimestriels publiés par le NBS qui aboutissent à une croissance du PIB de 8,6 % en 2021, alors que le taux de croissance du PIB annuel est de 8,1 % en 2021 (tableau 2).

2) Les chocs sont présentés en écart en niveau.

National Bureau of Statistics of China, estimations OFCE.

Indicateurs conjoncturels

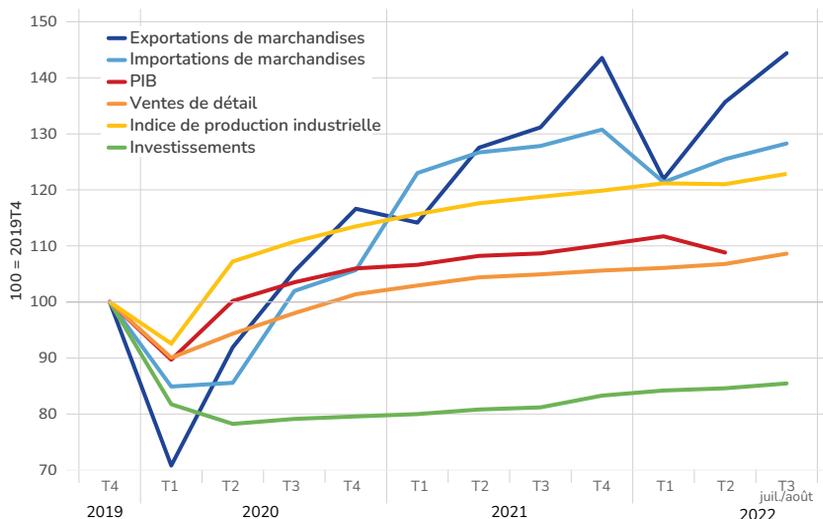
Les indicateurs mensuels de production et de demande disponibles à la mi-octobre montrent une reprise modérée de l'activité en juillet et en août (graphique 22), l'investissement restant toujours très inférieur à son niveau d'avant-crise Covid-19, les exportations étant à l'opposé très supérieures.

L'indice de la production industrielle était en hausse de 4,2 % sur un an en août. La production de véhicules était pour sa part en hausse de près de 30 % sur un an, signe du fort redémarrage de l'activité dans ce secteur. L'indice des ventes de détail était en hausse de 5,4 %.

L'inflation n'a que légèrement augmenté depuis un an et reste modérée : elle était de 2,8 % sur un an en septembre contre 0,9 % en début d'année, dont 8,8 % pour les prix alimentaires et 19 % pour les prix des carburants automobiles. Hors énergie et produits alimentaires, l'inflation n'était que de 0,6 %, contre 0,9 % en début d'année. L'indice des prix à la production industrielle n'a lui augmenté que de 0,9 % sur un an août, tandis que les prix d'achat des carburants et de l'énergie pour le secteur industriel n'était en hausse que de 14 %. Cette inflation modérée reflète la faiblesse de la hausse de la demande des ménages, contraints par les différents confinements, mais aussi la

politique chinoise de contrôle des prix à la production. Cela permet de maintenir les taux d'intérêt à de bas niveaux (3,65 % pour les crédits à un an, 4,3 % pour les crédits de plus de cinq ans).

Graphique 22. Indicateurs conjoncturels chinois



PIB et IPI : en volume, autres indicateurs : en valeur. Moyenne de juillet-août pour le troisième trimestre. National Bureau of Statistics of China.

Le taux de chômage urbain est passé de 4,9 % à l'automne 2021 à 6,1 % en avril 2022, avant de redescendre à 5,3 % en août. Mais le taux de chômage des 16-24 ans, qui avait augmenté de 14,6 % à l'automne 2021 à 18,2 % en avril 2022 a continué d'augmenter jusqu'à 19,9 % en juillet, avant de légèrement baisser à 18,7 % en août, suggérant que le ralentissement de l'activité a particulièrement frappé les jeunes entrant sur le marché du travail depuis le début de l'année.

Le taux d'épargne des ménages, qui avait atteint un point haut de 34 % en 2020 a baissé à 31,4 % en 2021, restant supérieur à son niveau d'avant-crise, 30% en 2019. Les ménages disposaient donc encore d'une légère sur-épargne en 2021 qu'ils utiliseraient à l'horizon de 2023, ramenant leur taux d'épargne à 30 %.

La croissance serait de 1,2 % cette année et de 3,4 % l'an prochain (après 8,1 % en 2021, tableau 3). La consommation serait le principal moteur de la croissance tandis que l'investissement, en particulier dans

l'immobilier, contribuerait négativement cette année et de façon nulle l'an prochain. La contribution des exportations nettes à la croissance, qui avait atteint 1,7 point en 2021, se réduirait cette année et l'an prochain sous l'effet du ralentissement des exportations tandis que les importations verraient leur progression limitée par celle de la demande intérieure.

Les incertitudes qui entourent cette prévision sont élevées. Du côté de la demande intérieure, la stratégie de lutte contre la Covid-19 pourrait être davantage assouplie ou durcie que décrit dans notre prévision tandis que la crise du secteur immobilier pourrait être plus ou moins prononcée. Du côté de la demande extérieure, les aléas principaux portent sur le retour à la normale des parts de marchés de la Chine ainsi que sur l'évolution du commerce mondial (poursuite de la guerre en Ukraine, risques de récession en Europe).

Tableau 3. Résumé des prévisions de croissance pour la Chine

<i>En %</i>	2020	2021	2022	2023
PIB	2,3	8,1	1,2	3,4
Consommation	-0,3	9,8	2,5	6,4
Investissement	4,3	2,6	-3,1	-0,1
Exportations	1,6	18,1	4,3	1,7
Importations	-1,8	10,1	-1,2	3,0
Contributions à la croissance du PIB, en points				
Consommation	-0,2	5,3	1,4	3,6
Investissement	1,8	1,1	-1,3	0,0
Exportations nettes	0,6	1,7	1,1	-0,2
Exportations	0,3	3,3	0,9	0,3
Importations	-0,3	1,6	-0,2	0,5

National Bureau of Statistics of China, estimations OFCE pour les exportations et les importations.
Prévision OFCE octobre 2022.



Les pays émergents en proie au fléau des taux d'intérêt

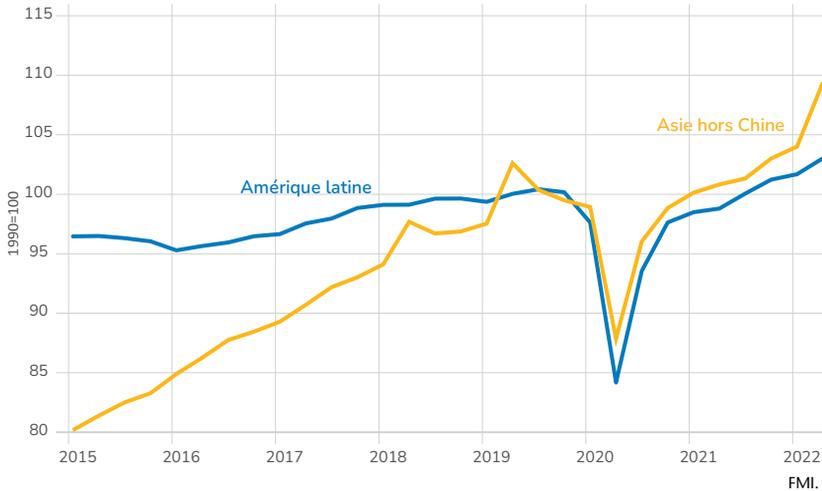
Durement frappés mais moins confinés (sauf la Chine) que le reste du monde par la pandémie en 2020-2021, les pays émergents d'Asie et d'Amérique latine avaient vu leur PIB baisser globalement moins que les pays développés (-2,5 % pour l'ensemble des économies émergentes contre -4,6 % pour les pays industriels), et notamment que l'Union européenne (-7,2 %). L'impact de la crise avait été très différent selon les régions puisque l'Asie hors Chine et l'Amérique latine connaissaient respectivement un recul de 4,6 % et 7 % de leur PIB. En 2021, le contrôle de la propagation du virus, notamment par les campagnes de vaccination, avait permis le relâchement progressif des contraintes sanitaires et le rebond des économies sur fond d'accélération du commerce international mais aussi de l'inflation. À la fin de l'année dernière, la plupart des pays avait retrouvé leur niveau d'activité pré-Covid et le dynamisme du premier semestre 2022 les ramenait progressivement vers leur trajectoire antérieure. Pourtant, si la croissance est restée encore rapide au premier semestre en Asie hors Chine et en Amérique latine, les perspectives sont mauvaises. La baisse du PIB américain, le fort ralentissement en Europe, la baisse de 2,6 % du PIB chinois au deuxième trimestre, combinés désormais au durcissement de la politique monétaire aux États-Unis vont mettre un nouveau coup d'arrêt à la croissance de ces économies particulièrement dépendantes de l'extérieur, au risque de créer des crises de surendettement pour les plus fragiles. Les pays exportateurs de matières premières devraient bénéficier d'un transfert de richesse en leur faveur mais l'instabilité financière devrait dominer dans ces deux régions et fragiliser les plus dépendants des marchés des capitaux.

Comme partout, la reprise ... l'inflation

La croissance est restée rapide en Asie hors Chine jusqu'au premier semestre 2022. Permis par la levée des contraintes sanitaires et l'assouplissement des tensions dans les chaînes d'approvisionnement, le rebond s'est étalé selon les pays jusqu'au début de l'année 2022, notamment en Inde, Indonésie et en Malaisie. Quelque pays (Taiwan, Singapour et surtout Hong Kong) affichent malgré tout un fléchissement en début d'année. Mais à l'exception de la Thaïlande et de Hong-Kong, tous les pays de la région avaient retrouvé leur niveau d'activité

pré-Covid à la fin 2021. En Amérique latine aussi, à l'exception du Mexique, la croissance a été relativement soutenue en 2021 et au-delà. Au premier semestre, si le Pérou et le Chili ont décroché, d'autres continuent leur rattrapage. Ainsi, entre fin 2021 et mi 2022, le PIB a augmenté de 2,4 % au Brésil, 2,1 % au Mexique, 2,2 % en Argentine et 2,9 % en Colombie (graphique 23).

Graphique 23. PIB d'Asie (hors Chine) et d'Amérique latine



Toutefois, après la crise de la Covid et la reprise de l'inflation en 2021 qui avait conduit déjà certains pays à relever leur taux d'intérêt, les économies émergentes font face depuis le printemps de l'année 2022 à un durcissement de l'accès aux marchés de capitaux internationaux. La hausse des taux directeurs de la Réserve fédérale, puis des autres grandes banques centrales pour lutter contre le nouveau choc inflationniste déclenché par la guerre en Ukraine vient frapper de plein fouet les pays émergents. Confrontés à la fois au retournement du commerce international, conduit notamment par le net ralentissement chinois et américain, et à une envolée du prix des matières premières alimentaires, industriels et de l'énergie (dont ils bénéficient mais qui nourrit l'inflation domestique), et désormais au risque de fuite des capitaux vers des marchés plus sains et plus lucratifs (*flight to quality*), les pays émergents doivent arbitrer entre soutenir leur économie ou bien renforcer leur crédibilité et tenter d'ancrer les anticipations des prix et du taux de change par un durcissement de leur politique monétaire. Si le transfert de richesse entre pays bénéficie principalement aux pays

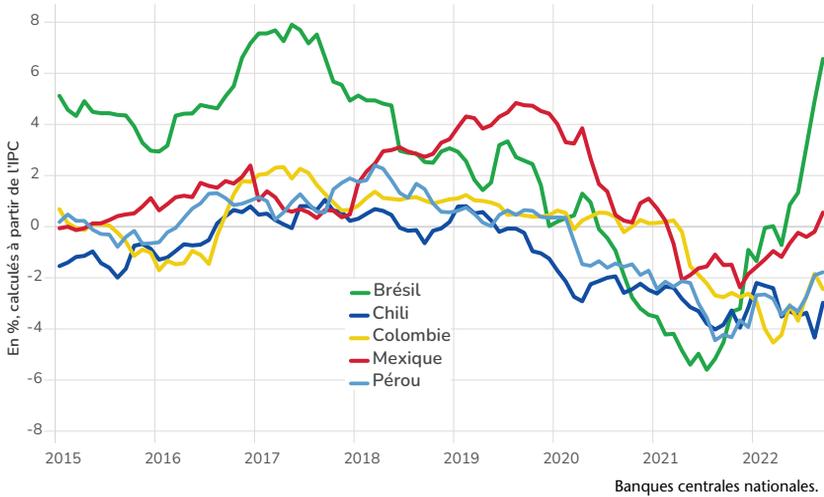
exportateurs de matières premières (notamment d'Amérique latine, d'Indonésie, de Malaisie), l'impact inflationniste de la hausse des cours des produits alimentaires et industriels pourrait dominer faute de redistribution.

Historiquement plus élevée en Amérique latine, l'inflation a accéléré d'abord en Amérique latine puis en Asie. Et si elle a commencé à refluer au Brésil, elle continue d'augmenter dans les autres pays à des niveaux jamais observés depuis le début des années 2000 en Amérique latine, et depuis la grande crise de 2008 pour l'Asie. Mais surtout à l'époque, si la crise financière centrée sur les grands pays industrialisés s'était traduite par une chute du commerce international, la politique monétaire d'alors avait été particulièrement accommodante. En 2022, la violence du choc inflationniste dans les pays développés est telle que l'objectif de contrôle des prix prévaut sur le risque de récession. La hausse des taux d'intérêt, engagée dès 2021 dans de nombreux pays d'Amérique latine et en Corée, se poursuit en 2022 et s'étend désormais à l'ensemble des pays d'Asie. Les taux directeurs corrigés de l'inflation sont négatifs, sauf au Brésil et au Mexique, mais le sont de moins en moins dans les autres pays d'Amérique latine, illustrant par là le caractère plus restrictif de la politique monétaire que celle menée en Asie (graphique 24 et 25).

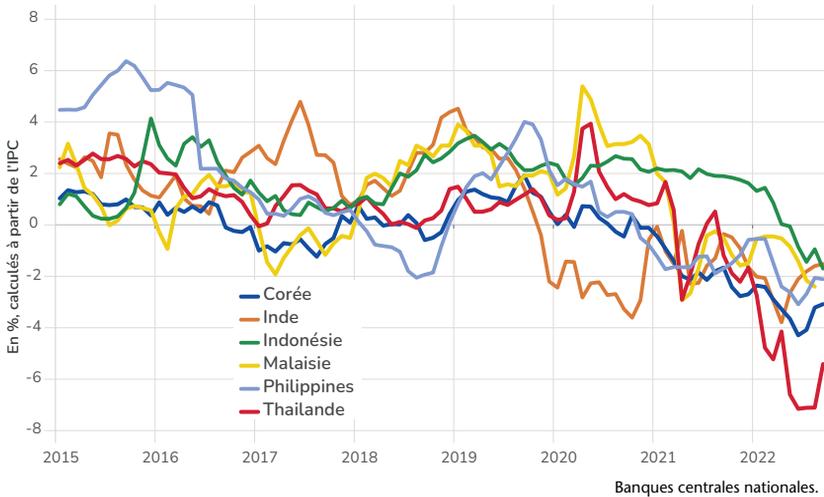
La hausse des taux d'intérêt des banques centrales vise à atténuer les tensions inflationnistes sur le marché domestique mais surtout à défendre la valeur de la monnaie sur le marché des changes notamment pour limiter l'inflation importée, éviter la fuite des capitaux et réduire le service de la dette extérieure. Depuis le début de la crise, à l'exception de celles visant un ancrage rigide au dollar (le dollar de Hong-Kong ou le peso mexicain), toutes les monnaies se sont dépréciées face au dollar, et notamment celles dont les pays constituent une place financière importante. Ainsi, le Brésil a vu sa monnaie perdre 20 % de sa valeur face au dollar, presque autant que le Chili, la Colombie, la Thaïlande. En Inde, aux Philippines et en Corée, la monnaie a baissé plus de 10 %.

En plus de la hausse des taux, les autorités sont intervenues massivement sur le marché des changes. C'est notamment le cas au Chili, en Inde, aux Philippines et en Thaïlande : les réserves de change ont baissé entre 50 et 20 % sur un an. Pour autant, elles restent encore relativement confortables à en juger le taux de couverture exprimé en mois d'importations. C'est en Malaisie, au Mexique et au Chili qu'elles sont les moins importantes (la couverture est d'environ 5 mois).

Graphique 24. Taux directeurs déflatés de l'inflation en Amérique latine



Graphique 25. Taux directeurs déflatés de l'inflation en Asie



Les perspectives restent sombres en 2023

En 2023, la situation ne devrait guère s'améliorer. Partout à l'exception de quelques pays (Hong Kong et Thaïlande notamment), la croissance du PIB devrait être plus faible qu'en 2022. Le commerce international restera impacté par la faiblesse de la croissance mondiale. La lente reprise de l'activité en Chine, due à la levée probable de la

stratégie Zéro Covid, ne devrait pas compenser l'effondrement de 2022. Or si les pays voisins sont les plus exposés du fait de leur participation aux chaînes de valeur dont la Chine reste une plaque tournante, les pays émergents d'Amérique latine sont devenus aussi de plus en plus dépendants du marché chinois. Dès lors, la demande adressée à ces économies ralentira fortement en 2023. Par ailleurs, malgré la dépréciation des monnaies face au dollar, les positions relatives de compétitivité-prix ne devraient pas être très modifiées du fait des rythmes d'inflation élevés. Les parts de marché devraient donc rester stables. En Asie hors Chine, la croissance viendrait donc surtout de la demande intérieure et resterait proche de son potentiel. Les perspectives de croissance en Amérique latine sont plus dégradées, le resserrement monétaire étant plus fort et les principaux pays plus exposés à la volatilité des capitaux. Par ailleurs, si l'envolée du cours des matières premières industrielles a atténué la crise en 2021 et 2022 pour les pays qui sont exportateurs nets, ce facteur devrait cesser de jouer avec la baisse de la demande.

Finalement, si le risque de crise financière ne peut être totalement exclu compte tenu de l'ampleur des hausses des taux d'intérêt et du resserrement de l'accès au marché international des capitaux, et notamment des titres de dettes souveraines (les primes de risque sont très légèrement inférieures à leur niveau de la précédente crise financière de 2014-2015), les pays émergents d'Asie et d'Amérique latine sont malgré tout plus solides financièrement que par le passé. Les conséquences de ce nouvel environnement seront surtout douloureuses pour les pays à plus bas revenus, déjà frappés par le renchérissement du prix des produits de base.

L'**Inde** semblait bien engagée sur la voie de la reprise après le choc économique dû à la pandémie. En effet en 2021, son PIB a progressé de +8,7 % par rapport à l'année précédente (6,6 %). Avec l'assouplissement des restrictions liées au Coronavirus, l'activité économique est repartie depuis le deuxième semestre 2021. Au cours du deuxième trimestre 2022, l'Inde a enregistré une croissance de 13,5 % en rythme annuel bénéficiant de la poursuite du rebond post-pandémie, rebond qui risque toutefois d'être freiné par les tensions inflationnistes et le durcissement des conditions de financement. Face à la flambée de l'inflation mondiale provoquée par la guerre en Ukraine et la hausse du prix des matières premières, la banque centrale indienne (RBI) a décidé d'augmenter son principal taux d'intérêt. Le taux repo, celui auquel empruntent les banques commerciales indiennes, a été rehaussé de

50 points de base, passant à 4,9 %. L'enjeu est maintenant de contenir une inflation record sans nuire à la croissance. En effet, les classes pauvres et moyennes de l'Inde sont les plus touchées par les augmentations car elles consacrent une grande partie de leurs revenus à l'alimentation. Au premier trimestre 2022, l'inflation s'établissait à 7,8 % en glissement, sous l'effet d'une hausse des prix des denrées alimentaires. L'inflation des denrées alimentaires a, quant à elle, atteint les 8,4 %. Les perturbations dans les chaînes d'approvisionnement ont fait grimper les prix des denrées alimentaires (principalement huiles comestibles) et les prix de l'énergie (l'Inde importe 80 % de son pétrole brut). Cela a poussé l'Inde à décréter un embargo sur le blé à la suite d'une production largement moins bonne qu'escomptée en raison de la vague de chaleur extrême qui a littéralement brûlé les récoltes.

La Corée du Sud n'avait pas connu une telle poussée de son activité depuis 2010 avec une croissance de +4,0 % en 2021, après -0,9 % en 2020, ce qui lui a permis de dépasser son niveau d'avant la pandémie. La croissance coréenne résiste au premier trimestre 2022, à +0,7 % par rapport au trimestre précédent. Les exportations de biens et services ont été le principal moteur de la croissance puisqu'elles ont progressé de +5,0 % sur le trimestre. Les exportations et les importations coréennes sont étroitement liées à la Chine, avec environ 30% et 40 % des échanges de produits technologiques dépendant de la Chine. De ce fait le ralentissement de l'activité en Chine devrait peser sur les exportations coréennes. L'interruption de la chaîne d'approvisionnement régionale a affecté la production et les exportations dans le secteur technologique. La baisse de la production manufacturière (-3,1 %) a pu être partiellement compensée par une reprise de la consommation privée (+2,9 %) à partir au second trimestre 2022 notamment grâce aux dépenses en services. Le taux de chômage est resté relativement bas, à +2,8 % au deuxième trimestre. La plupart des emplois créés ont concerné les services, la santé publique et le travail social. En août 2022, le taux d'inflation par rapport au même mois de l'année précédente était en baisse à +5,7 % contre +6,3 % en juillet, mais les tensions inflationnistes restent fortes. Il s'agit notamment des prix de l'énergie (+28,8 %) et de l'alimentation (+8,0 %). L'inflation est d'autant plus forte que la valeur du won vis-à-vis du dollar est au plus bas depuis 2009. La Banque de Corée se montre particulièrement active dans sa politique de resserrement monétaire. Elle a procédé à 5 hausses de son taux de base depuis août 2021, la dernière datant du

26 mai 2022, pour atteindre 1,75 %, soit un niveau qui n'avait pas été atteint depuis novembre 2018. Au deuxième trimestre 2022, le gouvernement a mis en place un budget supplémentaire (2,9 % du PIB), budget principalement destiné aux petites entreprises qui bénéficieront d'environ 72 % des fonds. La croissance a augmenté de +4,0 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2022 contre 6,3 % un an auparavant.

Singapour a vu sa croissance se solder par un rebond spectaculaire de +7,6 % en 2021, alors que l'économie s'était contractée de 5,1% en 2020, au plus fort de la crise. Au deuxième trimestre 2022, grâce à la suppression des restrictions intérieures et frontalières l'économie singapourienne a progressé de +4,4 %. La forte reprise du trafic aérien et des arrivées de visiteurs internationaux a profité aux secteurs liés à l'aviation et au tourisme. Au premier trimestre 2022, le taux de chômage a retrouvé son niveau pré-pandémique à 2,2 %. Les pressions inflationnistes plus fortes que prévues et un resserrement agressif de la politique monétaire des banques centrales ont pesé sur la croissance. L'inflation a accéléré en début d'année pour dépasser la barre des 5 %. Les coûts du fret, des biens de consommation durables, de l'énergie et des produits alimentaires ont augmenté et restent élevés.

En raison d'un assouplissement des mesures anti-Covid, l'économie **philippine** a connu en 2021 une croissance plus importante que prévue, passant de +5,7 % contre -9,1% en 2020, ce qui a permis de stimuler la consommation et le retour à l'emploi. Au premier trimestre 2022, les Philippines ont affiché une forte dynamique de l'activité avec une croissance du PIB atteignant 8,3 % en glissement annuel. Le soutien de l'État à l'économie et la réouverture du pays aux touristes internationaux ont permis de stimuler le secteur des services et soutenir la reprise de l'activité en début d'année. La consommation finale des ménages reste le principal moteur de croissance. Elle s'est redressée progressivement (+ 10,1 % en glissement annuel au premier trimestre 2022) grâce notamment à une augmentation des envois de fonds en provenance de l'étranger (États-Unis, Malaisie et Corée du Sud étant les principaux pays d'origine des fonds). Les Philippines accusent un retard important en matière d'infrastructures et de services de transport et l'administration Duterte a élaboré le programme « Build, Build, Build » : 75 projets prioritaires d'infrastructures ont été sélectionnés pour un montant total de 170 Mds de dollars sur la période 2017-2022 favorisant les investissements. Au premier trimestre 2022 la formation brute de capital a augmenté de 20 % en glissement annuel.

En Malaisie, en 2021, le PIB a progressé de seulement 3,1 %. Au premier trimestre 2022, malgré les blocages en Chine et les conditions d'approvisionnement difficiles, l'industrie manufacturière ne devrait pas avoir pesé lourdement sur la croissance avec une progression de +8,9 % en glissement annuel. La hausse de 25 % du salaire minimum conjuguée aux subventions aux carburants ont permis de protéger le pouvoir d'achat des ménages. Ainsi la croissance s'explique aussi par une hausse de la demande intérieure. Le gouvernement invite les entreprises et les commerçants à ne pas augmenter les prix des biens et des services sur le marché intérieur après l'introduction du nouveau salaire minimum afin de limiter l'inflation.

En Indonésie, Le PIB a enregistré une croissance de 5,4 % en glissement annuel au second trimestre 2022, cela représente une légère hausse par rapport aux 5% enregistrés au cours du premier trimestre. Ce rebond est dû en grande partie au recul de la pandémie et à une forte augmentation de la consommation des ménages, des investissements et des exportations. Les dépenses des ménages ont bénéficié de la levée des restrictions liées à la pandémie et de l'augmentation des vaccinations. Les exportations ont augmenté de +19,8 % grâce à une demande solide et à la flambée des prix mondiaux des matières premières tels que le charbon, l'huile de palme et le nickel. La perturbation de la chaîne d'approvisionnement mondiale a entraîné la hausse des prix des principaux produits de base de l'Indonésie, ce qui s'est traduit par une aubaine pour la performance des exportations du pays.

La croissance économique de **Taiwan** a atteint 6,6 % en 2021 grâce à l'investissement des entreprises qui a progressé de 5,3 % et au commerce extérieur. En début d'année 2022 l'activité ralentissait : 1,1 % contre 2,4 % quatrième trimestre 2021. La consommation privée reste inférieure aux niveaux pré-pandémiques. La courbe épidémique s'est de nouveau dégradée avec un pic à 97 796 cas la dernière semaine de mai. Les exportations taiwanaises ont été directement affectées par les conséquences des récents confinements à Shanghai et dans d'autres régions industrielles chinoises. Les exportations au second trimestre 2022 ont atteint 13 %, contre 24 % au quatrième trimestre 2021 notamment dans les machines et les équipements électriques, information, communication et production audiovisuelle.

Après une contraction de -6,1 % en 2020, l'économie **thaïlandaise** a progressé de 1,5 %, l'une des croissances les plus faibles d'Asie du Sud-Est. En effet La Thaïlande a accueilli environ 40 millions de visiteurs étrangers en 2019, soit 12 % du PIB du pays, avant de chuter à

6,7 millions en 2020 et à 400 000 en 2021 dans le contexte de la pandémie. Au début d'année 2022 en raison de l'assouplissement des contrôles et de l'amélioration de la situation en matière de Covid, les arrivées ont été plus nombreuses que prévu + 19,6 % contre + 3,6 % en janvier. La politique Zéro-Covid en Chine aura un impact sur la croissance du pays, en effet la Chine représentait 28 % du total des arrivées en 2019.

Avec une hausse de 17 % des exportations et une amélioration de ses ventes au détail de 7,3 % en 2021, **Hong Kong** a affiché une croissance de 6,4 %. Au premier trimestre 2022, l'économie hongkongaise a reculé de 4 % sous l'effet du renforcement des mesures de distanciation sociale (stratégie Zéro-Covid). C'est la consommation privée qui a apporté la contribution la plus négative à la croissance : -3,5 points.

En Asie, plusieurs risques vont peser sur la croissance. L'impact de la guerre en Ukraine et du durcissement de la politique monétaire de nombreuses banques centrales dans le monde pour faire face à l'inflation, le ralentissement de la croissance mondiale et la flambée des prix des matières premières sont autant de facteurs extérieurs qui vont avoir un impact sur la croissance de la région. De plus la série de confinements en Chine impactant les chaînes d'approvisionnement se rajoute aux chocs précédents. L'inflation est néanmoins moindre que dans le reste au monde.

En Amérique latine, la croissance est restée plutôt soutenue au premier semestre. Entre la fin 2021 et le deuxième trimestre 2022, l'activité a progressé entre 2 et 3 % au Mexique, Argentine, Brésil, et Colombie. Elle a cependant baissé de 0,6 % au Chili et de 4 % au Pérou. L'inflation reflue depuis mai au Brésil à 7 % en septembre et semble avoir atteint un plateau au Chili (à 13,7 %) et au Pérou. Elle continue de progresser encore au Mexique, en Colombie et au Pérou. Ces rythmes sont loin des bandes autorisées par les banques centrales dans le cadre de leur stratégie de ciblage d'inflation. Dès lors, les taux directeurs devront rester très élevés tant que les pressions inflationnistes se maintiendront ou continueront d'augmenter. L'impact peu visible jusque-là, sera très marqué à partir du milieu d'année et sera amplifié par l'ajustement budgétaire.

Au **Brésil**, l'accélération de la croissance au premier semestre montre la bonne résilience de l'économie, notamment de la consommation des ménages et de l'investissement soutenus par les mesures de relance du gouvernement (transferts aux ménages, baisse des taxes sur

les prix des carburants et de l'électricité, ...). Le taux de chômage a baissé de 6 points par rapport à son pic de 2020 et se situe à un niveau historiquement bas. L'année 2022 étant une année électorale, les dépenses publiques ont sensiblement augmenté mais sans entraîner de dérapage des finances publiques. En 2023, la politique économique monétaire et budgétaire sera particulièrement restrictive. Au Mexique, malgré une croissance encore soutenue au premier semestre, les indicateurs conjoncturels sont mitigés. L'austérité budgétaire menée depuis plusieurs années pèse sur les performances de l'économie tout comme en 2022 et 2023, tout comme le ralentissement, voire la récession aux États-Unis. Au Chili, la croissance avait été particulièrement forte en 2021, poussée par la hausse des prix du cuivre. En 2022 puis 2023, l'impact bénéfique du prix élevé des matières premières sera plus que contrebalancé par le retrait des mesures de soutien à l'économie, la contraction du marché chinois qui absorbe 40 % des exportations chiliennes et la forte volatilité des marchés financiers. L'Argentine, qui applique une gestion monétaire et budgétaire peu orthodoxe, enregistre une inflation à plus de 80 % en septembre, malgré les contrôles des changes et des capitaux. Le rebond de la production agricole en 2022 après la sécheresse sévère de 2021 profite à la croissance mais les perspectives macroéconomiques restent mauvaises.

3. ANNEXE TABLEAUX

A1. Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et prix des matières premières

	2022				2023				2021	2022	2023
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Taux de change ¹											
1 €=...dollars	1,13	1,08	1,03	1,0	1,0	1,0	1,05	1,10	1,19	1,06	1,04
1 \$=...yens	115	127	134	135	135	135	135	135	110	128	135
1 £=...euros	1,20	1,19	1,17	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,16	1,19	1,20
Taux d'intérêt directeurs des banques centrales¹											
USA	0,37	1,38	2,75	3,75	4,33	4,50	4,50	4,50	0,25	2,06	4,46
JPN	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
EUZ	0,0	0,0	0,80	1,90	2,40	2,80	3,0	3,0	0,0	2,68	2,80
GBR	0,75	1,0	1,75	2,60	2,90	3,40	3,50	3,50	0,14	1,53	3,33
Matières premières											
Prix du pétrole Brent, en \$ ¹	100,3	113,7	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	70,7	103,5	100,0
Prix du pétrole Brent, en € ¹	89,1	105,6	96,8	100,0	100,0	100,0	95,2	90,9	59,6	97,9	96,5

1. Moyenne sur la période.

2. Variation par rapport à la période précédente, en %.
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. Prévision OFCE octobre 2022.

A2. États-Unis : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente (sauf mention contraire), en %

	2022				2023				2021	2022	2023
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	-0,4	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,3	0,4	0,4	5,9	1,6	0,7
PIB par habitant	-0,6	-0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	5,7	1,0	0,0
Consommation des ménages	0,3	0,5	0,3	0,2	0,2	0,4	0,4	0,5	8,3	2,6	1,2
Consommation publique	-0,3	-0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	1,3	-0,6	0,9
FBCF totale dont :	1,4	-0,9	0,0	0,0	0,2	0,2	0,4	0,5	7,2	1,1	0,4
Production privée	1,9	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,5	0,5	6,4	2,9	0,8
Logement	-0,8	-4,8	-0,2	-0,2	0,0	0,3	0,3	0,3	10,7	-5,7	-1,1
Administrations publiques	-1,5	-1,4	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	-2,3	-3,3	0,5
Exportations de biens et services	-1,2	3,3	-0,2	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	6,1	5,4	1,6
Importations de biens et services	4,3	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	14,1	9,9	2,2
Contributions :											
Demande intérieure hors stocks	0,4	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5	7,5	2,0	1,0
Variations de stocks	0,1	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,3
Commerce extérieur	-1,0	0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-1,9	-1,2	-0,2
Déflateur de la consommation*	6,3	6,5	6,3	5,5	5,0	4,1	3,8	3,6	3,9	6,1	4,1
Taux de chômage	3,8	3,6	3,5	3,9	4,2	4,4	4,8	5,2	5,4	3,7	4,6
Solde courant, en % du PIB									-3,6	-3,9	-3,0
Solde public, en % du PIB									-12,6	-3,3	-0,4
Dette publique, en % du PIB									127,4	120,4	114,9
Impulsion budgétaire, en points de PIB									0,8	-8,4	-3,1
PIB zone euro	0,7	0,8	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,4	0,5	5,2	3,2	0,6

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
Bureau of Economic Analysis (BEA), Bureau of Labor Statistics (BLS), prévision OFCE octobre 2022.

A3. Zone euro : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2022				2023				2021	2022	2023
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	0,7	0,8	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,4	0,5	5,2	3,2	0,6
PIB par habitant	0,6	0,7	-0,1	-0,2	-0,1	0,1	0,3	0,4	4,9	2,9	0,2
Consommation des ménages	0,0	1,3	-0,1	-0,3	-0,3	0,1	0,3	0,5	3,7	3,8	0,1
Consommation publique	0,2	0,6	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	4,2	1,7	0,6
FBCF totale	-0,8	0,9	-0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,3	0,3	4,1	2,6	0,2
Exportations de biens et services	1,2	1,3	0,4	0,3	0,4	0,5	0,7	0,9	10,3	6,1	2,1
Importations de biens et services	-0,2	1,8	0,2	0,1	0,1	0,3	0,5	0,7	8,0	6,6	1,4
<i>Contributions :</i>											
Demande intérieure hors stocks	-0,2	1,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,1	0,3	0,4	3,8	2,9	0,2
Variations de stocks	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,1
Commerce extérieur	0,7	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	1,3	0,0	0,4
Prix à la consommation (IPCH)*	6,1	8,0	8,7	8,5	6,8	5,3	4,0	3,2	2,6	7,8	4,8
Taux de chômage	6,8	6,7	6,7	6,9	7,1	7,2	7,2	7,1	7,7	6,8	7,1
Solde public, en % du PIB									-5,1	-3,2	-2,6
Dette publique, en % du PIB									95,6	92,2	91,8
Impulsion publique, en points de PIB									0,1	-1,0	-0,5
PIB États-Unis	-0,4	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,3	0,4	0,4	6,4	1,7	0,7

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
Eurostat, prévision OFCE octobre 2022.

A4. Allemagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2022				2023				2021	2022	2023
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	0,8	0,1	-0,1	-0,3	-0,4	0,0	0,3	0,4	2,6	1,6	-0,5
PIB par habitant	0,7	-0,5	-0,2	-0,3	-0,5	-0,1	0,2	0,4	2,5	1,0	-0,5
Consommation finale privée	0,8	0,8	-0,2	-0,7	-1,2	-0,6	0,0	0,2	0,4	4,0	-2,0
Consommation des APU	1,8	2,3	-0,3	-0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	3,8	3,8	0,4
FBCF totale dont	2,1	-1,3	-0,3	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,3	1,0	0,0	-0,3
Exportations de biens et services	1,9	0,4	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,1	0,3	9,5	1,7	0,8
Importations de biens et services	3,6	-3,0	-1,3	-0,2	0,0	0,3	0,4	0,4	8,9	5,4	-0,3
Contributions :											
Demande intérieure hors stocks	1,3	0,7	-0,2	-0,4	-0,7	-0,3	0,0	0,2	1,3	2,9	-1,1
Variations de stocks	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,3	0,0
Commerce extérieur	-0,6	-0,6	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,7	-1,6	0,6
Prix à la consommation (IPCH)*	6,1	8,3	8,7	8,8	7,0	4,8	3,7	3,2	3,2	8,0	4,7
Taux de chômage	3,0	2,9	3,2	3,3	3,6	3,5	3,5	3,5	3,6	3,1	3,5
Solde courant, en % du PIB									7,4	4,6	3,0
Solde public, en % du PIB									-3,7	-1,6	-2,0
Dettes publiques, en % du PIB									69,3	66,1	65,3
Impulsion publique, en points de PIB									0,0	-2,0	-0,6
PIB zone euro	0,7	0,8	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,4	0,5	5,2	3,2	0,6

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
Bundesbank, Statistisches Bundesamt, prévision OFCE octobre 2022.

A5. France : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2022				2023				2021	2022	2023
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	-0,2	0,5	0,2	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,3	6,8	2,6	0,6
PIB par habitant	-0,3	0,4	0,1	-0,1	-0,2	0,1	0,3	0,3	6,4	2,2	0,3
Consommation finale privée	-1,2	0,4	0,2	0,2	0,0	0,3	0,3	0,4	5,3	2,7	0,9
Consommation des APU	0,0	-0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	6,3	2,0	0,5
FBCF totale	0,4	0,2	0,2	-0,6	-0,9	-0,1	0,4	0,4	11,4	1,2	-1,0
Exportations de biens et services	1,8	0,9	0,4	0,4	0,5	0,7	0,9	1,0	8,6	7,0	2,5
Importations de biens et services	1,9	0,0	0,1	0,2	0,2	0,5	0,8	1,0	7,8	6,4	1,4
Contributions :											
Demande intérieure hors stocks	-0,5	0,2	0,2	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,3	7,1	2,2	0,3
Variations de stocks	0,4	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,4	-0,1
Commerce extérieur	-0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3
Déflateur de la consommation (en ga)	3,3	4,9	5,4	5,2	5,7	4,9	4,4	4,0	1,6	4,7	4,7
Taux de chômage	7,3	7,4	7,2	7,4	7,7	7,8	7,9	8,0	7,9	7,3	7,8
Solde public, en % du PIB									-6,4	-4,9	-5,2
Dette publique, en % du PIB									112,5	111,2	112,1
PIB zone euro	0,7	0,8	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,4	0,5	5,2	3,2	0,6

* Mesurée comme l'effort budgétaire structurel.
 INSEE, comptes trimestriels ; prévisions OFCE, *e-mod,fr*, 2022-2023, octobre 2022.

A6. Italie : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2022				2023				2021	2022	2023
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	0,1	1,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,3	0,5	6,7	3,5	0,4
PIB par habitant	0,3	1,2	0,0	-0,1	-0,1	0,1	0,3	0,5	7,4	3,5	0,5
Consommation des ménages	-1,5	2,6	0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,3	0,7	5,2	3,5	0,9
Consommation publique	0,1	-1,1	-0,1	-0,1	0,2	0,8	0,8	0,8	1,5	-0,1	1,0
FBCF totale dont :	3,9	1,1	-2,0	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	16,5	7,5	-3,0
productive	6,2	1,6	-2,0	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	17,4	9,4	-2,9
logement	8,1	0,7	-2,0	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	22,7	13,5	-3,1
Exportations de biens et services	5,7	1,6	0,6	0,4	0,4	0,5	0,8	0,8	13,4	10,2	2,2
Importations de biens et services	5,0	2,0	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,1	0,4	14,7	12,1	0,2
Contributions :											
Demande intérieure hors stocks	0,0	1,5	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,1	0,4	6,3	3,5	0,1
Variations de stocks	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,4
Commerce extérieur	0,2	-0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	-0,4	0,7
Prix à la consommation (déflateur)*	4,6	5,9	9,0	9,2	6,5	5,3	4,1	2,5	1,6	7,2	4,5
Taux de chômage	8,5	8,0	7,8	8,1	8,2	8,3	8,1	7,8	9,5	8,1	8,1
Solde courant, en % de PIB									3,0	-1,0	-1,8
Solde public, en % de PIB									-7,2	-4,9	-4,2
Dette publique, en % du PIB									150,3	146,0	145,2
Impulsion budgétaire, en points de PIB									0,4	1,1	-0,4
PIB zone euro	0,7	0,8	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,4	0,5	5,2	3,2	0,6

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle. ISTAT, calculs de l'auteur, prévision OFCE octobre 2022.

A7. Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2022				2023				2021	2022	2023
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	-0,2	1,5	-0,3	-0,1	0,2	0,4	0,5	0,5	5,5	4,3	1,0
PIB par habitant	-0,3	1,3	-0,4	-0,3	0,1	0,2	0,4	0,4	4,9	3,7	0,4
Consommation des ménages	-1,9	3,2	-1,1	-0,7	0,0	0,4	0,5	0,5	4,6	2,2	0,4
Consommation publique	0,1	-0,5	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	3,1	-1,2	-0,6
FBCF totale¹ dont :	3,4	2,8	1,0	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	4,3	8,8	3,1
Productive	2,4	2,6	1,1	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	7,9	9,7	3,7
Logement	6,6	3,2	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-5,3	6,0	1,3
Exportations de biens et services	1,1	1,6	0,4	0,4	0,4	0,5	0,7	0,8	14,7	12,3	2,2
Importations de biens et services	-0,8	4,6	-0,2	0,0	0,2	0,4	0,4	0,4	13,9	8,3	1,8
Contributions :											
Demande intérieure hors stocks	-0,4	2,2	-0,2	-0,1	0,3	0,4	0,5	0,5	4,2	2,7	0,8
Variations de stocks	-0,5	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	0,1	0,1
Commerce extérieur	0,7	-0,9	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	0,4	1,5	0,2
Prix à la consommation (IPCH) ²	4,9	7,1	8,4	8,3	6,0	7,5	3,9	2,6	3,5	7,2	5,0
Taux de chômage	13,6	12,5	12,5	12,7	12,9	13,0	13,2	13,3	14,8	12,8	13,1
Solde courant, en % de PIB									1,0	0,0	-0,9
Solde public, en % de PIB									-6,9	-5,0	-4,0
Dettes publiques, en % de PIB									118,4	118,3	121,0
Impulsion budgétaire, en points de PIB									-1,1	-0,3	-1,0
PIB zone euro	0,7	0,8	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,4	0,5	5,2	3,2	0,6

1. Les comptes trimestriels espagnols ne permettent pas d'isoler l'investissement public.

2. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.

INE, prévision OFCE octobre 2022.

A8. Royaume-Uni : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente (sauf mention contraire), en %

	2022				2023				2021	2022	2023
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	0,7	0,2	-0,1	-0,1	0,2	0,4	0,6	0,6	7,5	4,5	0,9
PIB par habitant	0,7	0,2	-0,1	-0,1	0,2	0,4	0,6	0,6	7,1	4,4	0,8
Consommation des ménages ¹	0,6	0,2	-0,3	-0,3	0,2	0,6	0,8	0,8	6,2	4,9	0,9
Consommation publique	-1,1	-1,5	-1,0	-1,0	-0,3	0	0,4	0,4	12,6	-0,2	-1,9
FBCF totale² dont :	3,5	-1,4	-0,7	-0,7	0,8	1,0	1,2	1,2	5,6	3,7	1,2
Productive privée	-0,7	3,7	-1,2	-1,2	1,3	1,5	1,7	1,7	-0,1	4,0	3,1
Logement	2,1	3,1	-0,1	-0,1	0,2	0,4	0,6	0,6	-0,1	9,8	1,6
Administrations publiques	18,6	-21,5	-0,1	-0,1	0,2	0,4	0,6	0,6	14,1	-3,2	-5,6
Exportations de biens et services	-4,5	3,6	0,1	0,2	0,5	0,7	0,9	0,9	7,2	5,5	2,7
Importations de biens et services	11,2	-1,5	-1,8	-1,8	0,2	1,0	1,2	1,2	25,5	12,6	-0,8
Contributions :											
Demande intérieure hors stocks	2,3	-1,2	-0,5	-0,5	0,2	0,5	0,8	0,8	7,6	4,0	0,2
Variations de stocks	3,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0	0	0	0,9	2,7	-0,4
Commerce extérieur	-4,7	1,5	0,6	0,6	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-1,0	-2,2	1,0
Prix à la consommation (IPCH) ³	5,5	7,9	8,7	8,6	8,7	6,5	5,1	4,0	2,5	7,7	6,0
Taux de chômage ⁴	3,8	3,6	3,9	4,2	4,2	4,2	4,1	3,9	4,4	3,9	4,1
Solde courant, en % du PIB									-2,0	-5,4	-4,2
Solde public ⁵ , en % du PIB									-4,7	-0,4	-2,5
Dette publique, en % du PIB									95,3	87,3	84,6
Impulsion budgétaire, en points de PIB									-2,5	-3,1	1,9
PIB zone euro	0,7	0,8	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,4	0,5	5,2	3,2	0,6

1. Y compris ISBLSM. 2. Y compris acquisitions moins cessions d'objets de valeur. 3. Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle. 4. Au sens du BIT. 5. Au sens de Maastricht, selon la comptabilisation de l'ONS.
ONS (Quarterly National Accounts, Quarter 2 2022, 30 septembre 2022), prévision OFCE octobre 2022.

A9. Amérique latine : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2021	2022	2023
PIB	6,9	2,8	1,3
Argentine	10,4	4,7	-1,2
Brésil	5,0	1,9	0,6
Mexique	5,0	2,4	1,4
Chili	12	3,2	0,0

FMI, calculs et prévision OFCE octobre 2022.

A10. Asie : résumé des prévisions de PIB

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2021	2022	2023
Corée du Sud	6,8	4,1	2,5	1,8
Asie en développement rapide	20,3	4,4	4,5	4,0
Taïwan	3,9	6,6	3,1	2,3
Hong Kong	1,5	6,3	0,5	3,6
Singapour	0,9	7,6	3,6	2,3
Thaïlande	3,6	1,5	3,3	4,0
Indonésie	6	3,7	5,4	4,8
Malaisie	1,7	3,1	7,6	4,1
Philippines	2,6	5,7	6,6	5,7
Chine	48,5	8,1	1,2	3,4
Inde	24,4	8,7	7,1	5,9
Asie hors Chine	51,5	6,4	5,5	4,6
Total	100	7,2	3,4	4,0

CEIC, calculs et prévision OFCE octobre 2022.

A11. Nouveaux États membres de l'Union

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2021	2022	2023
Pologne	45	6,0	5,0	1,4
Roumanie	18	6,3	7,0	2,5
République Tchèque	15	3,1	3,8	1,3
Hongrie	12	7,5	6,1	2,5
Bulgarie	6	0,4	3,5	2,0
Croatie	4	10,0	8,6	2,8
NEM-6		5,6	5,3	1,8

Comptes nationaux, calculs et prévision OFCE octobre 2022.

A12. Chine : résumé des prévisions

En %

	2020	2021	2022	2023
PIB	2,3	8,1	1,2	3,4
Consommation	-0,3	9,8	2,5	6,4
Investissement	4,3	2,6	-3,1	-0,1
Exportations	1,6	18,1	4,3	1,7
Importations	-1,8	10,1	-1,2	3,0
Contributions à la croissance du PIB, en points				
Consommation	-0,2	5,3	1,4	3,6
Investissement	1,8	1,1	-1,3	0,0
Exportations nettes	0,6	1,7	1,1	-0,2
Exportations	0,3	3,3	0,9	0,3
Importations	-0,3	1,6	-0,2	0,5

National Bureau of Statistics of China, estimations OFCE pour les exportations et les importations.
Prévision OFCE octobre 2022.

A13. Japon : croissance, résumé des prévisions

En %

	2020	2021	2022	2023
PIB	-4,6	1,7	1,6	1,4
Consommation privée	-5,2	1,3	2,9	1,5
Consommation publique	2,3	2,1	1,7	0,9
Investissement	-5,0	-1,3	-1,5	2,3
Exportations	-11,7	-11,9	3,8	4,4
Importations	-6,8	5,1	5,7	4,7
Contributions à la croissance, en points				
Demande intérieure hors stocks	-3,7	0,8	1,6	1,5
Variations de stocks	-0,1	-0,2	0,4	-0,1
Commerce extérieur	-0,9	1,1	-0,2	0,0
En %				
Prix à la consommation	0,0	-0,2	2,2	1,5
Taux de chômage	2,8	2,8	2,6	2,5

Cabinet Office, Eikon, Prévision OFCE octobre 2022.

LA CROISSANCE MANQUE D'ÉNERGIE

PERSPECTIVES 2022-2023 POUR L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

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

L'économie française encaisse de multiples chocs (hausse des prix de l'énergie, incertitudes et tensions géopolitiques, vagues du variant Omicron et difficultés d'approvisionnement, hausse des taux d'intérêts...) conduisant à une baisse de la croissance malgré les dispositifs budgétaires mis en place. Après avoir crû de 6,8 % en 2021, rattrapant partiellement la chute de 2020 (-7,9 %), le PIB n'augmenterait que de 2,6 % en 2022 et de 0,6 % en 2023. Cette prévision n'intègre pas d'effet lié à des ruptures ou un rationnement d'énergie.

Le seul « choc énergie », comparable au premier choc pétrolier pour l'économie française, réduirait le PIB de 3,3 points mais les mesures budgétaires pour répondre à la crise énergétique amortiraient le choc à hauteur de 1,5 point en 2023, pour un coût budgétaire brut de 47 milliards d'euros (18 milliards en net).

Avec un baril de pétrole à 100 dollars en 2023 et une revalorisation de 15 % des tarifs réglementés du gaz et de l'électricité, les prix de l'énergie augmenteraient de 22 % en 2022 et de près de 10 % en 2023. Le salaire mensuel de base (SMB) connaîtrait une hausse nominale de 3,4 % en 2022 et 3,8 % en 2023. Au total, l'inflation mesurée par l'IPC augmenterait, en moyenne, de 5,1 % en 2022 et de 4,6 % en 2023.

Le revenu des ménages va fortement s'accroître au second semestre 2022 en raison des fortes revalorisations de l'été, compensant en grande partie les fortes pertes de revenu du premier semestre. En 2023, l'ajustement attendu sur le marché du travail va peser sur la dynamique de la masse salariale et le RDB réel baisserait de -0,3 % en 2023. Sur deux ans, malgré les mesures budgétaires et la revalorisation du SMIC, le pouvoir d'achat par unité de consommation se contracterait de 1,4 %, ce qui le ramènerait à un niveau proche de 2019.

* Ces textes synthétisent l'analyse de la conjoncture menée par le Département analyse et prévision de l'OFCE à l'automne 2022. Ces analyses s'appuient 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, et de l'équipe France animée par Mathieu Plane composée de Elliot Aurissergues, Magali Dauvin, Pierre Madec, Raul Sampognaro et Gaston Vermersch.
Cette prévision intègre les informations disponibles au 4 octobre 2022.

Le taux d'épargne passerait de 15,5 % actuellement à 17,4 % fin 2022 en raison de l'inertie de la consommation et de l'incertitude qui restera élevée en fin d'année. En 2023, le taux d'épargne se réduirait pour revenir en fin d'année à un niveau proche de son niveau d'avant-crise. La « sur-épargne » accumulée depuis 2020 atteindrait 11,7 % du RDB fin 2023.

Après près de 240 000 emplois créés en 2022, la faible croissance en 2023 et l'ajustement progressif du sureffectif, évalué à plus de 500 000 emplois à la mi-2022, se traduiraient par des destructions d'emplois (-175 000). Dans ce contexte, après avoir atteint un point bas à 7,2 % au troisième trimestre 2022, le taux de chômage remonterait à 8 % en fin d'année 2023. Ce scénario suppose une relative stabilité du stock d'apprentis au cours des prochains trimestres, autour de 900 000.

Sur l'ensemble de la période 2020-2023, les mesures exceptionnelles prises par le gouvernement pour faire face à la crise Covid puis à celle de l'énergie représenteraient un coût exceptionnel pour les finances publiques de 270 milliards d'euros, soit 10,8 % du PIB sur quatre ans.

Après un déficit public à 8,9 points de PIB en 2020 et 6,4 points en 2021, celui-ci continuerait de baisser malgré les nouvelles mesures prises sur l'énergie, pour s'établir à 4,9 points de PIB en raison de l'extinction progressive des mesures d'urgence liées à la crise Covid et du fort rendement fiscal des prélèvements obligatoires. En 2023, le déficit public s'élèverait à 5,2 % du PIB, conséquence du ralentissement de la croissance et du moindre dynamisme attendu des recettes fiscales, de la hausse des charges d'intérêts et de la baisse structurelle des prélèvements obligatoires.

Après une faible diminution en 2022 à 111,2 % du PIB (contre 112,5 % en 2021), la dette publique, au sens de Maastricht, ré-augmenterait en 2023 pour s'établir à 112,2 % du PIB.

En moins de trois ans, l'économie mondiale a traversé une succession de chocs inédits depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale¹. Ces chocs ont profondément perturbé la trajectoire de l'ensemble des économies, tant développées qu'émergentes. Comme ses homologues, la France a aussi subi les répercussions de ces désordres.

De choc en choc

Dans un premier temps, la crise de la Covid-19 a imposé à la mi-mars 2020 l'instauration de mesures contraignantes d'endiguement de la pandémie. Ces confinements ont conduit à l'arrêt ou à la mise au ralenti de beaucoup de secteurs. La « mise sous cloche » des économies a ainsi provoqué une récession généralisée d'une amplitude atypique au regard des crises économiques précédentes. Le PIB français a reculé de 7,9 % en moyenne annuelle en 2020 et celui de la zone euro de 6,2 %.

Dans un deuxième temps, le relâchement partiel des contraintes au fur et à mesure que la vaccination avançait et la pandémie refluit a libéré les forces de rebond en fin d'année 2020 et a rendu possible l'amorce d'un rattrapage du terrain perdu auparavant. Le PIB français a ainsi crû de 6,8 % en 2021 et celui de la zone euro de 5,2 %.

Ce rebond, qui n'était pas propre à l'Europe, a réactivé les échanges internationaux de matières premières et de produits intermédiaires. La brusque reprise de l'activité a ainsi attisé les tensions sur les matières premières et les biens intermédiaires dans un contexte où la politique de l'OPEP consistait à n'augmenter que graduellement sa production et où l'activité des pays asiatiques restait sous contrainte pandémique. En Chine notamment, les rebonds successifs du virus fin 2021, couplés à la politique du « Zéro-Covid » menée pour y faire face, ont conduit à des arrêts complets d'activité dans les zones confinées, perturbant alors l'approvisionnement des économies clientes de la Chine. La raréfaction des biens intermédiaires et produits semi-finis a affecté l'activité industrielle.

1. Voir la partie I « Du coup de chaud au coup de froid : perspectives 2022-2023 pour l'économie mondiale et la zone euro » *Revue de l'OFCE* 178 (2022/3).

Dans un troisième temps, l'invasion de l'Ukraine par la Russie a renforcé les tensions sur le marché de l'énergie et notamment du gaz naturel en Europe, portant leurs prix à des niveaux historiques. L'inflation, qui n'aurait pu être qu'un choc temporaire lié à l'épuisement graduel des répercussions de la Covid-19 s'est au contraire inscrite dans la durée puisque qu'un choc, géopolitique cette fois, a accentué les tensions, principalement en Europe. L'invasion de l'Ukraine par la Russie s'est en effet accompagnée de mesures de rétorsion réciproques entre l'Europe et la Russie avec d'un côté les sanctions occidentales et de l'autre les restrictions mises en place par la Russie sur les livraisons de gaz, dont les pays européens, en particulier l'Allemagne et l'Italie, sont très dépendants. Plutôt que de s'assagir, l'inflation s'est encore accrue au printemps et à l'été 2022 et la possible rupture des approvisionnements de gaz russe laisse planer l'ombre de rationnements quantitatifs préjudiciables à l'activité pour le restant de l'année 2022 et en 2023.

Ainsi, l'inflation a fait un retour spectaculaire à partir du premier trimestre 2021 et s'est accrue continûment depuis lors, bien au-delà de la cible de 2 % fixée par les banques centrales. En septembre 2022, l'inflation (harmonisée) atteignait 6,2 % en France, 10 % en zone euro, 9,9 % au Royaume-Uni et 8,3 % aux États-Unis (chiffres d'août 2022).

La hausse des prix de l'énergie (pétrole, gaz, électricité) et alimentaires, bien qu'amortie par d'importantes mesures budgétaires (bouclier, remise...), a gagné les composantes sous-jacentes des indices de prix par la diffusion au sein du système productif du choc « matières premières » et par la réponse, même limitée, des salaires à la hausse. En réaction à la montée de l'inflation, les banques centrales ont durci la politique monétaire la rendant moins accommodante qu'au début de l'année.

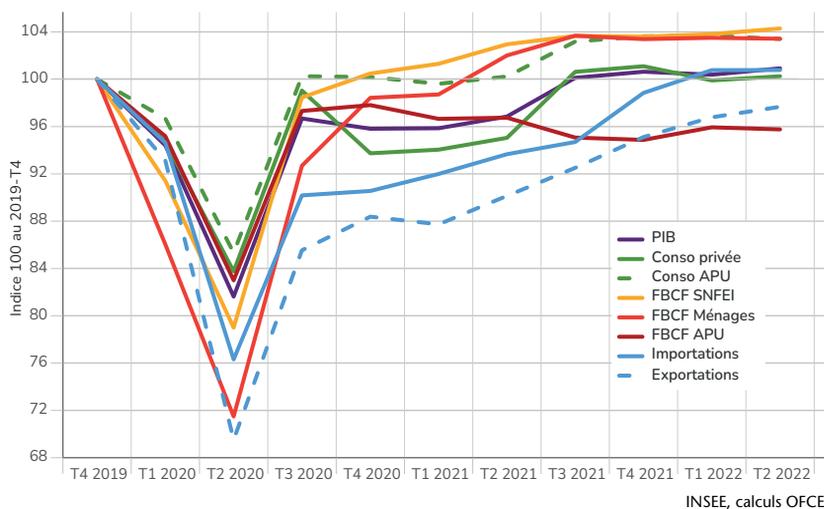
La compréhension de la situation conjoncturelle française comme européenne se joue dans ce contexte perturbé depuis trois ans.

Un rebond post-Covid interrompu au premier semestre 2022

Dès le troisième trimestre 2021, le PIB de la France était revenu à son niveau d'avant-crise, tiré par le rebond spectaculaire de la consommation et un niveau d'investissement privé élevé. Fin 2021, seules les exportations, durablement impactées par les difficultés du secteur aéronautique et de l'automobile, et l'investissement public restaient largement en-dessous de leur niveau d'avant-crise malgré la mise en place du Plan de relance et de France 2030 (graphique 1).

La dynamique de reprise a été stoppée net dans son élan au tournant de l'année 2022 en raison du rapide changement de l'environnement international. Le premier semestre 2022 a été marqué par un net ralentissement de la croissance (+0,3 % au premier semestre) en raison d'une forte baisse de la consommation des ménages, cette dernière contribuant pour elle-seule à réduire le PIB de -0,5 % au cours des six premiers mois de 2022, la hausse de l'investissement des entreprises et la contribution positive du commerce extérieur compensant le choc négatif sur la consommation. La contraction au premier semestre 2022 a été particulièrement marquée dans la consommation d'énergie (-3,9 %), de produits agro-alimentaires (-3,5 %) et de matériels de transport (-4,9 %), en volume.

Graphique 1. Écart des composantes du PIB au point d'avant-crise



Un choc négatif sur le pouvoir d'achat...

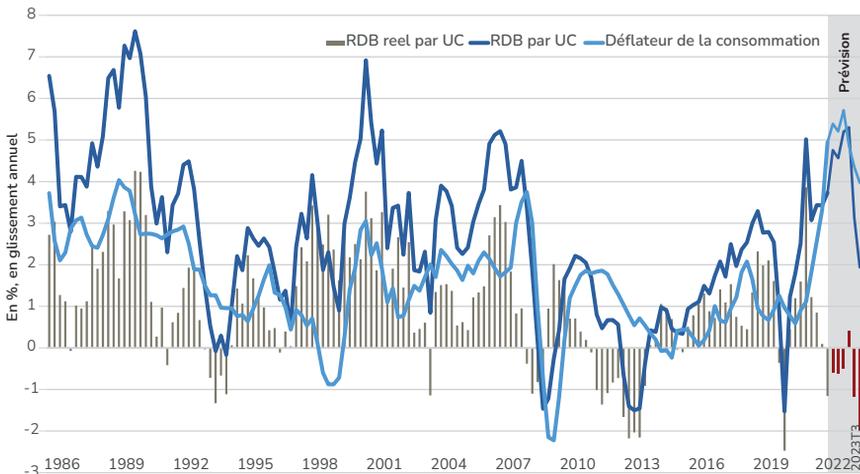
Cette contraction de la consommation est la conséquence directe du recul très significatif du revenu réel des ménages au premier semestre 2022. En effet, le pouvoir d'achat par unité de consommation s'est réduit de près de 3 % en l'espace de six mois, soit la baisse la plus forte depuis plus de quarante ans si l'on exclut la période du premier confinement au début de la crise sanitaire.

Le fait majeur qui distingue cette phase conjoncturelle des précédentes est la résurgence de l'inflation à des niveaux inobservés au cours

de ces trente dernières années. La forte hausse des prix de l'énergie depuis la fin 2021, que le gouvernement a cherché à modérer par la mise en place d'un bouclier énergétique et d'une remise sur le prix des carburants, a néanmoins conduit à un choc inflationniste considérable qui est venu rogner le pouvoir d'achat des ménages. Ainsi, malgré le relatif dynamisme du revenu disponible brut (RDB) nominal par UC au deuxième trimestre 2022 (+3,7 % en glissement annuel), le RDB réel s'est contracté de 1,2 % sous l'effet de la hausse du niveau général des prix de 4,9 % mesuré ici par le déflateur de la consommation (graphique 2).

Une telle évolution n'a été enregistrée qu'à trois reprises depuis 1991 et à chaque fois dans un contexte de faiblesse du RDB nominal, ce qui contraste avec la situation actuelle.

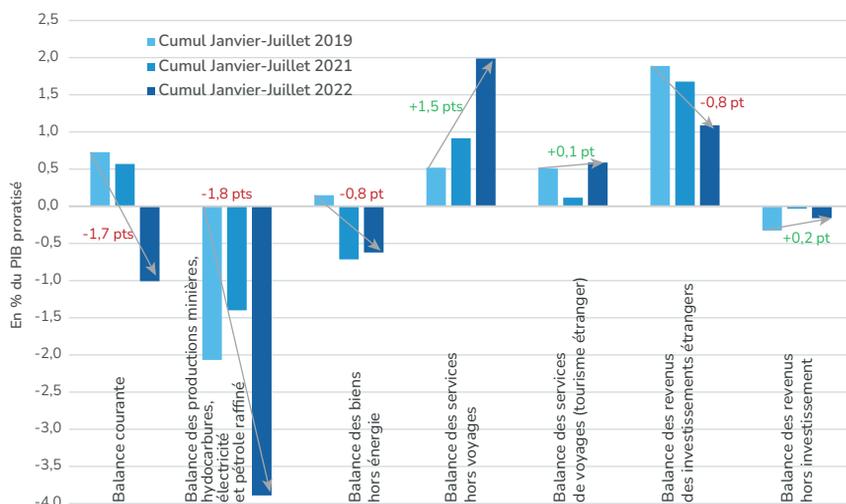
Graphique 2. Revenu, inflation* et pouvoir d'achat par UC



* Mesurée par le déflateur de la consommation
INSEE, prévisions OFCE.

L'analyse de l'évolution du solde de la balance courante (-1,7 point de PIB sur les sept premiers mois de l'année 2022 par rapport à la même période de 2019) illustre l'ampleur du prélèvement lié au choc énergétique. La seule balance commerciale liée à l'énergie s'est dégradée de 1,8 point de PIB sur la même période de comparaison (et même de 2,5 points de PIB si l'on compare aux sept premiers mois de 2021) et explique l'intégralité des pertes (graphique 3).

Graphique 3. Décomposition de la balance courante sur les sept premiers mois de l'année



Banque de France, calculs OFCE.

D'ailleurs, la hausse de plus de 3 points de PIB du besoin de financement de la France vis-à-vis de reste du monde entre le troisième trimestre 2021 et la mi-2022, dont plus de 80 % est lié au choc énergétique, est comparable à l'impact qu'a subi l'économie française durant le premier choc pétrolier en 1973 (voir l'encadré).

En outre, la dégradation (-0,8 point de PIB) de la balance des biens hors énergie (en raison principalement des difficultés du secteur des matériels de transport avec l'aéronautique et l'automobile) et celle des revenus issus des investissements étrangers (-0,8 point) est compensée par la forte amélioration de la balance des services (1,5 point), grâce notamment à celle des services de transports poussée par les résultats exceptionnels du transport maritime, avec CMA-CGM, et à la reprise du tourisme.

Encadré 1. Le choc énergétique actuel, un impact sur l'économie française équivalent au premier choc pétrolier

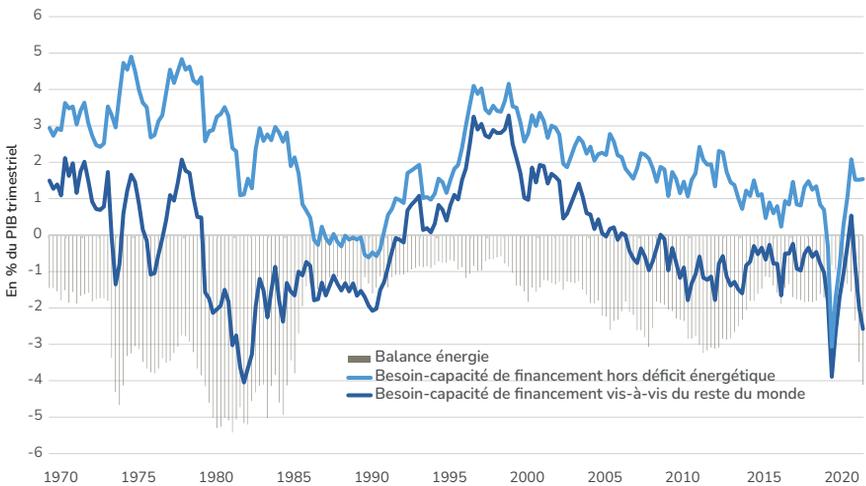
Le choc énergétique subi depuis avril 2021 entraîne un fort besoin de financement de l'économie française vis-à-vis du reste du monde, de 2,6 points de PIB au deuxième trimestre 2022, alors que la France dégagait une légère capacité de financement de 0,5 point de PIB au troisième

trimestre 2021. En l'espace de trois trimestres, la France doit donc faire face à un nouveau besoin de financement de 3,1 points de PIB. Corrigé du déficit commercial du secteur énergétique, l'économie française connaît une capacité de financement vis-à-vis du reste du monde de l'ordre de 1,5 point de PIB, et cette capacité ne se serait détériorée que de 0,5 point de PIB entre le troisième trimestre 2021 et le deuxième trimestre 2022 (graphique 4). Le choc énergétique explique donc plus de 80% du nouveau besoin de financement de l'économie française en 2022.

Cette dynamique est comparable au premier choc pétrolier de 1973. Hors déficit énergétique, la capacité de financement de l'économie française avait même légèrement augmenté de 0,3 point de PIB entre le dernier trimestre 1973 et le troisième trimestre 1974 alors que le déficit énergétique s'était accru de 2,9 points de PIB en l'espace de trois trimestres, soit des montants comparables au choc actuel (2,6 points de PIB entre le troisième trimestre 2021 et le deuxième trimestre 2022).

En revanche, lors de la crise pétrolière de 1979, le besoin de financement hors déficit énergétique s'était particulièrement détérioré (2 points de PIB en un an), ce qui signifie que le choc n'était pas uniquement lié à l'énergie et la dégradation de la balance énergétique s'était dégradée sur une période plus longue.

Graphique 4. Capacité et besoin de financement de l'économie française sur longue période, avec et sans la balance énergétique



Malgré la ponction subie par le pouvoir d'achat, les ménages n'ont pas puisé dans leur sur-épargne accumulée depuis le début de la crise de la Covid-19 pour préserver leur consommation. Le taux d'épargne a certes baissé au premier semestre 2022, passant de 17 % du RDB fin 2021 à 15,5 % mi-2022, mais il reste encore au-dessus de sa moyenne tant de longue période que d'avant-crise (15 % en moyenne en 2019), ce qui accroît encore le stock d'épargne accumulé depuis deux ans et demi qui atteint 176 milliards d'euros.

Ce chiffre macroéconomique ne reflète cependant pas les situations individuelles des ménages, avec une accumulation d'épargne concentrée sur les ménages les plus aisés et une exposition au choc inflationniste très différente selon le poids de l'énergie dans la consommation par catégorie de ménages.

L'amélioration de la situation financière des ménages dans leur ensemble depuis le début de la crise a été acquise au prix d'un creusement du déficit public par rapport à celui de 2019, en raison du jeu des stabilisateurs automatiques et de la mise en place des mesures d'urgence et de relance. Les entreprises quant à elles ont supporté des pertes de revenu de 44 milliards au cours des neuf derniers trimestres mais n'ont pas accru leur besoin de financement en raison de l'ajustement à la baisse de la formation brute de capital, notamment en réduisant leurs stocks.

...mais un taux de marge qui résiste avec une forte hétérogénéité selon les branches

Le taux de marge des sociétés non financières (SNF) reste à un niveau relativement élevé par rapport à la situation d'avant-crise, l'année 2018 servant de référence car l'année 2019 a été une année de double versement du CICE qui fausse le niveau du taux de marge.

Le taux de marge des SNF s'est amélioré de 1 point de valeur ajoutée (VA) sur la période allant de 2018 au troisième trimestre 2021 (tableau 1) grâce à la baisse de la fiscalité sur les entreprises et aux mesures exceptionnelles qui les soutenaient encore mais aussi à une évolution plus dynamique des prix de VA par rapport aux prix de consommation. En revanche, sur cette période, la hausse des coûts salariaux unitaires a contribué à réduire le taux de marge à hauteur de 2,5 points de VA en raison de la hausse des salaires réels dans un contexte de baisse de la productivité.

Au cours des trois derniers trimestres marqués par la poussée inflationniste, le taux de marge des entreprises s'est peu dégradé (-0,4 point de VA entre le troisième trimestre 2021 et le deuxième trimestre 2022) malgré la réduction des aides aux entreprises liées à la crise Covid et les importantes pertes de productivité, ces deux éléments contribuant à diminuer le taux de marge de 1,3 point de VA. La baisse du taux de marge a été finalement limitée car, d'une part les salaires réels ont baissé contribuant à améliorer le taux de marge de 1 point de VA, et d'autre part les SNF ont répercuté la hausse des prix importés dans leur prix de valeur ajoutée, ces derniers augmentant pratiquement autant que les prix de consommation.

Tableau 1. Décomposition de la variation du taux de marge des sociétés non financières (SNF)

<i>En points de VA des SNF</i>	Moyenne 2018	2021-T3	2022-T2
Taux de marge	31,5	32,6	32,2
Variation par rapport à 2018		1,0	
Effet CSU* dont		-2,5	
Productivité		-0,7	
Salaire réels**		-1,8	
Effet fiscalité et aides aux entreprises		1,6	
Effet prix relatif***		1,9	
Variation par rapport à 2021-T3			-0,4
Effet CSU* dont			0,2
Productivité			-0,8
Salaire réels**			1,0
Effet fiscalité et aides aux entreprises			-0,5
Effet prix relatif***			-0,1

* Coûts salariaux unitaires ; ** déflatés par les prix de consommation ;

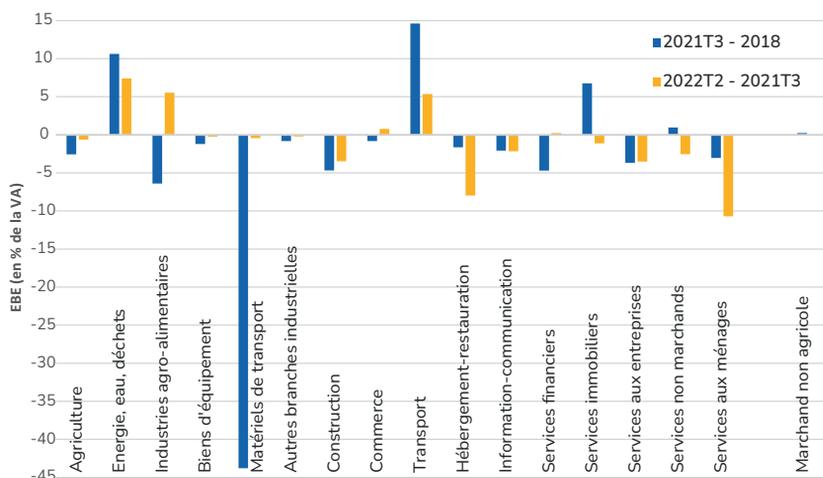
*** ratio prix de valeur ajoutée / prix de consommation

Insee, calculs OFCE.

Cependant, la relative stabilité du taux de marge masque une forte hétérogénéité au niveau des branches avec d'un côté une forte amélioration de la situation des branches « énergie, eau, déchets » et des « services de transport » depuis le début des crises Covid, et de l'autre « les matériels de transport » qui connaissent une chute de très grande ampleur (graphique 5). En revanche, depuis la forte hausse des prix de l'énergie, certaines branches ont vu leur situation s'améliorer, comme l'industrie agro-alimentaire, et d'autres se détériorer comme l'« hébergement-restauration » et les « services aux ménages », en raison

principalement de la réduction des aides dans un contexte post-Covid. Mais il est difficile d'établir un lien entre l'évolution du taux de marge des branches et l'intensité énergétique dans leur production. En effet, le poids de l'énergie dans la production de l'« hôtellerie-restauration », les « services aux ménages » et les « services aux entreprises » est faible alors que ce sont les branches dont le taux de marge se dégrade le plus depuis trois trimestres alors qu'à l'inverse le poids de l'énergie est plus élevé dans les secteurs industriels, y compris l'industrie agro-alimentaire, qui n'enregistrent pas de dégradation depuis le troisième trimestre 2021. Les baisses de taux de marge de ces branches sont essentiellement issues de la période Covid.

Graphique 5. Variations du taux de marge par branche

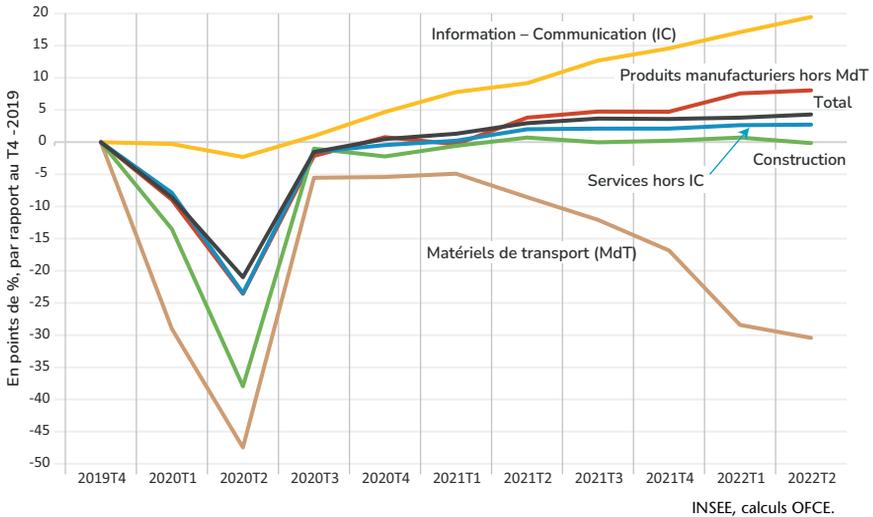


Insee, calculs auteurs.

L'investissement des entreprises dans son ensemble est resté assez peu sensible à la détérioration de l'environnement conjoncturel, affichant une progression de 0,7 % au premier semestre 2022 contre 0,6 % dans la seconde moitié de 2021, celui-ci ayant par ailleurs rapidement retrouvé son niveau d'avant-crise dès la fin de l'année 2020. Mais le contraste est très marqué entre d'un côté l'investissement en matériels de transport (-16 % au premier semestre 2022 et 30 % en-dessous de son niveau d'avant-crise), secteur fortement marqué par la crise Covid et la crise énergétique (aéronautique et automobile), et de l'autre, l'investissement en « Information-Communication » (4 % au premier semestre 2022 et près de 20 % au-dessus de son niveau

d'avant-crise) et en produits manufacturés hors matériels de transport (3 % au premier semestre et 8 % au-dessus de son niveau d'avant-crise) qui connaissent une forte progression malgré les différents chocs économiques (graphique 6).

Graphique 6. Investissement des entreprises non financières par produit



Les multiples chocs amputeront le PIB de 3 % en 2022-2023

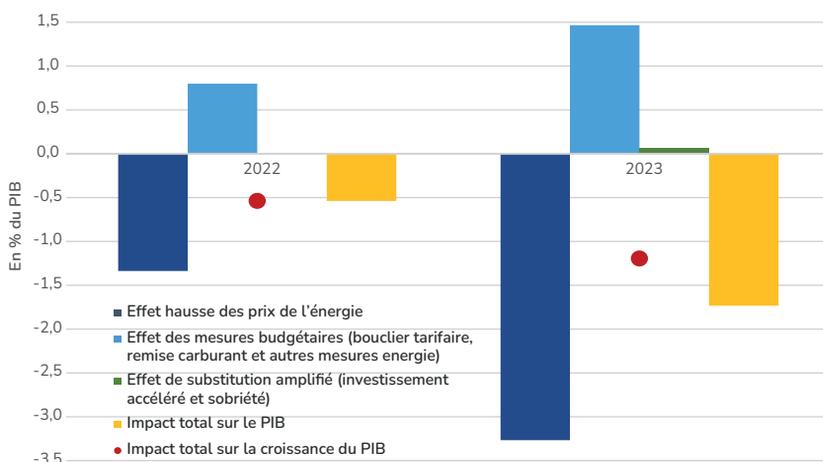
La succession des chocs survenus depuis la fin de l'année 2021 a interrompu la trajectoire de reprise en place au second semestre 2021, conduisant à réviser fortement les prévisions économiques pour 2022. La nouvelle vague épidémique mondiale liée à l'apparition du variant Omicron a créé un choc négatif sur l'offre de travail en début d'année 2022 mais, surtout, les difficultés de la Chine pour faire face au rebond épidémique au premier semestre 2022, avec l'application stricte de la stratégie « Zéro-Covid », ont perturbé les chaînes d'approvisionnement mondiales. Le choc Omicron dans sa totalité a conduit à réduire le PIB de la France de -0,3 point de PIB en 2022 (tableau 2).

Aux contraintes d'approvisionnement, qui entravent la production, s'est ajouté un choc géopolitique majeur qui devrait se traduire par une montée de l'incertitude peu propice à l'engagement de dépenses nouvelles, tant des ménages que des entreprises. Nous chiffrons le choc lié à l'incertitude et aux tensions géopolitiques à -0,5 point de PIB en 2022, en dehors même de l'effet propre lié au choc énergie.

Le mouvement de remontée des taux d'intérêt directeurs par les banques centrales engagé au début de l'année 2022 en réaction à l'emballement de l'inflation pèsera aussi négativement sur la croissance à hauteur de -0,1 point de PIB en 2022 et -0,4 point en 2023² (encadré 2). Notre estimation du choc est basée sur une remontée du taux de la BCE à 2,75 % d'ici à la mi-2023.

Avec le déclenchement de la guerre en Ukraine le 24 février 2022, les prix de l'énergie ont atteint des niveaux historiques qui ont conduit à une poussée inflationniste de grande ampleur. Selon nos évaluations, la hausse des prix de l'énergie amputerait le PIB de 1,4 point en 2022 et de 3,3 points en 2023 mais les mesures budgétaires pour répondre à la crise énergétique (bouclier tarifaire, remise carburant, chèque énergie, aides sectorielles aux entreprises) permettraient d'amortir le choc économique à hauteur de 0,8 point de PIB en 2022 et 1,5 point en 2023 (et d'améliorer la croissance de 0,7 % en 2023) (graphique 7). L'impact global sur le PIB du choc énergie, en tenant compte de la réponse budgétaire apportée mais aussi des mesures d'investissement visant à accélérer la transition énergétique et réduire notre consommation d'hydrocarbures, serait de -0,6 % en 2022 et de -1,8 % en 2023, soit un effet négatif sur la croissance de -0,6 % en 2022 et -1,2 % en 2023.

Graphique 7. Impact du choc énergie sur le PIB de la France



INSEE, documents budgétaires, PLF 2023, calculs auteurs.

2. Pour plus de détails sur la méthode d'évaluation, voir É. Heyer et X. Timbeau, 2006, « Immobilier et politique monétaire », *Revue de l'OFCE*, n° 96.

Les autres mesures budgétaires correspondent aux nouvelles mesures prises en dehors même des réponses à la crise comme la suppression de la contribution à l'audiovisuel public (3,2 milliards fin 2022), la baisse des cotisations des travailleurs indépendants (0,1 milliard en 2022 et 0,6 milliard en 2023) ou la baisse des impôts sur la production avec la suppression de la CVAE sur deux ans (8 milliards sur 2023-2024).

Par rapport au scénario établi à l'automne 2021, avec une croissance prévue du PIB de 4,1 % pour 2022, l'intégration des chocs survenus depuis lors conduit à réviser fortement à la baisse la prévision, de 1,5 point à 2,6 % (tableau 2). En 2023, les pertes de croissance seraient de 1,4 point par rapport à une trajectoire spontanée de l'économie de 2 %, qui tient compte à la fois de la dynamique de reprise post-Covid et du faible acquis de croissance en 2023 par rapport à 2022 (de 0,2 % en 2023 contre 2,3 % en 2022). Avec près de 3 points de PIB perdus en deux ans, le freinage est considérable. Et encore n'intègre-t-il pas l'effet d'éventuels rationnements énergétiques durant l'hiver 2022-2023, ces derniers étant à ce stade évoqués seulement comme une éventualité.

Tableau 2. Évaluation de l'effet des différents chocs sur la croissance du PIB

En points de PIB

Croissance hors chocs	2022 : 4,1 %	2023 : 2,0 %
Omicron et approvisionnements	-0,3	—
Remontée des taux	-0,1	-0,4
Incertitude et tensions géopolitiques (hors énergie)	-0,5	+0,1
Prix de l'énergie	-1,4	-1,9
Mesures budgétaires énergie	+0,8	+0,7
Autres mesures budgétaires	+0,1	+0,2
Croissance prévue	2022 : 2,6 %	2023 : 0,6 %

Prévisions OFCE octobre 2002.

Encadré 2. L'impact d'un choc de taux d'intérêt dans les modèles macro-économétriques

L'année 2022 a vu une très rapide remontée des taux d'intérêt nominaux en Europe et aux États-Unis. Les taux d'intérêt directeur de la FED sont passés de 0 % en mars 2022 à 3,25 % en octobre 2022. Si la hausse du taux principal de refinancement de la BCE a été pour le moment plus mesurée, les taux longs sur les dettes publiques des pays européens ont connu une très forte progression, gagnant presque 300 points de base en un an en France ou en Allemagne, voire davantage dans les pays de la zone euro où le risque sur la dette publique est perçu comme élevé. Un resserrement monétaire aussi rapide est inédit depuis les années 1980. En évaluer les conséquences macroéconomiques est nécessaire.

Estimer la réponse de l'activité économique à un resserrement monétaire fait l'objet d'une littérature très riche utilisant des méthodes conceptuellement proches, voire équivalentes mais dont les résultats peuvent fortement varier en pratique. Nous nous intéressons ici particulièrement à l'impact d'un choc de taux dans les modèles macro-économétriques de l'économie française. Nous retenons le modèle *Mésange*, codéveloppé par la DG Trésor et l'INSEE (voir Bardaji *et al.*, 2017), le modèle *FR-BDF* de la Banque de France (voir Lemoine *et al.*, 2019 et Aldama et Ouvrard, 2020, pour le cahier de variantes) ainsi que la spécification du modèle *emod* de l'OFCE utilisée dans Heyer et Timbeau (2006). Dans les trois cas, l'impact d'une hausse permanente des taux nominaux de 100 points de base est considéré. Ces modèles ont pour point commun de modéliser les grandes variables macro-économiques (salaire, prix, consommation des ménages, emploi) sous la forme d'équations à correction d'erreurs : le taux de croissance d'une variable est fonction de ses retards, du taux de croissance contemporain ou retardé d'autres variables et d'un terme dit de co-intégration. Ce terme exprime l'écart par rapport à une relation de long terme entre grandes variables macro-économiques en niveau. Dans ces modèles, le taux d'intérêt intervient essentiellement au niveau des relations de long terme. L'impact d'un choc de taux est donc limité dans un premier temps mais devient plus important au fur et à mesure que les écarts aux relations de long terme se comblent.

Pour le modèle *Mésange*, nous considérons la variante publiée dans Bardaji *et al.* (2017). Les résultats sont résumés dans le tableau 3. Le choc monétaire se traduit par une baisse du PIB de 0,17 % au bout d'un an, 0,78 % au bout de trois ans et de 3 % à long terme. Cette baisse s'explique notamment par la forte chute de l'investissement : -2,7 % au bout de 3 ans (-3,4 % pour la *FBCF* des entreprises non financières) et -5,5 % à long terme mais toutes les composantes de la demande globale sont affectées négativement, y compris les exportations qui chutent de 3,3 % à long terme. De manière étonnante, le resserrement monétaire se traduit par une hausse des prix dans le modèle *Mésange*. Les prix de valeur ajoutée marchande

progressent ainsi de 0,14 % au bout d'un an, 0,67 % au bout de 3 ans et de plus de 6% à long terme ! Cette hausse des prix dégrade la compétitivité de l'économie, ce qui explique le recul des exportations. Deux canaux de transmission sont à l'œuvre. Le premier est l'impact négatif direct d'une hausse des taux d'intérêts sur l'investissement des entreprises. Dans le modèle *Mésange*, la demande de capital et donc l'investissement dépendent à long terme du coût du capital. L'intuition est celle de la théorie micro-économique standard : les entreprises choisissent la combinaison de capital et de travail qui maximise leur profit. Une hausse du coût du capital incite les entreprises à substituer du travail au capital et réduit l'investissement. Le coût d'usage du capital est composé de la dépréciation du capital et du taux d'intérêt de long terme sur la dette publique et de termes de primes de risques entre les obligations d'État et les prêts aux entreprises, tandis que l'élasticité de long terme de l'investissement à ce coût est estimée sur le long terme à 0,44. Avec un taux de dépréciation de 10 %, des taux nominaux initiaux à 0 et en faisant abstraction des primes de risque, une hausse de 1 % du taux d'intérêt se traduit à long terme par une baisse de l'investissement de 5 %. Un deuxième canal, beaucoup moins intuitif, joue un rôle clé dans cette variante et explique en particulier la réponse des prix et des exportations. Une hausse du coût du capital représente également une hausse des coûts de production pour les entreprises. Celles-ci répercutent cette hausse des coûts sur leur prix de vente, d'où un effet inflationniste et une baisse de la compétitivité. Cet effet positif d'une hausse des taux d'intérêts sur les prix *via* le canal du coût du capital a été exploré récemment par Portier, Beaudry et Hou (2022). Il convient cependant de souligner que cet effet est difficilement détecté par les méthodes empiriques plus agnostiques sur les mécanismes à l'œuvre (modèles VAR sans restrictions, projections locales). Si des effets positifs de l'impact d'une hausse des taux sur les prix sont parfois obtenus, sur des horizons plus longs, l'effet devient le plus souvent soit non significatif, soit clairement négatif (voir par exemple Miranda-Agrippino et Ricco 2021).

Le deuxième modèle que nous considérons est le modèle *FR BDF* de la Banque de France. Par rapport à *Mésange*, l'une des spécificités importantes de *FR-BDF* est le traitement des anticipations des agents dans le modèle. Cette spécificité explique que deux taux d'intérêts interviennent dans la dynamique du modèle. Le taux d'intérêt de court terme, déterminé par la Banque centrale européenne, affecte les anticipations des agents tandis que le taux d'intérêt de long terme sur la dette publique joue sur la demande de facteurs de production à long terme. L'élasticité de long terme de l'investissement au coût du capital est de 0,53, légèrement supérieure à celle de *Mésange*. Le modèle n'incorpore pas de relations systématiques entre les taux longs et les taux courts. Pour obtenir l'effet d'un choc de taux dans le modèle, il convient donc d'ajouter deux variantes analytiques distinctes, la première simulant l'impact d'une hausse permanente du taux court, la seconde simulant l'impact d'une hausse du taux long. Ces deux variantes sont disponibles dans Aldama et Ouvrard (2020). Les effets d'un

choc de taux sont beaucoup plus faibles que dans *Mésange*. Au bout de 3 ans, le PIB en volume diminue de 0,3 % contre 0,78 % dans *Mésange*. Cela s'explique en particulier par une baisse bien plus faible de la FBCF des entreprises (-1,78 % contre -3,36 % au bout de 3 ans dans *Mésange*). Les effets sur les prix sont plus conformes à l'intuition keynésienne habituelle avec une baisse du déflateur du PIB de 0,21 % au bout de 3 ans. L'amélioration de la compétitivité qui en résulte permet une hausse des exportations de 0,21% au bout de 3 ans (contre une baisse de 0,22 % dans *Mésange*). Ces différences s'expliquent principalement par deux éléments. Tout d'abord, le canal de transmission du coût du capital vers les prix est neutralisé dans le modèle *FR-BDF*. Si les prix de valeur ajoutée sont déterminés par le coût des facteurs de production et un *markup* constant comme dans *Mésange*, le coût du facteur capital qui entre dans l'équation de prix n'est pas le coût d'usage du capital mais le rendement marginal du capital. Ensuite, l'investissement réagit beaucoup moins fortement à court terme à la croissance de la valeur ajoutée dans *FR-BDF* et se comporte de manière plus inertielle (*i.e* les termes retardés de l'investissement sont plus importants). Le choc négatif d'investissement se diffuse donc plus lentement.

Tableau 3. Impact d'une hausse de taux de 100 bps

Écart au compte central en %

	Impact à 3 ans	Mésange	FR-BDF	Heyer et Timbeau (2006)
PIB		-0,78	-0,3	-0,4
Investissement des SNF		-3,36	-1,78	-1,2
Déflateur du PIB		0,52	-0,21	-0,1
Déflateur de la consommation des ménages		0,67	-0,19	-0,1
Taux de chômage		0,37	0,18	0,2

Calculs OFCE.

L'impact d'un choc de taux dans la version du modèle *emod* développé par Heyer et Timbeau (2006) est plus proche des résultats de *FR-BDF* que de *Mésange*. Le mécanisme économique est cependant différent. Le choc de taux se transmet *via* une baisse du prix des actifs, notamment immobiliers, ce qui induit une réduction de la consommation *via* un effet richesse. Après 3 ans, le PIB en volume diminue de 0,4 %, une baisse tirée par la réduction de la dépense (consommation et investissement) des ménages (-0,55%) et dans une moindre mesure de l'investissement des entreprises (-1,2%)³. Comme dans *FR-BDF*, le choc de taux a un impact négatif sur les prix. Les déflateurs du PIB et de la consommation des ménages baissent de 0,1%.

3. Ces chiffres sont obtenus en divisant les résultats présentés dans Heyer et Timbeau (2006) par deux, les auteurs ayant simulé une hausse des taux d'intérêt de 200 bps. Le modèle *emod* n'étant pas complètement linéaire, ces résultats constituent une approximation.

Que retenir de ce tour d'horizon ? Le principal canal de transmission d'un choc de taux dans les modèles macro-économétriques passe par le coût d'usage du capital et l'investissement des firmes et des ménages. L'ampleur de cet effet négatif sur l'investissement dépend de l'élasticité de long terme de la demande de capital au coût d'usage du capital. Dans ces modèles, cette élasticité fait l'objet d'une estimation basée sur les séries temporelles. La méthode d'estimation n'est pas exempte de critiques⁴ mais la valeur finalement retenue (de l'ordre de 0,5) semble plausible au regard des estimations micro-économiques (ainsi une méta-étude de Gechert *et al.*, 2022, l'estime à 0,3) et implique une substituabilité modérée entre les facteurs de production. Un impact du choc du taux sur la consommation des ménages *via* des effets richesses est également possible même si ce canal demeure controversé. À ces effets primaires sur la demande agrégée s'ajoutent des effets multiplicateurs et d'accélérateur qui varient également selon les modèles, rajoutant un facteur d'incertitude supplémentaire. Le canal des coûts de production qui a une certaine importance dans la dynamique du modèle *Mésange* nous apparaît comme peu plausible. Cela nous conduit à retenir les résultats d'Aldama et Ouvrard (2020) et de Heyer et Timbeau (2006) plutôt que ceux de Bardaji *et al.* (2017). Sur la base des deux variantes que nous retenons, un choc de taux de l'ordre de 2 % pourrait provoquer, toutes choses égales par ailleurs, une baisse du PIB français comprise entre 0,6 et 0,8 % à l'horizon 2024/2025. L'impact sur les prix serait négatif mais demeurerait modeste, compris entre 0,3 et 0,4 %. Cette estimation demeure très incertaine. L'ampleur même du choc de taux n'est pas connu avec précision. La hausse des taux en zone euro en 2022 est de l'ordre de 3 %. Cependant, il ne s'agit pas d'un pur choc. D'une part, une remontée des taux sur la période, certes beaucoup moins rapide et violente, était déjà anticipée. D'autre part, cette hausse est aussi une réaction à des tensions inflationnistes, tensions qui peuvent réduire le taux d'intérêt réel anticipé. Enfin, il est possible que les hausses de taux se poursuivent si l'inflation demeure à un niveau élevé. Ces trois éléments nous conduisent à retenir un choc de taux de l'ordre de 2 % mais avec une large incertitude. De manière plus générale, la validité de cette estimation des effets d'un choc de taux est contingente à la validité des modèles retenus.

4. Les équations sont estimées le plus souvent isolément. Cette méthode d'estimation est particulièrement vulnérable au biais de simultanéité et cela peut affecter la relation de long terme si l'équation retenue ne capture pas tous les facteurs persistants pouvant affecter la variable expliquée et il semble raisonnable de penser que ces équations ne capturent pas tous les phénomènes persistants en jeu, même si la plupart de ces estimations prennent soin de montrer qu'on ne peut rejeter l'absence d'autocorrélation des résidus. Le sens et l'ampleur de ce biais sont cependant difficiles à caractériser.

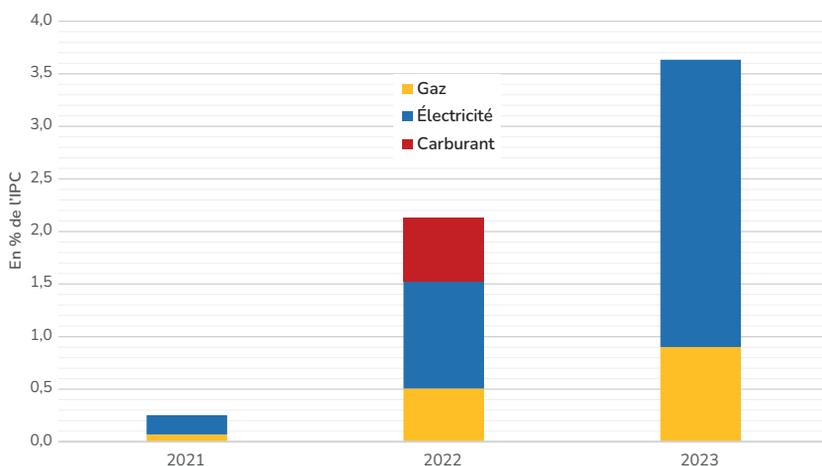
Le choc inflationniste devrait se prolonger en 2023 malgré le bouclier tarifaire...

Des mesures budgétaires de grande ampleur ont été prises pour limiter l'impact de la hausse des prix de l'énergie sur le pouvoir d'achat ménages. Tout d'abord, il y a le bouclier tarifaire qui visait, en 2022, à geler les prix des tarifs réglementés du gaz à leur niveau d'octobre 2021 et limiter la hausse à 4 % des tarifs réglementés de l'électricité en février 2022. À cela s'est ajoutée une remise de 15 centimes hors taxes par litre de carburant (18 centimes ttc) sur la période d'avril à août 2022, avant une augmentation de 30 centimes en septembre-octobre et 10 centimes en novembre-décembre.

En 2023, il est prévu, selon le Projet de loi de finances (PLF) pour 2023, le maintien d'un bouclier tarifaire mais avec une hausse des prix réglementés du gaz et de l'électricité de 15 % en début d'année. En revanche, la remise carburant serait supprimée dès janvier 2023.

Selon nos estimations, le bouclier tarifaire et la remise carburant permettraient de réduire directement, hors effets indirects et de second tour, l'indice des prix à la consommation de 2,1 points en 2022 (après 0,2 point en 2021) et de 3,6 points en 2023 (graphique 8). En 2023, l'inflation serait donc réduite de 1,4 % grâce aux mesures prises pour réduire les prix de l'énergie.

Graphique 8. Contributions du bouclier tarifaire et de la remise carburant à la baisse de l'IPC



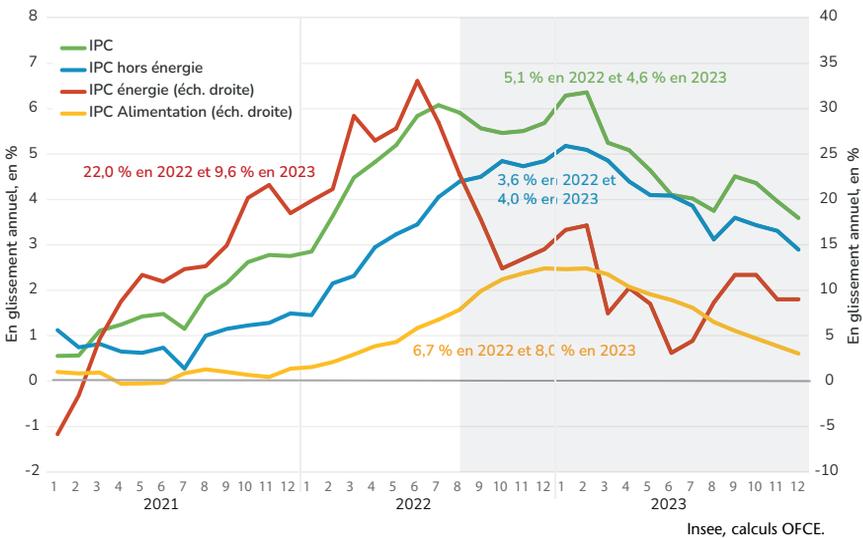
Insee, PLF 2023, calculs OFCE.

Sous un jeu d'hypothèses de baril de pétrole à 100 dollars en 2023 (et un taux de change euro/dollar à la parité), et d'une revalorisation de 15 % des tarifs réglementés du gaz et de l'électricité en début d'année 2023, les prix de l'énergie augmenteraient de 22 % en 2022 et de près de 10 % en 2023.

En tenant compte des effets de second tour liés à l'indexation automatique du SMIC et la hausse nominale des salaires (dont l'élasticité sur les prix est estimée à 0,5), le salaire mensuel de base (SMB) connaîtrait une hausse nominale de 3,4 % en 2022 et 3,8 % en 2023 et l'inflation hors énergie devrait croître de 3,6 % en 2022 puis 4,0 % en 2023.

Au total, l'inflation mesurée par l'IPC, augmenterait, en moyenne de 5,1 % en 2022, et de 4,6 % en 2023. Il est important de noter que la suppression de la contribution à l'audiovisuel public, en réduisant l'IPC de 0,25 %, permettrait de contenir l'inflation en fin d'année 2022. En revanche, sous l'effet des hausses des factures de gaz et d'électricité en début d'année 2023 ainsi que la fin de la remise carburant fin 2022, le pic d'inflation frôlerait les 7 % et serait atteint en janvier-février. Sur le reste de l'année, l'inflation diminuerait pour converger vers 3,5 % (graphique 9).

Graphique 9. IPC, IPC hors énergie et IPC énergie



...et conduirait à une baisse du pouvoir d'achat en 2022 et 2023

Pour faire face à ce choc inflationniste, le gouvernement a mis en place une revalorisation anticipée des prestations sociales et de l'indice de la fonction publique à la mi-2022 (respectivement 4 % et 3,5 % en juillet) pour un coût budgétaire global de 10,4 milliards d'euros (0,6 point de RDB), ainsi qu'un chèque énergie et une aide de rentrée exceptionnels pour un coût total de 2,9 milliards (0,2 point de RDB). Par ailleurs, le SMIC a augmenté de 2 % en août (après une hausse de 3,5 % au premier semestre 2022) et les ménages vont bénéficier au dernier trimestre 2022 de la suppression de la contribution à l'audiovisuel public et la réduction de la taxe d'habitation, pour un montant total proche de 6 milliards d'euros (0,4 point de RDB).

Dans ce contexte, le RDB des ménages va fortement s'accroître au second semestre 2022 (+4,5 % en nominal, 2,6 % en réel) (graphique 2), ce qui va compenser en grande partie les pertes de revenu du premier semestre, le RDB réel étant quasi-stable sur l'ensemble de l'année 2022 (-0,1 %) (tableau 4). En 2023, l'ajustement attendu sur le marché du travail, avec la perte attendue de 175 000 emplois (voir « partie emploi » pour plus de détails) va peser sur la dynamique de la masse salariale, et ce malgré les revalorisations attendues des salaires nominaux, qui restent néanmoins inférieures à l'inflation. Le RDB réel baisserait de -0,3 % en moyenne en 2023⁵, et ce malgré la suppression totale de la taxe d'habitation et la baisse des cotisations des travailleurs indépendants. Au total, sur deux ans, malgré les mesures budgétaires déployées et la forte revalorisation du SMIC, le pouvoir d'achat par

Tableau 4. Revenu, inflation, épargne

En %	2019	2020	2021	2022	2023
RDB nominal	3,4	1,1	4,0	4,6	4,4
Déflateur de la consommation	0,8	0,9	1,6	4,7	4,7
RDB réel	2,6	0,2	2,3	-0,1	-0,3
RDB réel par UC	2,0	-0,3	1,9	-0,6	-0,8
Consommation des ménages (en vol)	1,8	-6,8	5,2	2,5	0,9
Taux d'épargne (en % du RDB)	15,0	21,0	18,7	16,6	15,6

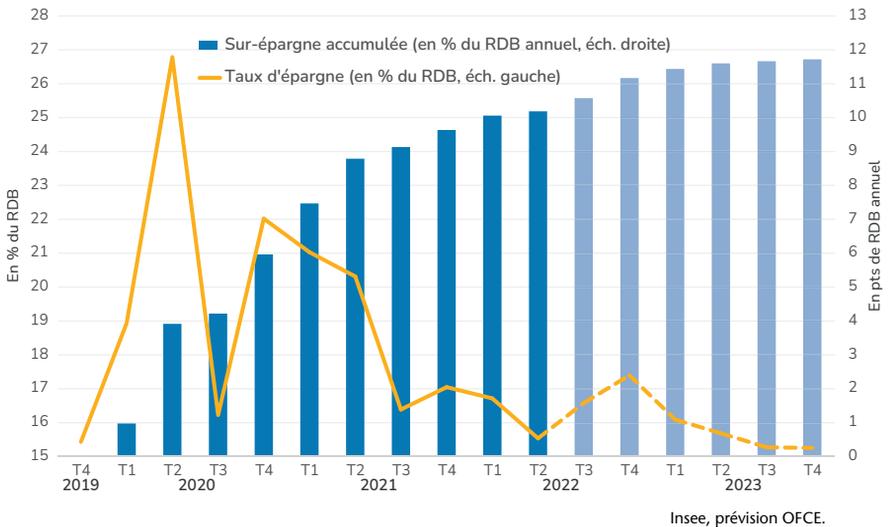
Insee, prévisions OFCE.

5. Dans le PLF 2023, le gouvernement table sur une hausse de +0,9 % du RDB réel mais prévoit 115 000 créations nettes d'emplois en 2023. La différence sur l'évolution de l'emploi en 2023 explique en grande partie les écarts de prévision sur le pouvoir d'achat.

unité de consommation (qui tient compte des évolutions démographiques) se contracterait de 1,4 %, effaçant en grande partie les gains significatifs de 2021, ce qui le ramènerait à un niveau proche de 2019.

Si le taux d'épargne a baissé au premier semestre 2022, permettant d'amortir en partie le choc négatif sur la consommation, il reste cependant encore au-dessus de son niveau d'avant-crise Covid. La forte hausse du RDB réel au second semestre devrait donc s'accompagner d'une nouvelle hausse du taux d'épargne, qui passerait de 15,5 % à 17,4 % fin 2022 (graphique 10), en raison d'une part de l'inertie de la consommation et d'autre part d'une incertitude qui resterait élevée dans un contexte géopolitique tendu avec les risques de rationnement sur l'énergie et le retournement conjoncturel prévu sur le marché du travail.

Graphique 10. Taux d'épargne des ménages et « épargne-Covid » accumulée



Durant l'année 2023, le taux d'épargne se réduirait progressivement pour revenir en fin d'année à un niveau proche de son niveau d'avant-crise (15,3 % fin 2023). En réduisant progressivement leur niveau d'épargne, qui part d'un niveau élevé, les ménages soutiendraient la croissance de la consommation qui s'inscrirait en légère hausse (+0,9 %) bien qu'en fort ralentissement par rapport aux deux années précédentes. Les ménages ne retrouvant pas le niveau d'épargne d'avant-crise (15 % en 2019) continueraient donc à accu-

muler de la « sur-épargne », celle-ci atteignant près de 11,7 % du RDB fin 2023. Un scénario dans lequel les ménages, ayant accumulé des réserves d'épargne, puiseraient dans ce stock d'épargne modifierait significativement le scénario macroéconomique. Nous avons montré que la consommation d'un cinquième de cette épargne dans tous les grands pays de l'OCDE pouvait générer environ 2 % de croissance du PIB supplémentaire sur une année. À l'inverse, un scénario dans lequel le taux d'épargne ne baisserait pas sur l'année 2023 conduirait inévitablement à une récession.

La croissance du PIB attendue à 2,6 % en 2022 et 0,6 % en 2023

Bien qu'ayant résisté jusqu'à présent aux chocs économiques, l'investissement des entreprises se contracterait en raison principalement du fort ralentissement de l'activité et de la remontée des taux d'intérêt. Après avoir augmenté de 1 % en 2022 et de plus de 11 % en 2021, l'investissement des entreprises baisserait de 1,4 % en 2023. L'investissement des ménages qui a stagné au premier semestre 2022 subirait également l'effet du renchérissement du coût du crédit mais aussi l'évolution défavorable du pouvoir d'achat. En revanche, la contribution du commerce extérieur au PIB serait positive en 2023 (+0,3 point de PIB), en raison notamment du ralentissement des importations de produits manufacturés et d'hydrocarbures en volume. Cette amélioration est liée à des importations moins dynamiques mais n'est pas le résultat de gains de parts de marché qui seraient stables en prévision, sans rattraper les pertes issues de la crise⁶.

Dans ce contexte, la croissance serait faible mais positive au troisième trimestre (+0,2 %), ce que nous confirment les enquêtes de conjonctures. À la fin de l'année 2022 et au début de l'année 2023, la croissance basculerait en terrain « zéro moins » et le risque de récession « technique » ne peut pas être écarté. À partir du deuxième trimestre 2023, la France renouerait avec une croissance faible (+0,2 %/+0,3 %) sous l'effet de la remontée de la consommation des ménages et l'arrêt du désinvestissement.

6. Une hausse des parts de marché n'est cependant pas à exclure, en raison d'une part d'une reprise des exportations de matériels de transport qui pourrait être plus forte que prévue, mais surtout de la baisse de l'euro et d'une amélioration de la compétitivité-prix des entreprises françaises vis-à-vis de leurs voisins de la zone euro en raison de la moindre inflation en France.

La croissance annuelle du PIB serait de 2,6 % en 2022 et de 0,6 % en 2023 dont la moitié proviendrait de la contribution positive du commerce extérieur à la croissance du PIB pour l'année 2023.

Tableau 5. Compte Emploi-Ressources pour la France

En %	2022	2022	2022	2022	2023	2023	2023	2023	2021	2022	2023
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	-0,2	0,5	0,2	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,3	6,8	2,6	0,6
Consommation privée	-1,2	0,4	0,2	0,2	0,0	0,3	0,3	0,4	5,3	2,7	0,9
Consommation APU	0,0	-0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	6,3	2,0	0,5
<i>Collective APU</i>	-0,2	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	2,8	0,0	0,5
<i>Individualisable APU</i>	0,2	-0,5	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	8,3	3,0	0,5
FBCF totale	0,4	0,2	0,2	-0,6	-0,9	-0,1	0,4	0,4	11,4	1,2	-1,0
<i>FBCF SNFEI</i>	0,2	0,5	0,0	-1,0	-1,0	-0,1	0,4	0,4	11,4	1,0	-1,4
<i>FBCF SF</i>	2,6	-0,2	0,0	-1,0	-1,0	-0,1	0,4	0,4	17,0	3,4	-1,5
<i>FBCF Ménages</i>	0,1	-0,1	-0,2	-1,0	-1,0	-0,3	0,2	0,2	17,0	1,1	-2,0
<i>FBCF ISBLSM</i>	0,5	0,3	-0,2	-1,0	-1,0	-0,3	0,2	0,2	1,0	1,8	-0,6
<i>FBCF APU</i>	1,1	-0,2	2,0	1,9	-0,6	-0,1	0,4	0,4	2,7	1,4	2,1
Exportations	1,8	0,9	0,4	0,4	0,5	0,7	0,9	1,0	8,6	7,0	2,5
Importations	1,9	0,0	0,1	0,2	0,2	0,5	0,8	1,0	7,8	6,4	1,4
<i>Contributions</i>											
Demande intérieure hors stocks	-0,5	0,2	0,2	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,3	7,1	2,2	0,3
Variations de stocks	0,4	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,4	-0,1
Solde commercial	-0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3

Insee, prévisions OFCE.

Le taux de chômage augmenterait en 2023

Après des destructions d'emplois en 2020 (-126 000), l'année 2021 a été caractérisée par un très fort rebond de l'emploi total (+879 000 emplois en glissement annuel). Au premier semestre 2022, la progression de l'emploi s'est poursuivie à rythme élevé (+ 234 000) malgré le net ralentissement de l'activité (tableau 6).

Selon les enquêtes de conjoncture, les tendances prévues des effectifs marquent une légère baisse dans l'industrie et la construction mais se redressent dans les services. Par ailleurs, les enquêtes se situent encore à des niveaux élevés, à leur niveau d'avant-crise dans le bâtiment et les services tandis qu'elles restent supérieures dans l'industrie.

Tableau 6. Évolution de l'emploi

En milliers

Variation (T/T-1)	2022 T1	2022 T2	2022 T3	2022 T4	2022 (T/T-4)	2023 (T/T-4)
Emploi salarié	110	81	47	-54	189	-185
<i>Marchand</i>	103	68	41	-60	151	-205
Dont apprentissage	18	-4	-4	0	10	22
<i>Non marchand</i>	7	13	6	6	38	20
Emploi non salarié	21	22	3	3	48	10
Emploi total	131	103	46	-52	237	-175
<i>Variation en % (T/T-1)</i>	0,4	0,3	0,2	-0,2	0,8	-0,6
Taux de chômage (en % de la population active)	7,3	7,4	7,2	7,4	7,4	8,0

Insee, Comptes nationaux trimestriels, prévisions OFCE octobre 2022.

2023 : l'heure est à l'ajustement

Si, au regard des dernières enquêtes, la variation de l'emploi restera encore positive au troisième trimestre 2022 (près de 50 000 créations), celle-ci passerait en territoire négatif en fin d'année sous l'effet de la croissance nulle, et ce malgré le maintien de la prime exceptionnelle de 8 000 euros par apprenti jusqu'à la fin de l'année 2022.

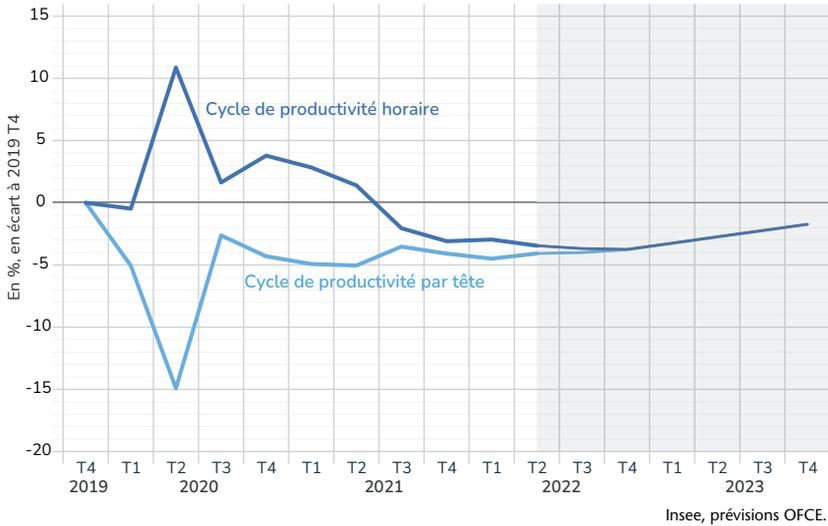
Entre la fin 2019 et le deuxième trimestre 2022, l'emploi salarié marchand a augmenté de 4,7 % alors que la valeur ajoutée marchande a crû « seulement » de 0,8 %, révélant des pertes de productivité macroéconomiques importantes. En corrigeant de la durée du travail⁷, au regard d'un cycle de productivité habituel et en tenant compte de la forte augmentation des apprentis, nous évaluons la rétention de main-d'œuvre supérieure à 500 000 emplois.

Nous faisons l'hypothèse d'un ajustement des « sureffectifs » en trois ans allant au-delà de notre horizon de prévision, se traduisant par une fermeture du cycle de productivité fin 2024 (graphique 10). Certains dispositifs liés à la crise de la Covid-19 étant toujours en cours, il reste prématuré d'évaluer les possibles ruptures de tendance sur la productivité apparente du travail. Nous supposons pour l'instant aucune modification de cette tendance dans le secteur marchand (0,9 % par an) et un retour progressif de la durée du travail vers son niveau d'avant-crise (graphique 11).

7. L'emploi salarié marchand est encore légèrement inférieur à son niveau d'avant-crise au deuxième trimestre 2022 (-0,5%).

En 2023, la faible croissance et l'ajustement progressif du sureffectif se traduiraient par des destructions d'emplois dans le secteur marchand. Finalement, l'emploi salarié dans le secteur marchand augmenterait de 0,8 % en 2022 puis refluerait de 1,2 % en 2023, conduisant à la destruction de 175 000 emplois sur l'ensemble de l'année.

Graphique 11. Cycles de productivité horaire et par salarié – branches marchandes



Les créations d'emplois seraient suffisantes au second semestre pour stabiliser le taux de chômage à 7,4 % de la population active fin 2022, même si celui-ci enregistrait une baisse au troisième trimestre avant de remonter au quatrième trimestre. En revanche, les destructions d'emplois en 2023 conduiraient à une augmentation du taux de chômage à 7,8 % en moyenne en 2023 (et 8 % fin 2023). Cette hausse se produirait dans un contexte de très faible progression de la population active (+0,1 % en rythme annuel), en supposant l'absence d'effet significatif à cet horizon même en cas de réforme des retraites.

Les contours du soutien à l'apprentissage pour arriver à l'objectif du million d'entrées d'ici à 2027 restent inconnus à l'heure de ces prévisions et les 5,5 milliards intégrés au PLF 2023 pour l'apprentissage ne semblent pas suffisants pour atteindre la cible. Il existe donc une forte incertitude sur l'évolution de l'emploi (et donc du taux de chômage) qui pourrait être fortement impactée par la dynamique d'entrée en apprentissage (encadré 3). Dans notre prévision, les effets de l'appren-

tissage sur les créations nettes d'emplois sont positifs mais modérés (22 000 sur l'ensemble de l'année 2023, après 10 000 en 2022 et 155 000 en 2021).

Encadré 3. L'apprentissage en France

Les contrats d'apprentissage ont eu le vent en poupe en 2022 grâce à la montée en charge de la réforme en place depuis janvier 2019 et la mise en place de la prime exceptionnelle (8 000 euros par apprenti majeur et 5 000 euros pour tout apprenti mineur) la première année, dispositif actif depuis juillet 2020. Après le record historique enregistré en mars 2022 (900 000 contrats d'apprentissage actifs), 891 425 contrats étaient recensés à la fin juin 2022, soit un peu plus de 851 000 en rythme annualisé (courbe noire dans le graphique 12). Ce sont ainsi près de 240 000 emplois supplémentaires créés grâce aux différents dispositifs pour l'apprentissage, si l'on considère un effet de l'apprentissage sur l'emploi de l'ordre de 0,7 sur la période récente⁸.

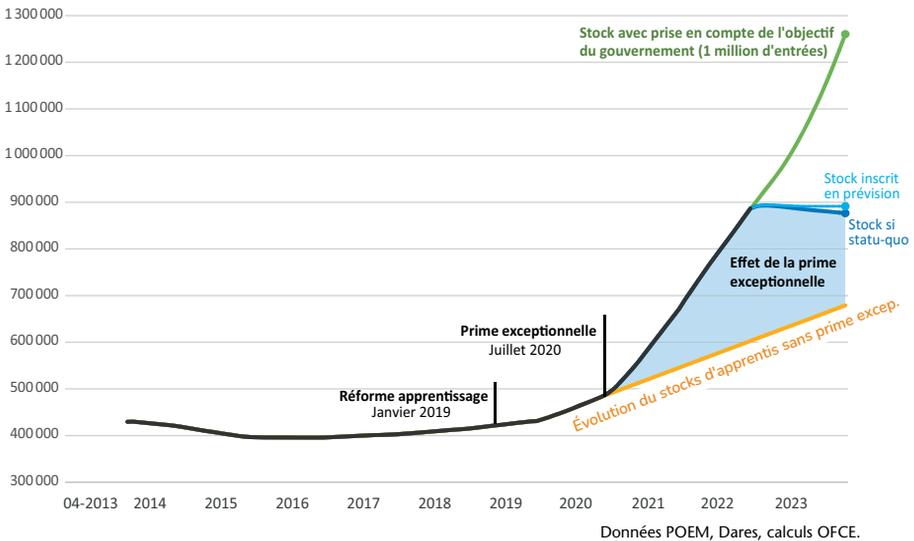
L'effet sur l'emploi de la prime exceptionnelle par rapport à l'effet de la réforme seule (courbe orange), représentée par l'aire bleue a commencé à diminuer au cours du printemps⁹. En faisant l'hypothèse que le dernier effet de la prime observée reste constant jusqu'en décembre 2023, le nombre de contrats en cours s'établirait à 877 000 en rythme annualisé. Le PLF pour 2023 intègre 3,5 milliards d'euros pour l'aide à l'embauche d'alternants (contre 3,3 milliards d'euros en 2022) et un nouveau « soutien exceptionnel » de 2 milliards d'euros à France compétences. Une première évaluation indique à un peu plus de 4 milliards les dépenses pré-engagées pour 2023 compte tenu des entrées en apprentissage depuis 2020¹⁰. Autrement dit, il resterait entre 500 millions et 1,5 milliard d'euros sur les

8. Dans sa publication du 9 juin 2022, l'Insee indiquait que parmi la hausse du nombre de salariés entre mars 2021 et mars 2022, un cinquième correspondait aux contrats en alternance. Autrement dit, les créations d'emplois ont été dynamisées par 240 000 nouveaux alternants en un an. Sur la même période, les contrats d'apprentis représentaient 84 % des contrats en alternance (Données DARES, part moyenne entre mars 2021 et mars 2022), nous pouvons ainsi dire que ce sont 203 000 emplois salariés supplémentaires liés à l'apprentissage. Si l'on compare cet effectif à l'évolution du stock de contrats d'apprentissage entre mars 2022 et mars 2021, cela donne un effet sur l'emploi unitaire. Depuis 2020, on observe une chute du stock de contrats de professionnalisation, tendance opposée à celui des apprentis. On peut imaginer un effet de substitution entre ces deux contrats, la prime exceptionnelle de 8 000 € rendant quasiment nul le coût du travail. Pour chaque dizaine d'apprentis embauchés, 3 contrats de professionnalisation en moins étaient recensés. En supposant ainsi un effet de substitution des contrats de professionnalisation vers les contrats d'apprentissage de 0,3, l'effet sur l'emploi est ramené à 0,7.

9. Cet effet emploi est calculé tel que $0,7 * (\text{stock apprentis (courbe noire)} - \text{stocks apprentis hors prime (courbe orange)})$. L'effet emploi calculé pour chaque période indique qu'au printemps celui-ci tend à diminuer. Nous calculons un nouveau stock (courbe bleu foncé) suivant la dynamique baissière de l'effet emploi observé. Autrement dit : $\text{stock (courbe bleu foncé)} = \text{stock hors prime (courbe orange)} + \text{effet emploi} * 1/0,7$.

5,5 milliards inscrits actuellement¹¹. C'est sur cette base que nous construisons notre scénario de prévision du stocks d'apprentis jusqu'en fin 2023 (courbe bleue claire) qui serait proche de 900 000 au cours des prochains trimestres. Ce scénario sur l'évolution du nombre d'apprentis conduirait à un effet net sur l'emploi total de + 22 000 en glissement annuel fin 2023, chiffre positif mais bien loin des 155 000 de la fin 2021. Bien sûr, si nous prenions en compte les annonces gouvernementales du million d'entrées souhaitées d'ici la fin du quinquennat (courbe verte), nous aurions encore une forte hausse du nombre d'apprentis en activité et un effet sur l'emploi beaucoup plus important (+205 000 créations d'emplois salariés), permettant une baisse du chômage de 0,7 point par rapport à notre scénario central actuel pour le quatrième trimestre 2023, ce qui reviendrait à stabiliser le taux de chômage à son niveau actuel. La forte incertitude sur la réalisation d'un tel objectif, compte tenu du coût conséquent sur les finances publiques, nous incite à garder un scénario plus prudent.

Graphique 12. Stock d'apprentis et effet de la prime exceptionnelle



10. Les contrats durent entre 1 mois et 36 mois donc un certain nombre de contrats signés avant 2023 ont un impact budgétaire sur 2023.

11. Nous considérons environ 84 % (part des apprentis dans les alternants) des 3,5 milliards d'euros intégrés dans le soutien aux alternants utilisés pour l'apprentissage, le reste sont les contrats de professionnalisation. Dans le soutien exceptionnel versé à « France Compétence », une partie est vouée spécifiquement aux dépenses liées à l'apprentissage et une autre à l'utilisation du compte CPF par les personnes actives. Nous supposons un découpage entre les deux de l'ordre de 1 milliard versus 500 millions.

Du « quoi qu'il en coûte » à la gestion de la crise énergétique

Sur l'ensemble de la période 2020-2023, les mesures exceptionnelles prises par le gouvernement pour faire face à la crise Covid puis à celle de l'énergie, hors nouvelles mesures structurelles de baisse de fiscalité (baisse des impôts sur la production, suppression de la contribution à l'audiovisuel public...), représenteraient un coût direct exceptionnel pour les finances publiques de 270 milliards d'euros, soit 10,8 % du PIB sur quatre ans (tableau 7).

Plus des trois quarts des dépenses exceptionnelles sur cette période sont consacrées à des mesures d'urgence ou de relance pour faire face à la crise Covid et relancer l'économie. Mais logiquement ces mesures s'estompent progressivement, leur coût budgétaire étant évalué à 0,4 point de PIB pour 2023 (contre plus de 3 points de PIB en 2020 et 2021, et encore 1,4 point de PIB en 2022).

Tableau 7. Coût budgétaire des mesures exceptionnelles sur la période 2020-2023

En points de PIB	2020	2021	2022	2023
Mesures d'urgence	3,1	2,5	0,6	0,1
Mesures de relance*	0,1	0,9	0,8	0,3
France 2030	0,0	0,0	0,2	0,2
Mesures énergie**	0,0	0,1	0,8	0,6
Mesures Pouvoir d'achat***	0,0	0,0	0,3	0,1
TOTAL	3,2	3,5	2,7	1,4

* hors baisse des impôts sur la production.

** Coût budgétaire net des mesures énergie. Comprend également les chèques énergie et l'indemnité inflation.

*** y compris revalorisation accélérée des prestations mais hors revalorisation de l'indice fonction publique.

PLF 2023, LFR 2022, Pstab 2022-27, prévisions OFCE.

En revanche, les mesures pour faire face au choc énergie et à l'inflation ont connu une forte montée en charge en 2022 qui se poursuivrait en 2023.

Les mesures budgétaires pour lutter contre le choc énergie passent principalement par des mesures visant à amortir la hausse des prix, avec le bouclier tarifaire s'étalant de la fin 2021 à la fin 2023 ou la remise carburant d'avril à décembre 2022. Le coût budgétaire brut du bouclier tarifaire est estimé à 72 milliards d'euros (2,6 points de PIB) entre la fin 2021 et la fin 2023 et celui de la remise carburant à 7,6 milliards (0,3 point de PIB) pour la seule année 2022 (tableau 8). Au total, près de 80 milliards (2,9 points de PIB) sont déployés en deux

ans pour limiter la hausse des prix de l'énergie (tableau 8). En revanche, le coût net pour les finances publiques est très différent en raison des moindres charges liées au service public de l'énergie (SPE), ces dernières correspondant à la compensation par l'État pour les producteurs d'énergies renouvelables de l'écart entre le prix de l'aide (obligation d'achat ou de compléments de rémunération) et le prix de marché de l'électricité ou du gaz. Or, la forte augmentation des prix de marché de l'énergie depuis la fin 2021 conduit à réduire fortement le coût de ces aides publiques, voire à des versements des producteurs vers l'État. Ces moindres charges de SPE diminueraient ainsi le coût budgétaire pour l'État de 48 milliards d'euros (1,8 point de PIB).

Les mesures d'aides directes aux ménages décroissent dans le temps, que ce soit à travers l'indemnité inflation de 100 euros pour 38 millions de personnes fin 2021 (3,8 milliards), de chèques énergie exceptionnels (0,5 milliard fin 2021 et 1,8 milliard fin 2022), de la revalorisation du barème kilométrique de 10 % pour l'imposition des revenus (0,4 milliard à partir de 2022) ou de l'aide au fioul pour les ménages modestes (0,2 milliard en 2022). Ainsi la quasi-totalité des mesures exceptionnelles d'aides aux ménages s'estompent en 2023.

Enfin, du côté des entreprises, le bouclier tarifaire concerne aussi les PME et TPE. Des mesures d'aides sectorielles aux entreprises ont été apportées en 2022 pour un coût budgétaire de 1,1 milliard ainsi que des aides spécifiques aux entreprises énérgo-intensives en 2022 et qui se poursuivent en 2023 (1,5 milliard chaque année).

Au-delà des mesures propres à l'énergie, pour faire face à l'inflation et amortir le choc négatif sur le pouvoir d'achat, le gouvernement a décidé une revalorisation anticipée des prestations sociales de 4 % en juillet pour un coût budgétaire de 6,7 milliards d'euros en 2022 et 1,6 milliard en 2023 par rapport à l'indexation automatique¹². Et concernant les mesures pour le pouvoir d'achat, il faut ajouter une prime exceptionnelle de rentrée de 1,1 milliard en 2022.

Quant au Plan d'Investissement « France 2030 », son coût budgétaire est évalué à 0,4 point de PIB sur 2022-2023.

12. L'évolution de l'indice de la fonction publique de 3,5 % en juillet n'est pas ici comptabilisée car cette mesure n'est pas comparable à la revalorisation accélérée des prestations.

Tableau 8. Impact budgétaire des mesures pour faire face à la crise énergétique

	2021		2022		2023		Total 2021-2023	
	En Mds	En % du PIB	En Mds	En % du PIB	En Mds	En % du PIB	En Mds	En % du PIB
Mesures sur les prix	0,0	0,0	34,7	1,3	44,9	1,6	79,6	2,9
Gaz (Bouclier tarifaire)			8,4	0,3	11,1	0,4	19,5	0,7
Électricité (Bouclier tarifaire)			18,7	0,7	33,8	1,2	52,5	1,9
Carburant (remise par litre)			7,6	0,3			7,6	0,3
Mesures d'aides aux ménages	4,3	0,2	2,4	0,1	0,4	0,0	7,1	0,3
Indemnité inflation	3,8	0,1					3,8	0,1
Chèque énergie et aide au fioul	0,5	0,0	2,0	0,1			2,5	0,1
Revalorisation du barème kilométrique			0,4	0,0	0,4	0,0	0,8	0,0
Mesures d'aides aux entreprises			2,6	0,1	1,5	0,1	4,1	0,1
Coût brut total	4,3	0,2	39,7	1,4	46,8	1,7	90,8	3,3
Moindres charges de SPE*	-2,0	-0,1	17,3	-0,6	29,0	-1,1	48,3	-1,8
Coût net total	2,3	0,1	22,4	0,8	17,8	0,6	42,5	1,6

* Service Public de l'Énergie.
PLF 2023, prévisions OFCE.

Un déficit et une dette publics qui augmenteraient légèrement en 2023

Après un déficit public qui a atteint 8,9 points de PIB en 2020 et 6,4 points de PIB en 2021, le solde public de la France continuerait, malgré les nouvelles mesures budgétaires, de s'améliorer en 2022 pour s'établir à 4,9 points de PIB, et ce pour deux raisons principales. D'une part, la croissance bien que révisée à la baisse à 2,6 % reste largement au-dessus de la croissance potentielle (1,2 %), améliorant le solde conjoncturel de 1,5 point de PIB¹³. D'autre part, bien que de nouvelles mesures budgétaires d'ampleur aient été mises en place en 2022, l'ensemble du coût de celles-ci pour les finances publiques serait inférieur de 0,8 point de PIB à celui de 2021 en raison de l'extinction progressive des mesures d'urgence liée à la crise Covid. En revanche, les charges d'intérêts augmenteraient de 0,4 point de PIB et le déficit public primaire hors mesures d'urgence et effet d'activité se dégraderait de 0,2 point de PIB, principalement en raison de la baisse de la

13. Pour l'année 2022, nous avons une élasticité des prélèvements obligatoires au PIB de 1,3.

fiscalité (taxe d'habitation, baisse de l'IS, suppression de la contribution à l'audiovisuel public).

En 2023, le déficit public augmenterait à nouveau, à 5,2 % du PIB, en raison du fort ralentissement de la croissance et du moindre dynamisme attendu des recettes fiscales¹⁴, de la hausse des charges d'intérêts (+0,1 point de PIB) et de la dégradation du solde public hors conjoncture et mesures exceptionnelles comme les nouvelles baisses de fiscalité (taxe d'habitation, réduction par deux de la CVAE et baisse des cotisations des indépendants). En revanche, la hausse du déficit reste contenue grâce la baisse drastique des dépenses d'urgence et de relance et, dans une moindre mesure, de la baisse du coût budgétaire net des mesures pour faire face à la crise énergétique et à l'inflation.

Après une faible diminution en 2022 à 111,2 % du PIB (contre 112,5 % en 2021), la dette publique, au sens de Maastricht, ré-augmenterait en 2023 pour s'établir à 112,2 % du PIB. Cette trajectoire de dette ne tient pas compte des effets de cessions d'actifs ou des prises de participations, comme la nationalisation d'EDF.

Tableau 9. Évolution des finances publiques

En % du PIB	2019	2020	2021	2022	2023
Solde public (= a + b + c - d + e)	-3,1	-8,9	-6,4	-4,9	-5,2
Solde public primaire hors mesures temporaires et effet d'activité (a)	-1,7	-1,9	-3,2	-3,4	-3,7
Charges d'intérêts (d)	1,4	1,3	1,4	1,8	1,9
Mesures d'urgence / relance / énergie / pouvoir d'achat (b)		-3,2	-3,5	-2,7	-1,4
Effet d'activité (y compris effet d'élasticité) (c)	0,0	-2,6	1,1	2,6	1,7
Fonds du plan de relance européen (e)			0,5	0,4	0,2
Dette publique	97,4	114,6	112,5	111,2	112,1

Insee, PLF 2023, prévisions OFCE.

14. Nous prévoyons une élasticité des PO au PIB de 0,7 en 2023, en lien avec le retournement conjoncturel et du marché du travail et qui fait suite à deux années de très forte élasticité. Une élasticité à 0,9 en 2023 permettrait de stabiliser le déficit.

Pour conclure, face aux nouveaux chocs impactant l'économie française, la révision de la croissance pour 2022 a été de grande ampleur en l'espace de quelques mois. Les incertitudes et aléas restent très élevés et soumis en particulier à des facteurs géopolitiques et aux prix des hydrocarbures. Un scénario dans lequel il y aurait des ruptures d'approvisionnement et des rationnements de l'énergie conduirait à réviser à la baisse notre prévision de croissance pour 2023 et une baisse du PIB ne pourrait être écartée pour l'année prochaine.

Si la réserve d'épargne constituée par les ménages depuis plus de deux ans est un levier positif pour la croissance future, son utilisation à plus court terme reste encore largement incertaine et serait source d'inflation supplémentaire. Par ailleurs, d'autres événements de types financiers ne sont pas à exclure avec la remontée des taux. Enfin, l'impact sur la croissance potentielle et les gains de productivité de ces chocs multiples ainsi que la transformation accélérée des économies restent, à ce stade, difficile à évaluer.

GUERRE EN UKRAINE ET HAUSSE DES TENSIONS INTERNATIONALES : QUEL IMPACT SUR LE PIB ?

Analyse empirique de l'économie mondiale et de six pays avancés à partir d'un indicateur de « risque » géopolitique

Raul Sampognaro
Sciences Po, OFCE

L'invasion de l'Ukraine lancée par la Russie le 24 février 2022 a constitué un choc majeur pour l'économie européenne, déjà mise à mal par d'autres facteurs contraignants (difficultés d'approvisionnement, difficultés de recrutement). L'objectif de cette étude est d'explicitier la méthodologie employée dans les prévisions de mai et d'octobre 2022 de l'OFCE pour quantifier les effets de la montée du risque géopolitique sur son scénario de croissance. L'indicateur de risque géopolitique construit par Caldara et Iacoviello (2022) est mobilisé pour mesurer quantitativement le niveau des tensions en cours. En estimant la fonction de réaction du PIB aux chocs de tensions géopolitiques, nous estimons que la montée des tensions géopolitiques observée en 2022 expliquerait une baisse du commerce mondial des marchandises de 0,7 point (en volume) et une baisse de la production industrielle mondiale de 0,6 point. En outre, l'Allemagne pourrait perdre jusqu'à 1,1 point de PIB en 2022. Ailleurs, les effets sont plus faibles mais significatifs : 0,4 point de PIB en France, 0,3 point aux États-Unis, Italie et au Royaume-Uni. Enfin, la perte du PIB en Espagne serait de 0,2 point.

Mots clés : risque géopolitique, projections locales, croissance du PIB.

L' invasion de l'Ukraine lancée par la Russie le 24 février 2022¹ a constitué un choc majeur pour l'économie européenne, déjà mise à mal par d'autres facteurs contraignants (difficultés d'approvisionnement², difficultés de recrutement). Au-delà des effets massifs sur l'économie des pays concernés, dus en premier lieu au conflit (pertes humaines, destruction de capital, détournement des ressources de la production entre autres), particulièrement forts pour le pays agressé, la montée des tensions géopolitiques peut avoir des effets économiques, sur des pays non engagés (directement) dans le conflit. Face à celles-ci, ces derniers peuvent augmenter leurs dépenses militaires, engager des comportements d'investissement attentistes, augmenter l'épargne de précaution, subir un choc de prix importés et de flux des capitaux (entrants ou sortants) non anticipés. En particulier, la montée des tensions géopolitiques – surtout lorsqu'il s'agit du retour d'un conflit de haute intensité – implique de réaliser des prévisions sur le futur de l'état des relations internationales avant de réaliser des investissements conséquents. L'objectif de cette étude spéciale est d'explicitier la méthodologie employée dans les prévisions de l'OFCE de mai et d'octobre 2022 pour quantifier les effets de la montée du risque géopolitique sur le scénario de croissance publié. L'objet de ce travail n'est pas de faire des prévisions sur le conflit lui-même mais d'évaluer les effets quantitatifs sur la croissance du PIB et plus spécifiquement du canal direct de la montée des incertitudes sur le niveau de l'activité.

Une vaste littérature théorique et empirique sur la réaction des agents économiques en situation d'incertitude a été initiée par Baker, Bloom et Davis (2016). Ce programme de recherche se focalise sur les effets théoriques de l'incertitude à différentes échelles (macroéconomiques et au niveau de l'entreprise) mais aussi propose des outils

1. Avertissement : les résultats publiés dans l'étude spéciale utilisent des données de l'indice de risque géopolitique de Caldara et Iacoviello 2022 jusqu'au mois d'octobre 2022. Avec plus de données disponibles, les résultats peuvent diverger légèrement par rapport aux chiffres publiés dans OFCE 2022a et OFCE 2022b. Par ailleurs, lorsqu'il est mentionné que l'invasion de l'Ukraine par la Russie date du 24 février 2022, c'est par facilité de langage. Il ne faut pas oublier que des territoires de l'Ukraine, et tout particulièrement la Crimée, sont sous contrôle russe depuis l'année 2014. Ce qu'on vit actuellement, loin de constituer le début d'un conflit, est avant tout l'évolution d'un conflit persistant depuis de longues années.

2. Voir M. Dauvin (2022) pour une analyse de l'effet du choc d'approvisionnement sur la croissance du PIB dans six économies avancées.

quantitatifs pour mesurer le niveau de l'incertitude. Avec le développement de la numérisation de la presse et l'émergence de bases de données massives, de plus en plus d'auteurs cherchent à mesurer l'effet quantitatif de certaines variables à travers leur prégnance dans les publications d'actualité. Ainsi, certains phénomènes qui jusqu'ici ne pouvaient être approchés que d'un point de vue qualitatif commencent à être mesurés de façon quantitative. Le travail de Saiz et Simonsohn (2013) constitue un article fondateur de la présentation de la méthodologie pour construire de nouveaux indicateurs à partir de ce type de données.

Sur les questions de risque géopolitique, Caldara et Iacoviello (2022) viennent de proposer un indicateur. En effet, les auteurs présentent des indicateurs portant sur le niveau des tensions au niveau global mais qui peuvent être détaillées pour 43 pays, et incluant les principaux acteurs sur la scène internationale. Cette publication arrive au bon moment pour le prévisionniste. Au lieu de présenter un indicateur de risque géopolitique – et sa pertinence – ils montrent, en s'appuyant sur un modèle VAR, un effet significatif d'une montée des tensions globales sur la dynamique macroéconomique aux États-Unis. Notre étude utilise l'indicateur de risque géopolitique construit par Caldara et Iacoviello (2022) et mis à jour mensuellement afin de mesurer l'impact des tensions en cours sur la croissance du PIB dans les six économies le plus suivies au sein de l'OCDE : la France, les États-Unis, le Royaume-Uni, l'Allemagne, l'Italie et l'Espagne. Dans le contexte actuel ceci est fondamental pour analyser la situation conjoncturelle grandement marquée par la prégnance du risque géopolitique.

La section 1 de cet article présente de façon détaillée l'indicateur de risque géopolitique utilisé et ses évolutions récentes. La section 2 explique la méthodologie empirique utilisée et la section 3 montre les principaux résultats pour les six économies mentionnées ci-dessus. L'étude se termine par une conclusion essayant de définir les limites de l'approche retenue et des pistes d'approfondissement pour des travaux futurs.

1. L'indice de risque géopolitique de Caldara et Iacoviello

Cette section présente de façon succincte l'indice de risque géopolitique développé par Caldara et Iacoviello (2022)³. Pour commencer il est nécessaire de définir précisément le sens donné au terme *géopolitique*. Pour les auteurs le risque géopolitique se réfère à l'impact des crises internationales et plus spécifiquement à la violence qu'elles suscitent dans les relations internationales. Selon eux, le risque géopolitique se réfère à la menace, à sa matérialisation ou à l'escalade d'un conflit pré-existant. Ces conflits peuvent avoir un rapport avec une guerre, le terrorisme ou tout autre type de tension entre des États ou des acteurs politiques affectant le cours des relations internationales. Il faut noter que le terme *risque* utilisé pour le type de phénomène qui est mesuré par les auteurs admet une acception large qui va au-delà de la mesure statistique de la probabilité d'un événement aléatoire. L'indice de risque géopolitique mesure non seulement les conflits potentiels (ce qui serait cohérent avec une définition probabiliste du risque) mais aussi des conflits effectivement en cours.

Une fois défini ce que l'indice cherche à quantifier, il est possible de présenter la méthodologie de mesure employée. Caldara et Iacoviello analysent le contenu de 25 millions d'articles de presse (exclusivement publiés dans la version papier des journaux) dans 10 journaux rédigés en langue anglaise, dont six étasuniens, trois britanniques et un canadien⁴. L'indice compte le nombre d'articles traitant de risques géopolitiques et le divise par le nombre total d'articles afin de mesurer l'importance et la prégnance des tensions dans les relations internationales. Les données mensuelles de l'indice sont disponibles depuis 1985, avec un indice alternatif disponible depuis 1900 sur la base d'un nombre restreint de journaux (six). Dans cette étude nous utilisons exclusivement les résultats publiés sur la base de l'indice récent utilisant l'information d'un plus grand nombre de sources journalistiques.

L'indice de risque géopolitique spécifique à un pays est construit sur une base similaire à l'indice global. Il calcule la part des articles qui : (1) mentionnent un risque géopolitique (comme défini ci-dessus) et (2) mentionnent le pays ou une ville importante du pays. Ces indices spécifiques sont calculés exclusivement à partir de 3 journaux, tous

3. Le lecteur intéressé par une présentation exhaustive peut se référer à leur article.

4. Les journaux en question sont : *Chicago Tribune*, *Daily Telegraph*, *Financial Times*, *The Globe and Mail*, *The Guardian*, *Los Angeles Times*, *New York Times*, *USA Today*, *Wall Street Journal* et *The Washington Post*.

provenant des États-Unis. Ce dernier fait pourrait donner une focale trop étasunienne (qui aurait pour conséquence de sur-pondérer certains alliés historiques ou pays avec lesquels les États-Unis maintiennent des relations commerciales et financières privilégiées), mais compte tenu du rôle spécial des États-Unis sur la scène internationale, qui *grosso modo* implique un intérêt pour tout développement géopolitique, cela nous amène donc à faire confiance à l'indicateur « pays » calculé par Caldara et Iacoviello (2022).

Pour définir si un article de presse traite de questions géopolitiques, les auteurs utilisent un dictionnaire de mots relatif au type de crises recherché⁵. Il faut noter que grâce aux catégories de mots utilisés les auteurs définissent, au niveau global, un indice de risque géopolitique qui est lui-même décomposé en différentes sous-composantes avec notamment une différenciation entre le niveau général des *menaces* et des *actes hostiles*. En revanche, au niveau des pays la différenciation entre les menaces proférées ou menaces matérialisées n'est pas disponible.

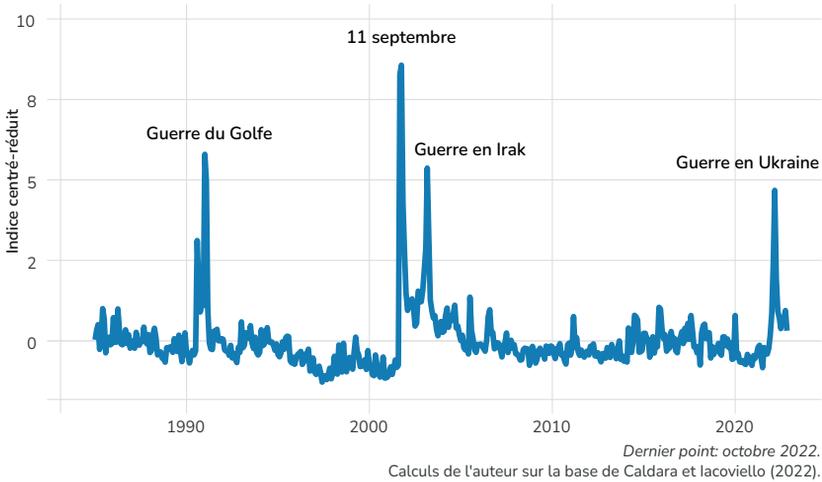
L'indice de risque géopolitique au niveau global est présenté dans le graphique 1. L'indicateur de risque géopolitique réagit bien aux principaux événements géopolitiques qui ont eu lieu depuis 1985. En particulier la montée du risque a été particulièrement forte lors la guerre du Golfe, le 11 septembre, la guerre en Irak ou plus récemment l'invasion de l'Ukraine. Par ailleurs, entre 2003 et 2022 des pics de tensions ponctuels suivent les différents attentats terroristes qui ont eu lieu en Europe (avec la France en première ligne) mais aussi aux États-Unis comme d'autres conflits (guerre en Libye par exemple).

Au-delà de la réaction de l'indice aux principaux événements géopolitiques, il est intéressant de se demander quel est l'apport de l'indice de risque géopolitique par rapport à d'autres mesures du risque. En particulier les bourses peuvent aussi réagir rapidement aux tensions géopolitiques. Observons le cas français. On définit un indicateur de volatilité du CAC 40, défini comme le ratio entre l'écart-type de l'indice divisé par son niveau moyen au cours d'un trimestre⁶. Cet indicateur est comparé à l'indice de risque géopolitique de Caldara et

5. Exemples de mots recherchés : *guerre, conflit, révolution, révolte, coup d'État, paix, armistice, militaire, troupes, armes, terrorisme, guérilla, alliés, insurrection, armée, ...* La liste exhaustive des mots est disponible dans Caldara et Iacoviello (2022).

6. Cet indicateur de volatilité boursière avait été utilisé dans Sampognaro (2013) pour affiner le diagnostic sur le niveau de l'incertitude conjoncturelle en France.

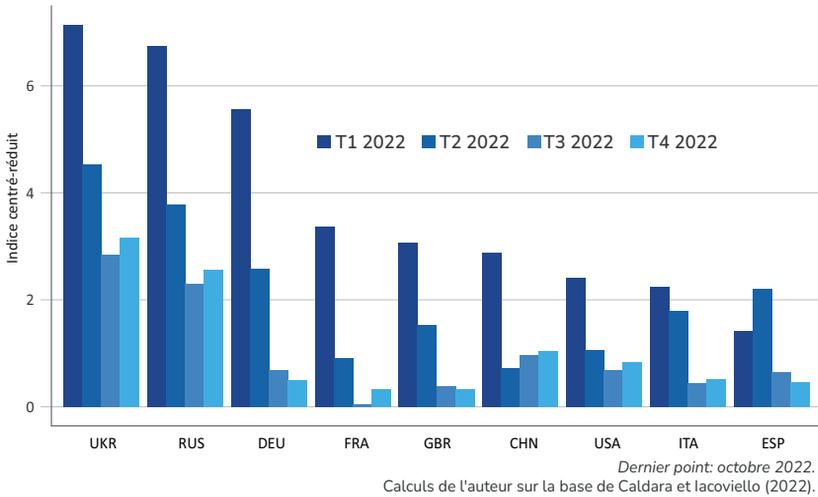
Graphique 1. Indice de risque géopolitique



Iacoviello. On mesure les tensions comme étant des hausses de ces indicateurs de plus d'un écart-type. Entre le premier trimestre 1990 et le troisième trimestre 2022, ces deux indicateurs donnent des signaux divergents pendant 20 trimestres. Pendant 12 trimestres la volatilité boursière signale des risques importants alors que le risque géopolitique reste limité. L'essentiel de ces trimestres concernent la crise financière globale de 2007-2008 mais aussi la crise de la zone euro. Pendant 8 trimestres c'est l'indicateur du risque géopolitique qui pointe des tensions particulières. Ces risques ont émergé en particulier pendant la guerre du Golfe et aussi en réaction aux attentats de 2015 ou plus récemment avec l'invasion de l'Ukraine.

Le graphique 2 présente les évolutions récentes de l'indice de risque géopolitique dans une sélection de pays depuis le début de l'année 2022. Sans surprise, l'évolution du risque est maximale en Ukraine et en Russie. Au-delà de ces cas extrêmes, le risque géopolitique augmente de façon particulière en Allemagne, pays très dépendant des hydrocarbures russes. Les autres pays européens semblent – logiquement – plus exposés aux tensions actuelles que la Chine et les États-Unis. L'objet de cette étude est de quantifier l'impact de ces évolutions précises sur la croissance du PIB. La méthode employée pour atteindre cet objectif est explicitée dans la prochaine section.

Graphique 2. Évolution de l'indice de risque géopolitique depuis le T4 2021



2. Stratégie empirique : la méthode des projections locales

Un des principaux objectifs de la science économique de nos jours est d'estimer l'effet causal d'un choc sur une variable d'intérêt. Ceci est particulièrement complexe en macroéconomie où l'ensemble de variables est déterminé de façon simultanée. Une piste précoce empruntée par la littérature depuis Sims (1980) a été d'estimer des modèles VAR. Toutefois, ce type de modèle ne résout pas la question de l'identification d'effets causals. Il reste nécessaire de poser des restrictions au modèle VAR pour pouvoir faire des affirmations causales. On appelle un tel modèle « Structural VAR » (SVAR)⁷. Un modèle VAR ne serait que la forme réduite d'un modèle SVAR. La littérature propose différentes stratégies pour poser des restrictions mais, pour synthétiser, on en distingue deux principales : (i) faire des hypothèses sur le calendrier des réactions des variables entre elles ; (ii) montrer par un modèle pleinement spécifié qu'il existe des variables non *directement* corrélées.

2.1. Du modèle SVAR...

Si on écrit un modèle SVAR de façon matricielle :

$$B_0 Y_t = \alpha_t + B(L)Y_t + \varepsilon_t$$

7. Voir Blanchard et Quah (1989) pour une référence canonique sur les modèles SVAR.

Le vecteur Y_t de dimension $k \times 1$ correspond aux k variables modélisées. La matrice B_0 représente les relations contemporaines entre les variables modélisées, sur laquelle les hypothèses d'identification doivent être posées. Enfin ε_t correspond au vecteur de chocs structurels, par définition de moyenne nulle et non corrélés entre eux.

En pré-multipliant de chaque côté par B_0^{-1} nous obtenons la formulation classique d'un modèle VAR :

$$Y_t = \tilde{\alpha}_t + \tilde{B}(L)Y_t + u_t$$

Avec $\tilde{\alpha}_t = B_0^{-1} \times \alpha_t$, $\tilde{B}(L) = B_0^{-1} \times B(L)$ et $u_t = B_0^{-1} \times \varepsilon_t$.

Dans ce contexte, il peut être montré que les variables du modèle réagissent aux chocs structurels t périodes après l'occurrence du choc en suivant le processus suivant [notée $\hat{I}\hat{R}(t)$] :

$$\hat{I}\hat{R}(t) = \Phi^t B_0^{-1}$$

où Φ représente les paramètres du VAR d'ordre 1 estimé pour les k variables endogènes.

Ainsi, la clé de l'identification des effets causals repose essentiellement sur la définition de la matrice B_0 et nécessite l'estimation d'un modèle VAR classique.

2.2. ... aux projections locales de Jordà (2005)

Jordà (2005) propose une alternative à l'estimation d'un modèle SVAR complet pour résoudre le problème précédent : les projections locales (PL). L'auteur propose d'éviter d'estimer la totalité du modèle mais de faire une estimation équation par équation pour différents horizons h d'intérêt :

$$y_{t+h} = \alpha_h + \gamma_1^h y_{t-1} + \dots + \gamma_p^h y_{t-p} + u_{t+h}^h$$

Ces équations (par horizon mais aussi par variable d'intérêt) peuvent être estimées de façon isolée les unes par rapport aux autres.

Dans ce contexte, les fonctions de réactions peuvent être estimées :

$$\hat{I}\hat{R}(t) = \gamma_1^h B_0^{-1}$$

où γ_1^h est la collection des coefficients estimés par MCO des équations estimées de façon séparée. Il faut noter qu'au-delà de la simplicité d'estimer les modèles équation par équation, passer d'une méthodologie SVAR à une méthodologie par projections locales (PL) n'exonère pas de poser un ensemble de restrictions B_0 .

Il faut noter que la seule façon de s'extraire de cette nécessité serait d'avoir une série de chocs exogènes de la variable Y_t . À ce moment l'estimation d'une équation par les moindres carrés ordinaires suffirait pour identifier la fonction de réaction. D'ailleurs, les PL sont plus souvent utilisées lorsque ce type de choc est observé. Ne disposant pas de choc exogène de géopolitique, cette étude spéciale utilise une décomposition de Cholesky – donc utilise des hypothèses sur le calendrier des relations causales entre les variables – pour pouvoir établir des effets causals des évolutions de l'indice de risque géopolitique⁸.

Dans la présente étude spéciale, les estimations sont faites par la méthode des PL. Il faut noter que les PL et l'estimation d'un modèle SVAR doivent donner, en théorie, des résultats identiques. Ceci a été montré par Plagborg-Møller et Wolf (2021). Il faut nuancer quelque peu ce résultat théorique, portant en grande mesure sur les propriétés asymptotiques des deux méthodes d'estimation. L'exercice de simulation réalisé par Li, Plagborg-Møller, et Wolf (2022) montre que pour certains processus générateurs de données, avec des échantillons courts, les PL peuvent donner des estimations moins biaisées mais avec une plus forte variance pour des horizons longs.

La méthode des PL est particulièrement flexible pour estimer sans grande difficulté les fonctions de réaction des versions non-linéaires des modèles portant sur les relations entre les k variables d'intérêt. Cette facilité, permise grâce aux travaux de Auerbach et Gorodnichenko (2012), n'a pas encore été exploitée mais constitue une extension naturelle à l'étude spéciale.

3. Résultats empiriques

3.1. Données

Au-delà de l'indice de risque géopolitique (IRG) construit par Caldara et Iacoviello (2022), d'autres données ont été mobilisées afin d'évaluer l'impact des tensions géopolitiques sur la croissance du PIB. La présentation exhaustive des séries utilisées dans l'étude figure dans le tableau en annexe.

8. L'algorithme `lpirfs` du logiciel **R** a été utilisé pour réaliser les estimations. La fonction employée, décrite dans Adämmmer (2019), estime en amont les chocs sur les variables prédits avec un modèle VAR et les contraintes de Cholesky posées.

Pour les évaluations des effets par pays, les séries qui ont été mobilisées peuvent être divisées en trois groupes : (i) données de comptabilité nationale (PIB, déflateur de la consommation des ménages, investissement), (ii) des données financières (indices boursiers, taux d'intérêt de court terme, variables de volatilité boursière), (iii) des données de population. Par ailleurs, dans le modèle portant sur des effets sur l'économie mondiale figurent les données du CPB portant sur la production industrielle mondiale et le commerce mondial de marchandises qui ont été utilisées. Les différents modèles sont estimés en retirant les observations post-Covid-19.

La date de disponibilité de l'ensemble des données varie selon les pays. Pour la France, le Royaume-Uni et les États-Unis, le jeu de données complet est disponible depuis 1990 et pour l'Allemagne depuis 1991. Pour l'Espagne et l'Italie la disponibilité de l'ensemble des données est plus récente (respectivement 1995 et 1996). Les données portant sur l'économie mondiale ne sont disponibles dans leur totalité qu'à partir de 2000.

L'évaluation des chocs géopolitiques subis par les différentes économies en 2022 nécessite d'être explicité. Au premier trimestre 2022 le choc de risque géopolitique est mesuré facilement comme étant la variation de l'indice depuis une date où celui-ci n'était pas pollué par les tensions à la frontière ukrainienne, attribuant toute la hausse à l'invasion de l'Ukraine. Comme des premiers mouvements de troupes avaient lieu en fin d'année 2021, le troisième trimestre 2021 a été considéré comme étant le trimestre de référence (noté T_0)⁹. Pour les trimestres suivants, nous utilisons la fonction de réaction estimée du choc de risque géopolitique à lui-même, ce qui est implicitement dépendant de la structure des corrélations temporelles des variables. Pour l'exprimer de façon plus explicite. Le choc de risque géopolitique (noté $Choc_{T_0+1}$) au premier trimestre 2022 est mesuré selon la formule :

$$Choc_{T_0+1} = IRG_{T_0+1} - IRG_{T_0}$$

Et pour les trimestres suivants :

$$Choc_{T_0+2} = IRG_{T_0+2} - IRG_{T_0} - Y_1^1 Choc_{T_0+1}$$

$$Choc_{T_0+3} = IRG_{T_0+3} - IRG_{T_0} - Y_1^2 Choc_{T_0+1} - Y_1^1 Choc_{T_0+2}$$

$$Choc_{T_0+4} = IRG_{T_0+4} - IRG_{T_0} - Y_1^3 Choc_{T_0+1} - Y_1^2 Choc_{T_0+2} - Y_1^1 Choc_{T_0+3}$$

9. Prendre le quatrième trimestre 2021 comme point de référence ne modifie pas sensiblement les résultats publiés dans cette étude spéciale.

où γ_1^h représente l'effet causal d'un choc d'IRG en $t - h$ sur l'IRG en t , tiré de l'estimation de la fonction de réaction d'un choc d'IRG sur l'IRG. Cette dernière estimation est faite par la méthode des PL présentée ci-dessus.

Tableau 1. Chocs observés de l'indice de risque géopolitique dans six pays sélectionnés

En pts d'écart-type	T1 2022	T2 2022	T3 2022	T4 2022
France	3,95	0,03	-0,08	0,64
États-Unis	2,60	-0,09	0,18	0,76
Allemagne	7,19	1,59	-0,28	0,63
Italie	3,11	1,66	0,69	1,84
Espagne	1,38	1,62	-0,25	-0,25
Royaume-Uni	3,26	0,16	-0,11	0,14

Calculs de l'auteur sur la base de Caldara et Iacovello (2022).

Les chocs observés dans les six pays sont affichés dans le tableau 1. Au premier trimestre, les chocs sur le risque géopolitique sont importants dans toutes les économies, même si le choc subi par l'Allemagne est d'une importance historique (signalant la forte dépendance énergétique allemande). Au deuxième trimestre, les chocs restent importants en Allemagne, en Italie et en Espagne. Il faut noter que dans les pays suivis, membres du Conseil de sécurité de l'ONU, (France, États-Unis et Royaume-Uni), les chocs observés au deuxième et troisième trimestre sont relativement modérés, *a contrario* de ce qui est observé en Allemagne et en Italie. Ces deux derniers pays jouent un rôle plus modeste dans les relations internationales et pourtant ils se trouvent en première ligne face aux chocs géopolitiques de l'année 2022, notamment en raison de leur dépendance énergétique vis-à-vis de la Russie. Les chocs observés en fin d'année traduisent le fait que l'IRG reste à un niveau élevé, ce qui contredit le passé de la série d'IRG qui tend à subir des crises ponctuelles non durables. Ce type de crise durable est rare depuis les années 1990.

3.2. Impact sur l'économie mondiale

Dans un premier temps, l'indice de risque géopolitique global a été utilisé pour estimer l'impact d'un choc de risque géopolitique sur certaines grandeurs portant sur l'économie globale. Cet exercice a pu être réalisé avec une fréquence mensuelle. Comme cela a été vu dans la section 2, il est nécessaire de poser des restrictions sur la temporalité des réactions des variables entre elles. En nous inspirant de la spécifica-

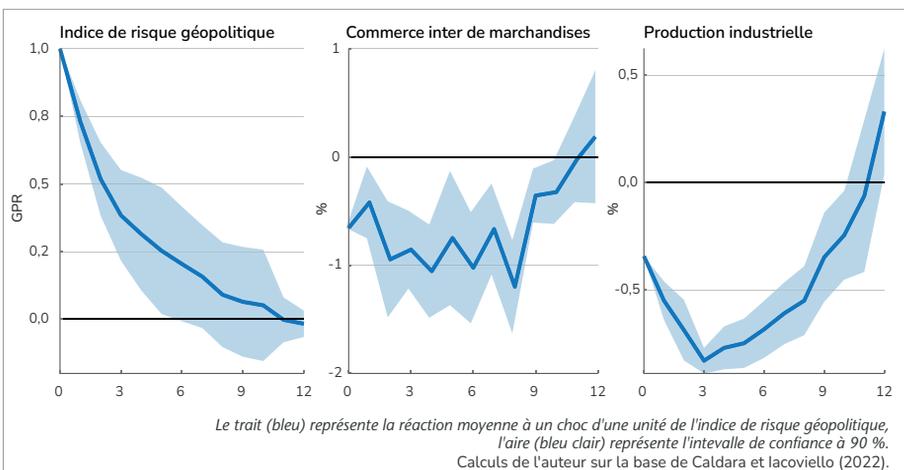
tion posée par Caldara et Iacoviello (2022) nous avons supposé l'ordre suivant : (1) risque géopolitique, (2) indice de volatilité boursière (VIX), (3) commerce mondial en volume, (4) production industrielle globale et (5) prix des échanges internationaux. Cet ordre suppose que toute corrélation contemporaine existant entre le risque géopolitique et tout autre variable reflète un effet causal du risque géopolitique sur les autres variables, et non l'inverse.

Le nombre de retards du modèle sous-jacent a été sélectionné de façon automatique en utilisant une procédure automatique qui maximise un critère de BIC (qui tient compte à la fois de la capacité prédictive du modèle tout en étant parcimonieux dans le nombre de retards sélectionnés).

Le graphique 3 donne une représentation graphique des principales fonctions de réaction du modèle. Un choc de l'IRG a un effet significativement négatif sur le volume du commerce mondial et sur le volume de la production industrielle pendant 10 mois.

Selon notre modélisation des variables portant sur l'économie globale, les chocs observés en 2022 sur l'indice de risque géopolitique global expliqueraient une baisse du commerce mondial en volume de 0,7 point et une baisse de la production industrielle mondiale de 0,6 point.

Graphique 3. Impact d'une hausse observée de l'indice de risque géopolitique (en % du niveau avant choc)



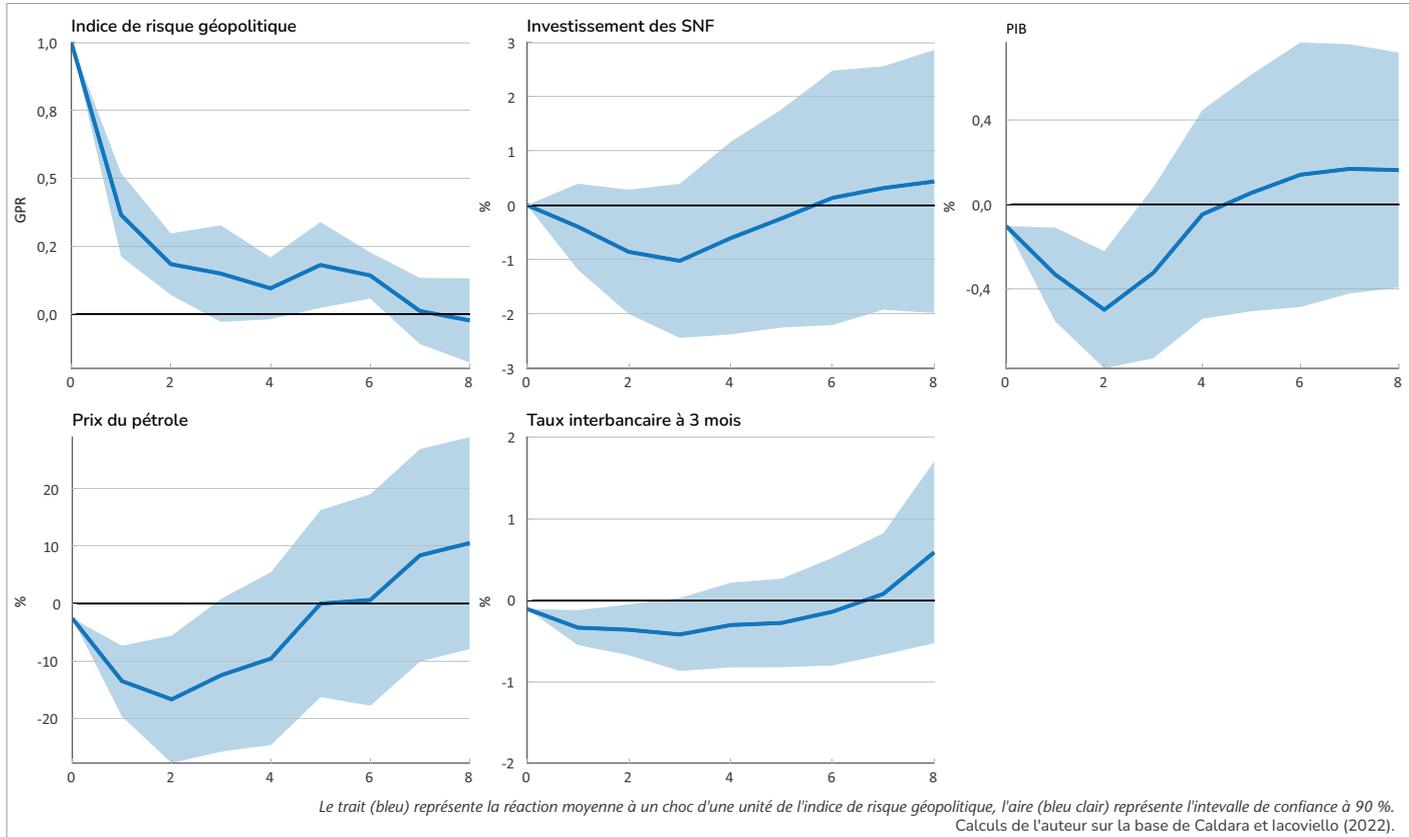
3.3. Impact sur le PIB français

Le modèle portant sur l'économie française intègre les variables suivantes : (1) indice de risque géopolitique en France, (2) investissement des SNF en volume par habitant, (3) PIB réel par habitant, (4) prix du pétrole réel (déflaté du prix de la consommation des ménages) et (5) taux d'intérêt interbancaire à 3 mois. Cette spécification est comparable avec celle proposée par Caldara et Iacoviello (2022) pour l'économie américaine et l'ordre de la causalité supposée entre les variables est identique¹⁰. Le modèle sous-jacent estimé intègre un seul retard des variables modélisées.

Les réactions des différentes variables à un choc d'une unité de l'indice de risque géopolitique français sont affichées dans le graphique 4. Si l'investissement des entreprises semble réagir négativement à une montée des tensions géopolitiques, cet effet ne semble pas statistiquement significatif. En revanche, l'effet sur le PIB est significativement négatif dès le trimestre où le choc géopolitique a lieu. L'impact négatif est maximal deux trimestres après le choc initial. Au bout de 4 trimestres, la montée des tensions géopolitiques n'aurait plus d'effet sur le PIB par habitant. Il faut noter que le prix réel du pétrole et le taux d'intérêt réagissent à la baisse face à une montée des tensions, ce qui n'est pas réaliste au regard de la crise actuelle qui a conduit à un embargo inédit et massif contre la Russie, un important pays producteur de pétrole et de gaz qui pèse sur le marché mondial. Au choc de demande consécutif à la hausse du risque géopolitique s'est ajouté un choc d'offre considérable. Toutefois, ce résultat est concordant avec la publication de Caldara et Iacoviello (2022). Ceci suggère que le choc de risque géopolitique opère sur l'économie française comme un choc de demande. Notons que certaines crises géopolitiques font intervenir directement une composante propre sur le prix des matières premières, notamment énergétiques, suggérant que l'effet causal sur le prix réel du pétrole peut être positif, ce qui aggraverait la perte de PIB car l'effet sur les prix des hydrocarbures importés ne jouerait plus un rôle d'amortisseur.

10. Une spécification identique à celle de Baker, Bloom et Davis (2016) a été aussi évaluée, donnant des résultats comparables sur l'effet causal d'un choc de risque géopolitique sur la croissance du PIB. La différence la plus remarquable entre les deux approches étant que le taux d'intérêt se situe plutôt dans la chaîne de causalité par rapport au PIB dans la modélisation à la Bloom que dans la modélisation de Caldara et Iacoviello.

Graphique 4. Impact d'une hausse observée de l'indice de risque géopolitique en France (en % du niveau avant choc)



Dans ce contexte, le modèle ainsi estimé suggère que les chocs observés jusqu'à octobre 2022 sur l'indice de risque géopolitique français ont un effet causal sur le PIB français de -0,4 point de PIB en 2022.

3.4. Impact sur le PIB de six économies avancées

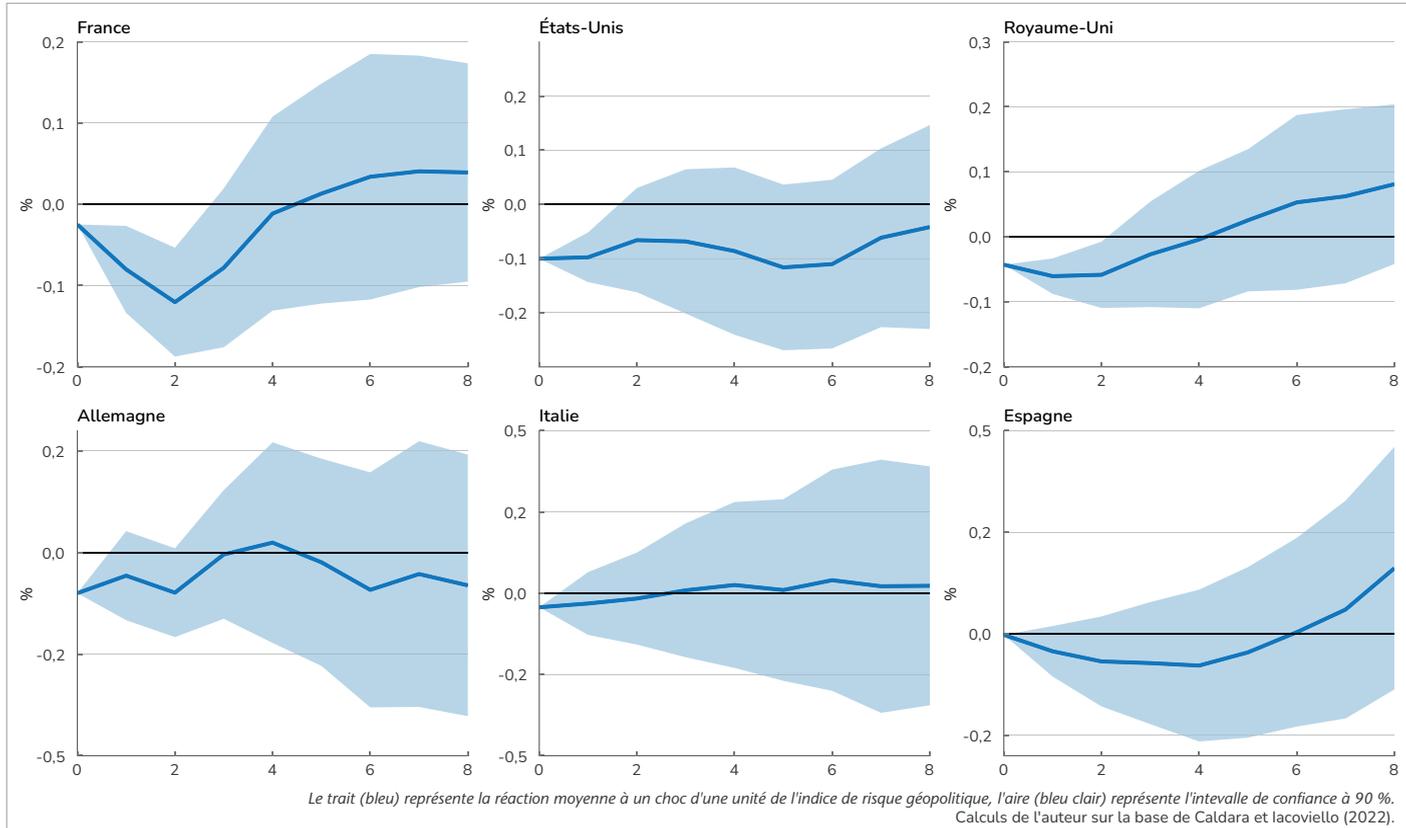
La méthodologie employée pour la France a été reproduite pour les États-Unis, le Royaume-Uni, l'Allemagne, l'Italie et l'Espagne. Si les spécifications sont comparables à celles posées pour la France, de légers changements peuvent avoir lieu selon les pays. Par exemple, les modèles allemand et espagnol n'incluent pas l'investissement dans le jeu de variables incluses alors que les modèles italien et britannique l'incluent mais ignorent l'effet des tensions géopolitiques sur le taux d'intérêt. Enfin, le modèle britannique utilise 4 retards des variables. Enfin, le modèle portant sur les États-Unis, largement inspiré de Caldara et Iacoviello (2022), est plus riche et intègre les suivantes variables : (1) l'indice de risque géopolitique américain, (2) la volatilité boursière mesurée par l'indice VIX, (3) le volume de l'investissement par habitant, (4) le PIB réel par habitant, (5) le prix réel du pétrole et (6) l'indice boursier réel (corrige du déflateur de la consommation).

Le graphique 5 représente la fonction de réaction du PIB dans les six économies avancées à un choc de risque géopolitique. Comme la moyenne et l'écart-type des IRG de chaque pays sont hétérogènes, la réaction à un choc d'un écart-type de l'indice de chaque pays est représentée dans le graphique 5. Ceci permet d'assurer la comparabilité entre les pays¹¹.

La montée des tensions géopolitiques a des effets statistiquement significatifs immédiats dans les six économies modélisées. Au-delà, de la question de la significativité, les effets semblent assez persistants aux États-Unis – en cohérence avec Caldara et Iacoviello (2022) – et en Allemagne. Le profil de la réaction du PIB britannique est similaire à celui observé pour la France. Les tensions géopolitiques semblent avoir un effet mineur sur le PIB transalpin.

11. Il faut noter que pour le cas français l'échelle de la fonction de réaction change par rapport au graphique 4. Le graphique 4 modélise la réaction à un choc d'une unité de l'IRG alors que l'écart-type de l'IRG français est de 0,32.

Graphique 5. Impact d'une hausse de 1 écart-type de l'indice national de risque géopolitique sur le PIB dans 6 pays sélectionnés (en % du niveau avant choc)



Lorsqu'on applique ces résultats aux chocs observés sur l'IRG en 2022, nous constatons que parmi les six pays modélisés, celui qui a le plus subi les effets de l'invasion de l'Ukraine est l'Allemagne où la perte d'activité serait d'au moins 1 point de PIB. Ensuite, les autres pays européens auraient des pertes comprises entre 0,3 et 0,4 point de PIB (résultats détaillés dans le tableau 2). Il faut noter le cas italien. Si le PIB italien réagit moins fortement à un choc de risque géopolitique, en 2022 les chocs subis par l'économie transalpine sont forts et plus durables qu'ailleurs, ce qui finit par avoir des effets non négligeables sur le PIB.

Afin de comprendre l'importance de l'impact sur le PIB allemand nous avons réalisé un exercice contre-factuel. Si l'ampleur du choc allemand avait été observé dans l'économie française, notre modèle aurait prévu une baisse du PIB de 0,7 point (pour rappel, le choc observé en France a dégradé le PIB de 0,4 point selon notre modèle). Ainsi, une part significative de la perte allemande s'explique par le fait que l'Allemagne subit un choc plus important. Néanmoins, au-delà du choc quantitativement plus important, une part de la perte estimée s'expliquerait par une plus forte sensibilité du PIB allemand aux tensions géopolitiques. Ceci pourrait s'expliquer par la plus forte ouverture de l'économie allemande au reste du monde avec un poids plus importants des échanges internationaux dans cette économie.

Pour quatre pays (France, États-Unis, Allemagne et Royaume-Uni) le choc géopolitique induit une baisse des prix du pétrole de façon endogène car il opère comme un choc de demande. Nous avons voulu neutraliser cet effet endogène mais cela ne change pas fondamentalement les ordres de grandeur. Les résultats sont détaillés dans le tableau 2.

Tableau 2. Effets de l'invasion de l'Ukraine sur le PIB en 2022 dans six économies avancées

	Effet sur le PIB de 2022 si l'IRG reste à son niveau d'octobre 2022...		...et si l'effet sur le Brent est neutralisé...
	...jusqu'à octobre 2022	...jusqu'à décembre 2022	...jusqu'à décembre 2022
France	-0,4	-0,4	-0,5
États-Unis	-0,3	-0,3	-0,4
Allemagne	-1,0	-1,1	-1,1
Italie	-0,2	-0,3	
Espagne	-0,2	-0,2	
Royaume-Uni	-0,3	-0,3	-0,3

Calculs de l'auteur sur la base de Caldara et Iacovello (2022).

4. Conclusion

Au-delà de ses conséquences humaines et sur la stabilité des relations internationales, l'intensification des combats entre la Russie et l'Ukraine qui ont suivi l'invasion du 24 février ont constitué un choc massif pour l'économie mondiale. Selon nos estimations, si l'indice de risque géopolitique global restait jusqu'à la fin de l'année à son niveau d'octobre 2022, la montée des tensions géopolitiques observée en 2022 expliquerait une baisse du commerce mondial des marchandises de 0,7 point (en volume) et une baisse de la production industrielle mondiale de 0,6 point. En outre, l'Allemagne – pays particulièrement dépendant des importations d'hydrocarbures russes – aurait pu perdre jusqu'à 1,1 point de PIB en 2022 en raison de la montée des tensions géopolitiques. Ailleurs, les effets sont plus faibles mais significatifs : 0,4 point en France, 0,3 point de PIB aux États-Unis, Italie et au Royaume-Uni. Enfin, la perte de PIB en Espagne serait de 0,2 point¹².

Bien évidemment ces résultats constituent une base de réflexion mais sont à prendre avec prudence. Chaque crise internationale est unique et il est difficile de l'évaluer exclusivement à l'aune d'un indicateur quantitatif. Par exemple, la crise actuelle a des conséquences majeures sur l'approvisionnement énergétique en Europe (notamment en termes de gaz), ce qui produit une crise différente de celle qui ressort spontanément d'un modèle statistique fondé sur des observations du passé (et des hypothèses sur les liens de causalité entre les variables). Geerolf (2022) discute les implications liées à la modélisation d'un choc d'approvisionnement énergétique dans le cadre précisément d'un arrêt de l'approvisionnement du gaz russe. Dans notre cadre, la spécification de modèles non linéaires qui consisterait à affiner la typologie des chocs géopolitiques pourrait constituer une base d'approfondissement des travaux présentés dans la présente étude. Différencier l'effet des menaces et des actes hostiles peut aussi permettre d'avoir un diagnostic encore plus précis. L'approfondissement de ces aspects peut constituer un travail intéressant pour la suite, en particulier si le risque géopolitique s'installe de façon durable et affecte de façon plus pérenne la dynamique macroéconomique globale.

12. Bien évidemment, si l'essentiel de la montée des tensions internationales peut être attribué aux conséquences des décisions russes, il n'est pas possible d'exclure d'autres sources de tensions internationales, notamment en lien avec le futur de Taïwan et les relations sino-américaines.

Références

- Adämmer P., 2019, « Ipirfs: An R Package to Estimate Impulse Response Functions by Local Projections », *The R Journal*, vol. 11, n° 2, pp. 421-38. <https://doi.org/10.32614/RJ-2019-052>.
- Auerbach A. J. et Y. Gorodnichenko, 2012, « Measuring the Output Responses to Fiscal Policy », *American Economic Journal: Economic Policy*, vol. 4, n° 2, pp. 1-27. <https://doi.org/10.1257/pol.4.2.1>.
- Baker S. R., N. Bloom et S. J. Davis, 2016, « Measuring Economic Policy Uncertainty », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n° 4, pp. 1593-1636. <https://ideas.repec.org/a/oup/qjecon/v131y2016i4p1593-1636.html>.
- Blanchard O. J. et D. Quah, 1989, « The Dynamic Effects of Aggregate Demand and Supply Disturbances », *American Economic Review*, vol. 79, n° 4, pp. 655-73. <https://ideas.repec.org/a/aea/aecrev/v79y1989i4p655-73.html>.
- Caldara D. et M. Iacoviello, 2022, « Measuring Geopolitical Risk », *American Economic Review*, vol. 112, n° 4, pp. 1194-1225. <https://doi.org/10.1257/aer.20191823>.
- Dauvin M., 2022, « Évaluation Du Choc d’approvisionnement », *Revue de l’OFCE*, n° 177, pp. 101-115.
- Geerolf F., 2022, « The ‘Baqaee-Farhi approach’ and a Russian gas embargo – some remarks on Bachmann *et al.* », *Sciences Po-OFCE Working Paper*, n° 14/2022.
- Jordà Ò., 2005, « Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections », *American Economic Review*, vol. 95, n° 1, pp. 161-82. <https://doi.org/10.1257/0002828053828518>.
- Li D., M. Plagborg-Møller et C. K. Wolf, 2022, « Local Projections Vs. VARs: Lessons from Thousands of DGPs », *NBER Working Paper*, n° 30207. <https://doi.org/10.3386/w30207>.
- OFCE, 2022a, « Du coup de chaud au coup de froid : perspectives 2022-2023 pour l’économie mondiale », *OFCE Policy Brief*, n° 109.
- , 2022b, « La croissance manque d’énergie : perspectives 2022-2023 Pour l’économie française », *OFCE Policy brief*, n° 110.
- Plagborg-Møller M. et C. K. Wolf, 2021, « Local Projections and VARs Estimate the Same Impulse Responses », *Econometrica*, vol. 89, n° 2, pp. 955-80. <https://doi.org/10.3982/ECTA17813>.
- Saiz A. et U. Simonsohn, 2013, « Proxying For Unobservable Variables With Internet Document-Frequency », *Journal of the European Economic Association*, vol. 11, n° 1, pp. 137-65. <https://doi.org/j.1542-4774.2012.01110.x>.
- Sampognaro R., 2013, « L’incertitude conjoncturelle : comment la mesurer ? », *Trésor-Eco*, n° 111.
- Sims C. A., 1980, « Macroeconomics and Reality », *Econometrica*, vol. 48, n° 1, pp. 1-48. <http://www.jstor.org/stable/1912017>.

ANNEXE

Séries utilisées dans l'étude

Variable	Pays	Code de la série	Source
Volume de la production industrielle mondiale	Monde	ipz_w1_qnmi_sp	CPB
Volume du commerce mondial des marchandises	Monde	tgz_w1_qnmi_sn	CPB
Valeur unitaire du commerce mondial des marchandises	Monde	tgz_w1_pdmi_sn	CPB
Prix du total des actions (OCDE)	DEU	SPASTT01DEM661N	Fred
Taux interbancaire à 3 mois (OCDE)	DEU	IR3TIB01DEM156N	Fred
PIB en volume	DEU	NAEXKP01DEQ189S	Fred
FBCF	DEU	NAEXKP04DEQ189S	Fred
Population totale (Banque Mondiale)	DEU	POPTOTDEA647NWDB	Fred
Déflateur de la consommation des ménages (OCDE)	DEU	DEUPCEDEFQISNAQ	Fred
Prix du total des actions (OCDE)	ESP	SPASTT01ESM661N	Fred
Taux interbancaire à 3 mois (OCDE)	ESP	IR3TIB01ESM156N	Fred
PIB en volume	ESP	NAEXKP01ESQ652S	Fred
FBCF	ESP	NAEXKP04ESQ652S	Fred
Population totale (Banque Mondiale)	ESP	POPTOTESA647NWDB	Fred
Déflateur de la consommation des ménages (OCDE)	ESP	ESPNAGICE01IXOBSAQ	Fred
Prix du total des actions (OCDE)	USA	SPASTT01USM661N	Fred
Taux interbancaire à 3 mois (OCDE)	USA	IR3TIB01USM156N	Fred
Indice VIX	USA	^VIX	Yahoo finances
PIB en volume	USA	NAEXKP01USQ652S	Fred
FBCF	USA	NAEXKP04USQ652S	Fred
Population totale (Banque Mondiale)	USA	POPTOTUSA647NWDB	Fred
Déflateur de la consommation des ménages (OCDE)	USA	USAPCEDEFQISNAQ	Fred
Prix spot en dollars du pétrole- Brent	EU	DCOILBRETEU	Fred
Prix du total des actions (OCDE)	FRA	SPASTT01FRM661N	Fred
Taux interbancaire à 3 mois (OCDE)	FRA	IR3TIB01FRM156N	Fred
PIB en volume	FRA	10565708	Insee
FBCF des SNF	FRA	10565745	Insee
Population au début du mois	FRA	000436387	Insee
Consommation des ménages (valeur)	FRA	10565711	Insee
Consommation des ménages (volume)	FRA	10565712	Insee
Prix du total des actions (OCDE)	ITA	SPASTT01ITM661N	Fred
Taux interbancaire à 3 mois (OCDE)	ITA	IR3TIB01ITM156N	Fred
PIB en volume	ITA	NAEXKP01ITQ189S	Fred
FBCF	ITA	NAEXKP04ITQ189S	Fred
Population totale (Banque Mondiale)	ITA	POPTOTITA647NWDB	Fred
Déflateur de la consommation des ménages (OCDE)	ITA	ITAPCEDEFQISNAQ	Fred
Prix du total des actions (OCDE)	GBR	SPASTT01GBM661N	Fred
Taux interbancaire à 3 mois (OCDE)	GBR	IR3TIB01GBM156N	Fred
PIB en volume	GBR	NAEXKP01GBQ652S	Fred
FBCF	GBR	NAEXKP04GBQ652S	Fred
Population totale (Banque Mondiale)	GBR	POPTOTGBA647NWDB	Fred
Déflateur de la consommation des ménages (OCDE)	GBR	GBRPCDEFQISNAQ	Fred

Tableaux

Monde. Du coup de chaud au coup de froid

Emplois sauvegardés par la baisse de la durée du travail et rétention depuis le début de crise (T4-2019)	30
évaluation de l'effet sur le niveau du PIB des tensions géopolitiques (en écart au compte central)	32
Tableau de croissance mondiale (en %)	46
Décomposition des chocs sur la croissance allemande	63
Impact des différents chocs sur la croissance chinoise	106
Résumé des prévisions de croissance pour la Chine	108
Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et prix des matières premières	120
États-Unis : résumé des prévisions	121
Zone euro : résumé des prévisions	122
Allemagne : résumé des prévisions	123
France : résumé des prévisions	124
Italie : résumé des prévisions	125
Espagne : résumé des prévisions	126
Royaume-Uni : résumé des prévisions	127
Amérique latine : résumé des prévisions	128
Asie : résumé des prévisions de PIB	128
Nouveaux États membres de l'Union	128
Chine : résumé des prévisions	129
Japon : croissance, résumé des prévisions	129

France. La croissance manque d'énergie

Décomposition de la variation du taux de marge des sociétés non financières (SNF)	140
Évaluation de l'effet des différents chocs sur la croissance du PIB	144
Impact d'une hausse de taux de 100 bps	147
Revenu, inflation, épargne	151
Compte Emploi-Ressources pour la France	154
Évolution de l'emploi	155
Coût budgétaire des mesures exceptionnelles sur la période 2020-2023	159
Impact budgétaire des mesures pour faire face à la crise énergétique	161
Évolution des finances publiques	162

*Étude spéciales***Guerre en Ukraine et hausse des tensions internationales :
quel impact sur le PIB ?**

Chocs observés de l'indice de risque géopolitique dans six pays sélectionnés	175
Effets de l'invasion de l'Ukraine sur le PIB en 2022 dans six économies avancées	181

Graphiques*Monde. Du coup de chaud au coup de froid*

Dynamique du PIB dans les principales économies	13
Niveau d'activité sectorielle au deuxième trimestre 2022	15
Niveau d'activité dans l'industrie manufacturière au deuxième trimestre 2022	16
Déficits cumulés de production dans le secteur manufacturier au deuxième trimestre 2022 depuis la crise	17
Inflation en niveau	18
Inflation sous-jacente en niveau	20
Prix du pétrole et du gaz naturel	21
Exposition aux chocs pétroliers et gaziers	24
Durée de production assurée par les niveaux actuels du carnet de commandes	25
Part des entreprises ayant déclaré un frein à la production	26
Durée de production assurée par les niveaux actuels du carnet de commandes	27
Les difficultés de recrutement dans les grands pays développés	28
Les difficultés de recrutement tenant compte du taux de chômage	29
évolution du risque géopolitique depuis le T4 2021	32
Mesures d'urgence de lutte contre l'inflation	34
Taux des banques centrales	40
Réponse du taux de chômage et de l'inflation à un choc d'un point de taux directeur	43
Taux d'épargne en prévision	44
La consommation américaine en biens et services en volume	49
Taux des crédits immobiliers aux États-Unis	50
Indicateurs de tensions sur le marché du travail américain	51
Principales composantes du déflateur de la consommation aux États-Unis	53

Taux de pénétration et parts de marché à l'exportation aux États-Unis	55
Inflation aux États-Unis	56
Évolution de la valeur ajoutée allemande, 2019T1/2022T2	60
Balance commerciale allemande, 2015T1/2022T2	61
Inflation en Allemagne	65
évolution du PIB italien et de ses composantes depuis le pic pré-Covid	69
évolution de l'emploi marchand en Italie depuis le pic pré-Covid	70
Contributions à l'évolution de l'indice de prix à la consommation italien	71
Investissement en construction en Italie	73
Spread du taux souverain à 10 ans italien par rapport aux titres allemands	76
Inflation et hausse de salaires négociés en Espagne	81
Estimations du PIB Britannique	87
Inflation au Royaume-Uni	88
Écart des composantes du PIB britannique aux points d'avant-crise	91
Taux d'épargne des ménages japonais	96
Taux d'inflation au Japon et ses principales composantes	98
Évolution des parts de marché à l'exportation de la Chine	105
Indicateurs conjoncturels chinois	107
PIB d'Asie (hors Chine) et d'Amérique latine	110
Taux directeurs déflatés de l'inflation en Amérique latine	112
Taux directeurs déflatés de l'inflation en Asie	112

France. La croissance manque d'énergie

Écart des composantes du PIB au point d'avant-crise	135
Revenu, inflation et pouvoir d'achat par UC	136
Décomposition de la balance courante sur les sept premiers mois de l'année	137
Capacité et besoin de financement de l'économie française sur longue période, avec et sans la balance énergétique	138
Variations du taux de marge par branche	141
Investissement des entreprises non financières par produit	142
Impact du choc énergie sur le PIB de la France	143
Contributions du bouclier tarifaire et de la remise carburant à la baisse de l'IPC	149
IPC, IPC hors énergie et IPC énergie	150
Taux d'épargne des ménages et « épargne-Covid » accumulée	152
Cycles de productivité horaire et par salarié – branches marchandes	156
Stock d'apprentis et effet de la prime exceptionnelle	158

*Étude spéciales***Guerre en Ukraine et hausse des tensions internationales :
quel impact sur le PIB ?**

Indice de risque géopolitique	170
évolution de l'indice de risque géopolitique depuis le T4 2021	171
Impact d'une hausse observée de l'indice de risque géopolitique (en % du niveau avant choc)	176
Impact d'une hausse observée de l'indice de risque géopolitique en France (en % du niveau avant choc)	178
Impact d'une hausse de 1 écart-type de l'indice national de risque géopolitique sur le PIB dans 6 pays sélectionnés(en % du niveau avant choc)	180

Encadrés

L'Allemagne se convertit au bouclier budgétaire	36
Impact de la politique monétaire sur le chômage et l'inflation	42
L'Allemagne se convertit au bouclier budgétaire	66
Quid du risque politique transalpin ?	75
Le choc énergétique actuel, un impact sur l'économie française équivalent au premier choc pétrolier	137
L'impact d'un choc de taux d'intérêt dans les modèles macro-économétriques	145
L'apprentissage en France	157

Liste des abréviations de pays

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

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

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

Achévé de rédiger en France
Dépôt légal : janvier 2023
Directeur de la Publication : Xavier Ragot
Publié par les Éditions du Net SAS 93400 Saint-Ouen

Réalisation, composition : Najette Moumni