

# Revue de l'OFCE

180

2023/1

## PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2023-2024

Monde

**Sur l'onde des chocs**

France

**Le prix de l'inflation**

Études spéciales

**Comment expliquer l'évolution de l'emploi salarié depuis la crise Covid ?**

**L'évolution des salaires depuis la crise de la Covid-19 dans les principaux pays industrialisés**

## 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, 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 Moumami, *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](http://www.ofce.sciences-po.fr)

# Sommaire

## **PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2023-2024**

Sous la direction d'Éric Heyer et de Xavier Timbeau

<b>Présentation générale</b> . . . . .	<b>5</b>
Éric Heyer, Xavier Timbeau	

### PRÉVISION

<b>Sur l'onde des chocs</b> . . . . .	<b>11</b>
<i>Perspectives 2023-2024 pour l'économie mondiale et la zone euro</i>	
Département analyse et prévision	
<b>Le prix de l'inflation</b> . . . . .	<b>139</b>
<i>Perspectives 2023-2024 pour l'économie française</i>	
Département analyse et prévision	

### ÉTUDES SPÉCIALES

<b>Comment expliquer l'évolution de l'emploi salarié depuis la crise Covid ?</b> . . . . .	<b>179</b>
<i>Une analyse économétrique sur données macro-sectorielles</i>	
Éric Heyer	
<b>L'évolution des salaires depuis la crise de la Covid-19 dans les principaux pays industrialisés</b> . . . . .	<b>207</b>
Christophe Blot, Sabine Le Bayon et Benoît Williatte	
<b><i>Index tableaux, graphiques, encadrés</i></b> . . . . .	<b>241</b>
<b><i>Liste des abréviations de pays</i></b> . . . . .	<b>246</b>

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

## PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2023-2024

Éric Heyer et Xavier Timbeau

Sciences Po, OFCE

Ce numéro de la *Revue de l'OFCE* consacré aux prévisions économiques pour les années 2023 et 2024 est composé de plusieurs articles qui peuvent être lus indépendamment.

Le premier article, intitulé « **Sur l'onde des chocs** » présente le scénario de prévision pour l'économie mondiale et la zone euro.

Le fort rebond de l'activité économique en 2021 a pris fin au second semestre 2022. La crise énergétique et la hausse des prix des produits alimentaires ont poussé l'inflation vers des niveaux qui n'avaient pas été observés dans les pays industrialisés depuis les années 1980. Cette augmentation des prix a rogné le pouvoir d'achat des ménages, ce qui s'est traduit par une baisse de la demande si bien que de nombreux pays flirtent désormais avec la récession. Avec le repli récent des prix des produits énergétiques, l'inflation poursuivra sa décrue progressive, en partie freinée par le rythme de progression encore soutenu des prix des produits alimentaires. Les effets des contraintes d'approvisionnement et de l'incertitude géopolitique se dissiperont mais les hausses passées des prix continueront à affecter négativement l'activité en 2023 et dans une moindre mesure en 2024. Alors que les gouvernements tentent d'amortir la baisse de revenu ou de limiter les hausses de prix par l'adoption de boucliers, les banques centrales augmentent les taux d'intérêt, ce qui accentue le ralentissement de la demande. Sur l'ensemble de l'année 2023, le PIB mondial progresserait de 2,3 %, après 3,2 % en 2022 et 6 % en 2021. Le ralentissement serait bien plus marqué dans les pays industrialisés (1 % de croissance en 2023) que dans les pays émergents et en développement (3,4 % de croissance).

L'activité accélérerait à partir du troisième trimestre 2023 sans néanmoins retrouver le rythme qu'elle avait connu en 2021. La trajectoire de reprise post-Covid serait donc fortement altérée par la crise énergétique et le durcissement des conditions financières. La baisse de l'inflation serait progressive et les risques de boucle prix-salaire limités. À l'exception des États-Unis, les hausses de salaire nominal anticipées pour 2023-2024 ne compenseraient pas totalement l'inflation. Ainsi, en 2024, la croissance des pays industrialisés remonterait à 1,4 % pour une croissance mondiale anticipée à 2,6 %. L'inflation dépasserait encore 3 % en fin d'année 2024 dans la zone euro alors qu'elle s'établirait à 2,4 % aux États-Unis. Finalement, sur la période 2020- 2024, le niveau des prix serait assez proche des deux côtés de l'Atlantique. Ce ralentissement amènerait aussi les banques centrales à mettre un terme au resserrement monétaire d'autant que la hausse des taux d'intérêt a fait resurgir le risque financier à l'échelle de la planète. Quand bien même les quelques faillites bancaires des dernières semaines ne provoquent pas de crise bancaire globale, le risque demeure présent.

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 « **Le prix de l'inflation** ».

La reprise de l'activité post-Covid a été violemment freinée par de multiples événements, en premier lieu les conséquences de l'invasion de l'Ukraine par la Russie. La crise énergétique, le retour du spectre de l'inflation, les tensions internationales et les difficultés d'approvisionnement, la remontée brutale des taux... l'ensemble de ces chocs amputerait la croissance du PIB de 3 points sur trois ans malgré les mesures budgétaires déployées. Si le reflux des prix de l'énergie depuis le pic de l'été 2022 devrait permettre d'éviter officiellement une récession, l'économie française ne devrait cependant croître que de 0,8 % en 2023, marquée encore par la diffusion des chocs monétaire et énergétique. En 2024, sous l'hypothèse d'une relative stabilité des prix de l'énergie et sans crise financière majeure, la croissance du PIB serait de 1,2 %. La croissance de l'activité serait principalement impactée par la diffusion de la hausse des taux et une politique budgétaire plus restrictive. Tirée par les prix de l'alimentaire, l'inflation resterait élevée jusqu'à la fin de l'année 2023 oscillant entre 5,5 % et 6,5 %. Elle commencerait à se dégonfler seulement à partir de 2024 pour converger vers 3 % à la fin de l'année prochaine. Au total, l'inflation, mesurée par l'IPC, augmenterait en moyenne de 5,8 % en 2023 et de 3,8 % en 2024. Le

pouvoir d'achat par unité de consommation baisserait de 1,2 % sur la période 2022-2024. Il reviendrait en 2024 à un niveau proche de 2019 malgré les mesures fiscales déployées. Le taux d'épargne des ménages, encore près de 3 points au-dessus de son niveau de 2019 à la fin 2022, convergerait vers son niveau d'avant-crise à l'horizon de la prévision, soutenant ainsi la consommation. La « sur-épargne » accumulée depuis le début de la crise Covid représenterait 12,6 % du revenu annuel des ménages, hors taxe inflationniste sur le patrimoine, à la fin de l'année 2024. La résilience des entreprises, visible dans la bonne tenue du climat des affaires contraste avec les déficits extérieurs. Cependant, le moindre restockage et la stabilité attendue du taux d'investissement, couplés à un rattrapage partiel des parts de marché avec notamment l'amélioration de la situation dans l'aéronautique, permettrait au commerce extérieur de contribuer positivement à la croissance au cours des trimestres à venir. L'année 2023 devrait être l'année du retournement du marché du travail, le taux de chômage augmentant à partir du second semestre, avec la baisse de l'apprentissage et la hausse de la durée du travail. Nous attendons 100 000 pertes d'emplois entre la fin de l'année 2022 et 2024 et un taux de chômage à 7,9 % à la fin de l'année prochaine (contre 7,2 % actuellement). Cependant la productivité du travail ne retrouverait pas sa tendance d'avant-crise d'ici la fin 2024, révélant un cycle de productivité encore largement creusé. Le déficit public à 4,7 % du PIB en 2022, diminuerait légèrement, sous l'effet de l'extinction progressive des mesures sanitaires et énergétiques pour atteindre 4 % du PIB en 2024. Le ratio entre dette publique et PIB baisserait, passant de 111,6 % en 2022 à 107,8 % en 2024, ce dernier bénéficiant d'une croissance du PIB nominal vigoureuse avec la hausse marquée des prix du PIB. L'inflation élevée relève comptablement le niveau de déficit qui stabilise la dette en points de PIB, allégeant ainsi le poids de la dette.

Deux études spéciales complètent et enrichissent l'analyse conjoncturelle.

Dans la première, intitulée « **Comment expliquer l'évolution de l'emploi salarié depuis la crise Covid ? Une analyse économétrique sur données macro-sectorielles** », Éric Heyer analyse les bonnes performances du marché du travail en cours des trois dernières années.

En effet, depuis le déclenchement de la crise sanitaire, le dynamisme des créations d'emplois dans le secteur marchand non agricole en France ne cesse de nous surprendre trimestre après trimestre. Fin

2022, soit trois ans après le début de la crise Covid, l'activité dans ce même secteur, mesurée par sa valeur ajoutée, se situe 1,2 % au-dessus de son niveau pré-crise. Compte tenu du sentier de croissance de la productivité du travail observé avant la crise, évalué à 0,9 % l'an par Ducoudré et Heyer (2017), cette faible croissance de l'activité aurait dû conduire, toutes choses égales par ailleurs, à une baisse de 1,6 % de l'emploi salarié dans le secteur marchand fin 2022. Mais au lieu de baisser de plus de 270 000 postes, l'emploi salarié marchand non agricole a au contraire progressé de près de 800 000 (+4,6 %) au cours des trois dernières années selon les chiffres de la comptabilité nationale.

Dans cet article, trois pistes ont été avancées et testées pour expliquer cet écart de plus de 1 million d'emplois salariés marchands au cours de la période 2019-2022 :

- La première réside dans une durée du travail moyenne par salarié qui n'avait toujours pas retrouvé son niveau qui prévalait avant la crise, réduisant la productivité apparente des salariés ;
- Le fort recours à l'apprentissage observé depuis 2019 est une deuxième piste envisageable ;
- La troisième serait due aux nombreuses aides distribuées aux entreprises depuis la crise de la Covid-19 qui, en modifiant les incitations des entreprises à licencier et embaucher, a pu les inciter à faire de la rétention de main-d'œuvre. Ces aides ont non seulement pu enrichir la croissance en emplois des entreprises qui se portent bien mais aussi maintenir artificiellement certaines d'entre elles en activité alors même qu'elles auraient dû faire faillite, comme l'illustre le très faible nombre de défaillances d'entreprises au cours des trois dernières années.

Il ressort de ces estimations d'équations de demande de travail réalisées sur données macro-sectorielles que ces trois pistes expliqueraient près de 70 % de l'écart de créations d'emplois décrit précédemment.

Dans le détail, la moindre durée du travail des salariés en expliquerait 18 % (soit près de 200 000 emplois), 24 % seraient à mettre en lien avec la forte progression du nombre d'apprentis au cours de période d'analyse (soit plus de 250 000 emplois) et 26 %, soit près de 280 000 emplois, s'expliqueraient par les mesures « exceptionnelles » de soutien aux entreprises.

Notons par ailleurs que si ces trois pistes expliquent la quasi-intégralité de l'effet dans le secteur des services marchands, elles n'en expliquent que la moitié dans celui de la construction et à peine un tiers dans celui de l'industrie. Dans ce secteur, avant de conclure à une

baisse tendancielle des gains de productivité et en attendant les comptes nationaux définitifs, une explication alternative pourrait être avancée : l'anticipation d'une reprise illustrée par des carnets de commandes fournis pourrait inciter les employeurs à conserver leurs effectifs afin d'éviter les coûts liés à la recherche de nouveaux candidats une fois les problèmes d'approvisionnement réglés. Ce comportement peut se trouver exacerbé dans un contexte où une grande majorité des entreprises déclare rencontrer des pénuries de main-d'œuvre.

Dans la deuxième étude, intitulée « **L'évolution des salaires depuis la Covid dans les principaux pays industrialisés** », Christophe Blot, Sabine Le Bayon et Benoît Williatte recensent et décrivent les différentes sources statistiques mesurant les salaires dans les grands pays développés.

Ils rappellent que la reprise post-Covid s'accompagne d'une forte inflation en grande partie tirée par l'évolution des prix de l'énergie. Ce choc fait suite à la crise sanitaire qui a fortement perturbé le fonctionnement du marché du travail faisant apparaître des tensions. Comment les salaires ont-ils réagi dans ce contexte ? Cette étude décrit la dynamique des salaires dans les principaux pays industrialisés depuis fin 2019. Ils rappellent d'abord que les données de salaire sont issues de différentes sources et qu'elles peuvent être construites selon différentes approches, ce qui rend la compréhension de leur évolution plus délicate que celle des prix. Ainsi, sur la période récente, les données issues de la comptabilité nationale font apparaître des différences relativement aux salaires mesurés par les enquêtes à composition fixe, en partie liées aux effets de la structure de l'emploi qui a été impactée par l'activité partielle et les mesures de confinement. De même que l'évolution du salaire minimum peut faire apparaître des divergences importantes selon les modes de revalorisation et le niveau initial de ces salaires. Il ressort néanmoins que la progression des salaires a été plus forte aux États-Unis que dans la plupart des pays européens si bien que le pouvoir d'achat des salariés américains a dans l'ensemble mieux résisté, ce qui pourrait aussi refléter la situation sur le marché du travail avec des tensions globalement plus fortes outre-Atlantique. Il est néanmoins probable que les ajustements de salaire soient toujours en cours. Le regain de l'inflation s'est produit plus tôt outre-Atlantique, ce qui pourrait expliquer une augmentation plus rapide des salaires. Il est donc probable que les salaires continuent d'augmenter à un rythme plus élevé en 2023 que ce qui avait été observé entre 2010 et 2019.



# SUR L'ONDE DES CHOCS

## PERSPECTIVES 2023-2024 POUR L'ÉCONOMIE MONDIALE ET LA ZONE EURO

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

\* Ces textes synthétisent l'analyse de la conjoncture menée par le Département analyse et prévision de l'OFCE au printemps 2023. 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, Benoît Williatte et celui de l'équipe France animée par Mathieu Plane et composée de Elliot Aurissergues, Bruno Coquet, Ombeline Jullien de Pommerol, Pierre Madec et Raul Sampognaro. Cette prévision intègre les informations disponibles au 3 avril 2023.

Le fort rebond de l'activité économique en 2021 a pris fin au second semestre 2022. La crise énergétique et la hausse des prix des produits alimentaires ont poussé l'inflation vers des niveaux qui n'avaient pas été observés dans les pays industrialisés depuis les années 1980. Cette augmentation des prix a rogné le pouvoir d'achat des ménages, ce qui s'est traduit par une baisse de la demande si bien que de nombreux pays flirtent désormais avec la récession. Avec le repli récent des prix des produits énergétiques, l'inflation poursuivra sa décrue progressive, en partie freinée par le rythme de progression encore soutenu des prix des produits alimentaires. Mais les hausses passées des prix continueront à affecter négativement l'activité en 2023 et 2024. Alors que les gouvernements tentent d'amortir la baisse de revenu ou de limiter les hausses de prix par l'adoption de boucliers, les banques centrales augmentent les taux d'intérêt, ce qui accentue le ralentissement de la demande. Sur l'ensemble de l'année 2023, le PIB mondial progresserait de 2,3 %, après 3,2 % en 2022 et 6 % en 2021. La baisse de l'inflation serait progressive et les risques de boucle prix-salaire limités. L'inflation dépasserait encore 3 % en fin d'année 2024 dans la zone euro alors qu'elle s'établirait à 2,4 % aux États-Unis. Ce ralentissement amènerait aussi les banques centrales à mettre un terme au resserrement monétaire d'autant que la hausse des taux d'intérêt a fait resurgir le risque financier à l'échelle de la planète. Quand bien même les quelques faillites bancaires des dernières semaines ne provoquent pas de crise bancaire globale, le risque demeure présent.

Mots clés : prévision, perspectives économiques, monde..

## Perspectives 2023-2024 pour l'économie mondiale et la zone euro

### 1. Synthèse du scénario : Sur l'onde des chocs . . . . . 13

#### *Parties thématiques*

<b>2. Tour du monde de la situation conjoncturelle . . . . .</b>	<b>45</b>
États-Unis : pilotage à hauts risques . . . . .	45
L'Allemagne résiste . . . . .	55
Italie : la croissance résiste . . . . .	65
Espagne : croissance sous contraintes . . . . .	77
Royaume-Uni : l'accalmie . . . . .	89
Japon : un bouclier tarifaire pour soutenir la croissance . . . . .	99
Chine : la reprise aux pieds d'argile . . . . .	109
Émergents d'Asie et d'Amérique latine : toujours pas de sortie de crise en vue . . . . .	117

### 6. ANNEXE (tableaux)

A1. Principales hypothèses de taux de change . . . . .	128
A3. États-Unis . . . . .	129
A4. Zone euro . . . . .	130
A5. Allemagne . . . . .	131
A6. France . . . . .	132
A7. Italie . . . . .	133
A8. Espagne . . . . .	134
A9. Royaume-Uni . . . . .	135
A10. Amérique latine . . . . .	136
A11. Asie . . . . .	136
A12. Nouveaux États membres de l'Union . . . . .	136
A13. Chine : résumé des prévisions . . . . .	137
A13. Japon : croissance, résumé des prévisions . . . . .	137

## 1. Synthèse : Sur l'onde des chocs

---

Après le rebond observé en 2021, l'activité économique a nettement ralenti à partir du second semestre 2022. Bien que les contraintes sur les chaînes de production se soient atténuées en fin d'année, l'augmentation des prix de l'énergie et l'incertitude engendrée par le contexte géopolitique ont alimenté l'inflation et réduit les perspectives de croissance. Avec des niveaux d'inflation bien au-delà de leur cible, les banques centrales ont accentué le durcissement de la politique monétaire. Parallèlement, de nombreux gouvernements ont eu recours à des boucliers tarifaires afin d'amortir la baisse du pouvoir d'achat des ménages et de limiter la hausse de prix. Pour autant, le scénario d'une éventuelle pénurie de gaz ne s'est pas produit. Les prix de l'énergie ont même commencé à refluer après un pic en juin pour le pétrole et en août pour le gaz si bien que les perspectives économiques pour 2023 s'avèrent moins dégradées que ce qui pouvait être anticipé à l'automne dernier<sup>1</sup>. Le pic d'inflation serait donc passé et les prix ralentiraient progressivement en 2023 et 2024. La diffusion des chocs devrait néanmoins se poursuivre, voire s'amplifier par l'effet du resserrement monétaire. L'activité économique mondiale tournera par conséquent au ralenti : 2,3 % après 3,2 % en 2022. De nouvelles inquiétudes ont émergé après les difficultés affectant plusieurs banques faisant ressortir le spectre d'une nouvelle crise bancaire. Nous supposons toutefois que ces tensions seront passagères et n'affecteront que peu l'activité. En 2024, l'onde des chocs se dissipant très progressivement, la croissance mondiale remonterait à 2,6 %.

---

1. Voir « Du coup de chaud au coup de froid : Perspectives économiques pour l'économie mondiale », *OFCE Policy Brief*, n° 109 du 12 octobre 2022.

## Malgré les chocs, l'activité résiste

En 2021, la forte croissance de la demande mondiale qui a suivi les confinements de l'année 2020 s'est traduite par des tensions sur les chaînes d'approvisionnement et une remontée des prix de l'énergie. Il en a résulté une hausse de l'inflation d'abord visible aux États-Unis où le soutien massif au pouvoir d'achat des ménages pendant la crise sanitaire avait provoqué une forte demande de biens face à une offre contrainte. Ainsi, dès février 2022, l'inflation étasunienne dépassait 8 % en glissement annuel. Avec la mise en place de la stratégie chinoise du « zéro-Covid » au début de l'année 2022, les difficultés d'approvisionnement se sont accrues. Puis, l'invasion de l'Ukraine par la Russie a provoqué une flambée supplémentaire des prix de l'énergie. Si des hausses similaires du prix du pétrole avaient déjà été observées par le passé, celle du prix du gaz fut d'une intensité historique. Ces hausses ont nourri l'inflation qui a dépassé 10 % au Royaume-Uni en juillet et en octobre dans la zone euro. Bien que de moindre ampleur, l'inflation a également augmenté au Japon atteignant 4 % en fin d'année 2022.

Les pays émergents n'ont globalement pas été épargnés par la crise énergétique. Les pays d'Europe de l'Est ont été particulièrement exposés à la montée des prix alors que celle-ci a été plus modérée en Asie. En Chine, après un pic d'inflation à 2,8 % pendant l'été, l'inflation est revenue à 1 % seulement en février 2023, ce qui s'explique à la fois par une faible augmentation des prix de l'énergie – une partie des prix étant fixée par l'État – et par une inflation sous-jacente faible (0,6 % en février 2023). L'Inde et la Corée ont été plus touchées avec des pics d'inflation observés en 2022 à 7,4 et 6,3% respectivement. Au Brésil, l'inflation est montée à 12,1 % en avril avant de baisser ensuite.

Cette augmentation des prix a rogné le pouvoir d'achat des ménages qui a notamment baissé de 0,3 % dans la zone euro et de 6,1 % aux États-Unis, ce qui s'est traduit par un ralentissement de la consommation. Pour les entreprises, il en a résulté une hausse des coûts de production, pouvant être absorbée soit par une baisse des marges soit par une répercussion sur les prix à la consommation, se traduisant par une diffusion progressive de l'inflation. Dans ces conditions, les performances macroéconomiques se sont dégradées dans la plupart des pays. Dans la zone euro, la croissance du PIB en glissement annuel est passée de 5,5 % au premier trimestre 2022 à 1,8 % en fin d'année. Plusieurs pays – l'Allemagne, l'Italie, l'Estonie et la Lituanie –

ont subi une contraction de l'activité au quatrième trimestre. De fait la consommation des ménages a reculé dans de nombreux pays si bien que sur l'ensemble de la zone euro, sa contribution à la croissance a été négative au deuxième semestre 2022 (-0,5 point). Le ralentissement de l'activité est également net au Royaume-Uni et au Japon<sup>2</sup>. Inversement, les États-Unis ont connu un rebond après les mauvaises performances du premier semestre qui s'expliquaient à la fois par un impact négatif du commerce extérieur sur la croissance mais aussi par le fait que l'inflation, ayant touché plus tôt les ménages américains, a entraîné un ralentissement de la consommation dès le début de l'année 2022<sup>3</sup>.

Relativement à la situation pré-Covid, les États-Unis conservent un niveau d'activité supérieur à celui des autres pays, ce qui pourrait s'expliquer à la fois par une politique macroéconomique qui a fortement soutenu la demande et par une croissance potentielle plus élevée<sup>4</sup>. Au sein des principaux pays européens, la situation s'est établie plus rapidement en Italie et en France, notamment du fait de la forte croissance de 2021 (graphique 1). Alors que l'activité avait été relativement moins affectée par la crise sanitaire en Allemagne, le choc énergie pourrait laisser plus de traces étant donné le poids plus important de l'industrie. De fait, la contraction de l'activité au quatrième trimestre 2022 a ramené le PIB allemand au même niveau que celui observé en fin d'année 2019.

La croissance est également en baisse dans les pays émergents. Le maintien de la politique zéro-Covid en pleine phase de diffusion du variant Omicron a pesé sur les capacités de production chinoise puisque plusieurs régions ont dû être à nouveau confinées. Le PIB a progressé de 3 % sur l'ensemble de l'année après une croissance de plus de 9 % en 2021. Toutefois, les autres pays asiatiques parviennent à amortir le choc. Le ralentissement est en effet moins marqué en Inde avec une croissance qui passe 8,9 % à 6,7 %. Le Brésil ralentit également tandis que la Russie devrait être en récession en 2022.

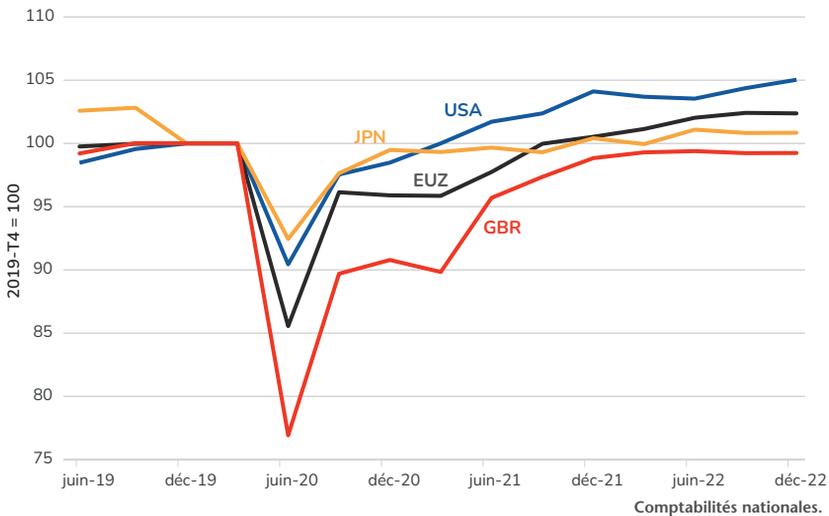
---

2. Parmi les autres pays industrialisés, l'activité s'est également contractée au quatrième trimestre en Corée et a stagné au Canada et en Suisse.

3. Bien que la contribution de la consommation des ménages à la croissance soit restée positive, elle a été fortement réduite par rapport à 2021 : 0,3 point en moyenne par trimestre contre 1,2 l'année précédente.

4. Selon AMECO, l'écart de croissance serait effectivement assez proche entre la zone euro et les États-Unis : +0,3 % et +0,5 % respectivement ce qui traduit donc des différences sur la croissance potentielle évaluée à 2 % pour les États-Unis et 1,2 % pour la zone euro. Le *Congressional Budget Office* évalue l'écart de croissance à -0,5 % en 2022 pour les États-Unis pour un niveau de croissance potentielle équivalent (1,9 %).

Graphique 1. Dynamique du PIB dans les principales économies



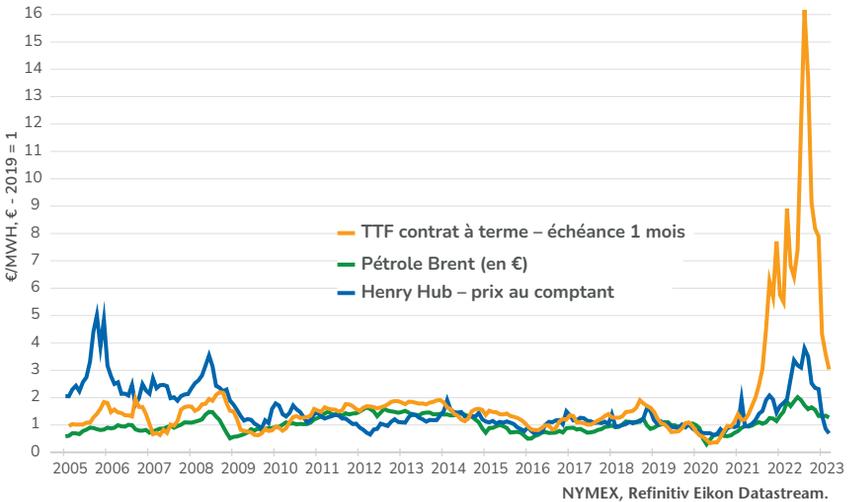
## Vers la fin de la crise énergétique ?

Après le pic de l'été 2022, les prix de l'énergie refluent. Les prix du pétrole ont poursuivi leur tendance baissière entamée à l'été 2022 et les prix du gaz chutent fortement. Entre août 2022 et mars 2023, le prix du gaz naturel sur le marché à terme TTF a baissé de 81 % mais reste nettement au-dessus de son niveau de 2019.

## Baisse de l'offre mais pas de flambée des prix en vue

Après une escalade jusqu'au pic de juin 2022 (122 dollars le baril en moyenne mensuelle), le cours du baril de Brent s'est retourné, retrouvant en mars 2023 ses niveaux de fin 2021, autour de 80 dollars le baril (graphique 1). Cette baisse s'explique par la conjonction de facteurs de demande et d'offre. Côté demande, les mauvaises perspectives économiques de la Chine et les signes d'un ralentissement économique mondial ont pesé sur les cours. Côté offre, la production russe a mieux résisté que prévu aux sanctions occidentales grâce à de nouveaux marchés (Chine, Inde, Amérique latine) tandis que la production nord-américaine de brut a largement progressé : entre janvier 2022 et janvier 2023, la production des États-Unis a augmenté de 1,4 Mbj et la production canadienne de 0,5 Mbj.

## Graphique 2. 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. Graphiquement, cela permet de comparer le prix du pétrole et du gaz pour une quantité d'énergie équivalente (malgré le fait que ces vecteurs d'énergie diffèrent). L'indicateur Henry Hub correspond au prix du gaz sur le marché américain. Le terme fait référence au centre de distribution localisé en Louisiane.

Alors que l'offre était excédentaire de plus d'un million de barils au quatrième trimestre 2023, nous supposons un rééquilibrage entre l'offre et la demande et un maintien de l'équilibre en 2024, ce qui nous conduit à anticiper que le cours du pétrole se stabilisera à 80 dollars le baril à l'horizon de notre prévision. Nous faisons en effet l'hypothèse d'une baisse de l'offre OPEP de 0,6 Mbj en 2023 puis d'une progression de 0,8 Mbj en 2024. L'offre non OPEP resterait en revanche dynamique avec une hausse de 1,2 Mbj en 2023 et de 0,8 Mbj en 2024. Deux fortes baisses de production ont été annoncées par les pays de l'OPEP+. La première annonce est intervenue le 5 octobre 2022, lorsque l'OPEP+ a décidé une baisse de production de 2 Mbj entre novembre 2022 et décembre 2023 – dont 1,2 Mbj pour l'OPEP – par rapport au niveau de production d'août 2022<sup>5</sup>. Cette baisse de production de 5 % pour chaque membre de l'OPEP n'a pas entraîné de tensions sur les cours, l'objectif global étant peu contraignant et déjà atteint en janvier 2023. Une deuxième annonce, inattendue, est intervenue le 2 avril 2023, avec une nouvelle baisse de production de 1,16 Mbj pour l'OPEP entre

5. 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.

mai et décembre 2023 dont 0,5 Mbj pour l'Arabie Saoudite – à laquelle il faut ajouter la baisse de production russe de 0,5 Mbj annoncée pour 2023.

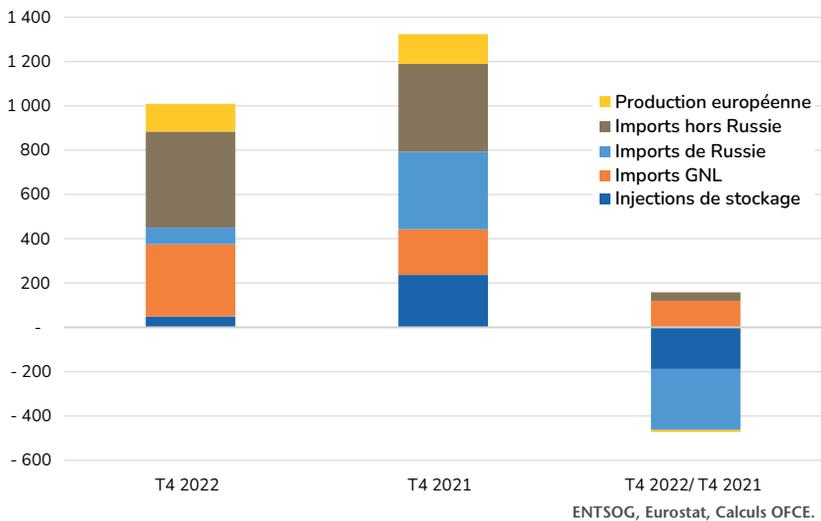
Même en intégrant les annonces d'avril, le marché resterait à l'équilibre en 2023. Nous faisons l'hypothèse d'une baisse de la production russe de 1,1 Mbj en 2023 puis une stabilité en 2024 en raison de la mise en œuvre des sanctions (5 décembre 2022 pour les importations de brut par voie maritime et 5 février 2023 pour les produits). Cette perte de production serait compensée par les hausses de production, surtout aux États-Unis, mais également en Norvège, au Kazakhstan, au Brésil et au Canada. Du côté de la demande, la consommation de pétrole progresserait de 1,1 % en 2023 et 2024, sous l'effet de la croissance mondiale (2,4 % en 2023 et 2,6 % en 2024) et en supposant une baisse de l'intensité pétrolière de retour sur sa tendance pré-Covid.

### **Gaz naturel : une division des prix par cinq depuis l'été 2022**

En Europe, les prix du gaz naturel sur le marché européen TTF sont passés de 236 euros/MWh en août 2022 à 44,3 euros/MWh en mars 2023, soit une division par cinq. La flambée observée à l'été 2022 était liée à la réduction, puis à l'arrêt des flux en provenance de Nord Stream et Yamal, deux des quatre principaux gazoducs reliant la Russie à l'Europe et au phénomène de restockage. Cependant, dès le troisième trimestre 2022, le prix du gaz a chuté rapidement malgré la poursuite du tarissement des flux en provenance des deux gazoducs restants (route de l'Ukraine et Turkstream) et grâce à un afflux de gaz naturel liquéfié (GNL) vers l'Europe ainsi qu'à la baisse de la demande de gaz industriel. Entre juin et décembre 2022, les flux en provenance du corridor « Est » ont été divisés par trois selon l'ENTSOG (European Network of Transmission System Operators for Gas).

La décomposition de la demande implicite de gaz naturel entre les quatrièmes trimestres de 2021 et 2022 montre que la demande de gaz a baissé en un an ; elle montre également un phénomène de substitution avec une baisse de la quantité de gaz importée de Russie et une baisse du stockage, partiellement compensée par une hausse des importations de GNL (graphique 3). Début 2023, la baisse des prix s'est poursuivie grâce aux conditions climatiques particulièrement douces et à l'absence de demande de GNL de la part de l'Asie, notamment de la Chine. Ainsi, la part du GNL dans l'approvisionnement européen en gaz naturel est passée de 19 % octobre 2021 à 37 % en mars 2023.

Graphique 3. Demande implicite de gaz naturel, T4-2021 et T4-2022



Pour 2023 et 2024, nous nous appuyons sur les prévisions de l'Oxford Institute for Energy Studies de janvier 2023<sup>6</sup> qui fait l'hypothèse d'un prix du gaz sur le marché TTF à 75 euros/MWh en 2023 et 70 euros/MWh en 2024. Ces prix reflètent un scénario sans nouvelle flambée avec une demande de gaz européenne modérée, une poursuite des livraisons *via* le gazoduc transitant par l'Ukraine et une reprise modeste de la demande asiatique de GNL.

### L'inflation a-t-elle atteint un pic ?

Les différents chocs inflationnistes survenus depuis 2021 ont remplacé les craintes d'une stagnation séculaire par un risque de stagflation. Entre le dernier trimestre 2019 et la fin de l'année 2022, les États-Unis, le Royaume-Uni et la zone euro ont vu leur prix à la consommation augmenter de respectivement 15,8 %, 16,8 % et 14,7 %. Cette hausse timide à partir de la mi-2020 s'est accélérée en 2021 aux États-Unis avant de ralentir légèrement à partir de la mi-2022. En Europe, la hausse a eu lieu dans le courant de l'année 2021 et s'est véritablement accélérée en 2022 pour s'atténuer plus récemment.

6. The Oxford Institute for Energy Studies, « Outlook for Gas Markets in 2023: Key signposts to look out for, Janvier 2023 », *Quarterly Gas Review*. Leur prévision est de 23 dollars/MMBTU en 2023 et 21,5 dollars/MMBTU en 2024. Nous appliquons le taux de change de 1 euro = 1,09 dollars en 2023 et 1 euro = 1,10 dollars en 2024 (voir le tableau des hypothèses en Annexe).

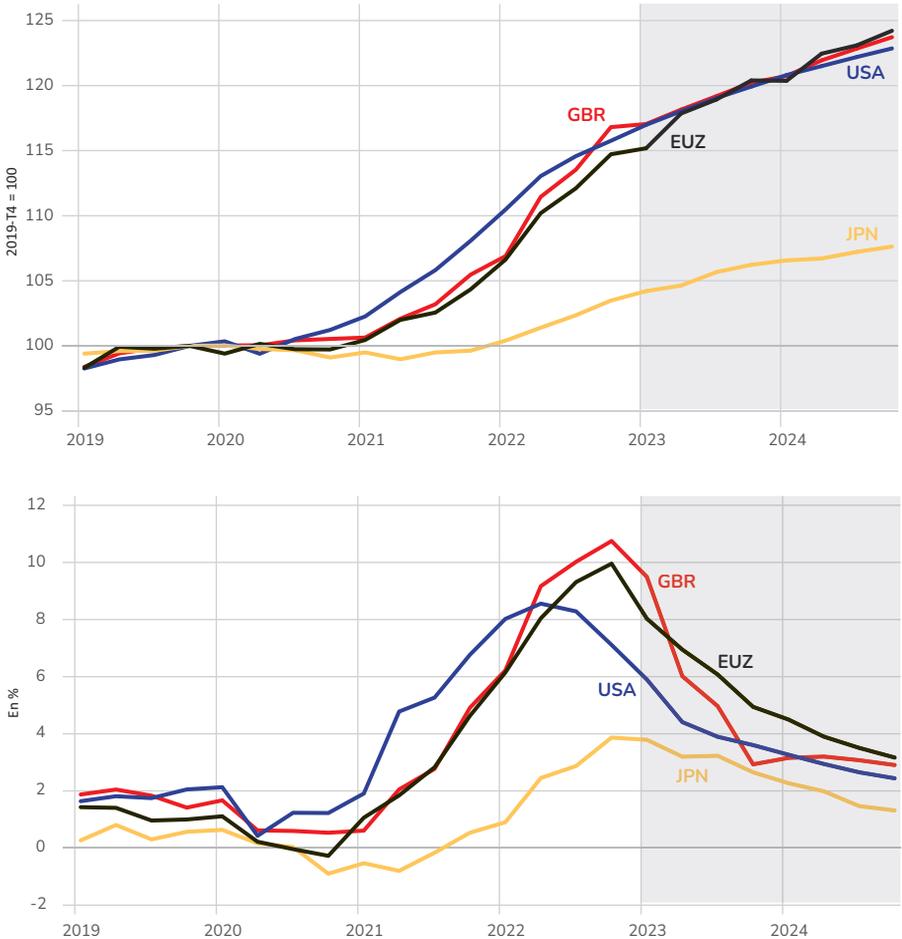
Les pics d'inflation semblent avoir été atteints et nous anticipons que le reflux de l'inflation devrait se poursuivre à l'horizon de notre prévision. Au premier trimestre 2023, c'est au Royaume-Uni qu'elle reste la plus élevée avec 9,5 %. En zone euro, elle atteint 8 % et 5,9 % aux États-Unis. À la fin 2024, elle devrait atteindre 3,2 % en ZE, 2,9 % au RU et 2,4 % aux États-Unis. La comparaison des niveaux de prix illustre à la fois une accélération plus précoce aux États-Unis et le rattrapage en cours de l'inflation de la zone euro vers la trajectoire américaine, ce qui conduirait *in fine* à des niveaux proches en fin d'année 2024 (graphique 4). Le niveau de l'indice des prix britannique a rejoint celui des États-Unis en fin d'année 2022 et les deux indices progresseraient parallèlement par la suite. Le Japon se distinguerait des autres pays. Malgré l'accélération récente des prix, avec une inflation atteignant un pic à 3,9 % fin 2022, le niveau en fin d'année 2024 serait nettement moindre que dans les autres pays industrialisés. Au sein de la zone euro, le niveau de l'indice des prix est plus élevé en Italie et en Allemagne et plus bas en Espagne et France en raison des mesures mises en œuvre dès 2022 pour limiter la hausse des prix (graphique 5). Cet écart s'atténuerait partiellement d'ici la fin de l'année 2024 puisqu'en glissement annuel, l'inflation s'élèverait à 3,1 % en Espagne et 2,8 % en Allemagne. L'Italie conserverait un niveau de prix plus élevé que ces principaux partenaires avec une inflation attendue encore à 3,7 % en fin d'année 2024.

L'évolution des prix depuis l'été 2022 reflète des mouvements très contrastés des grandes composantes de l'IPC. La mise en place rapide de boucliers tarifaires dans plusieurs pays s'est traduite par un meilleur contrôle des prix de l'énergie distribuée aux ménages en 2022. La chute des prix du gaz sur le marché de gros à l'automne 2022 a entraîné ensuite la baisse de leurs prix en fin d'année dans plusieurs pays.

Dans le même temps, les prix alimentaires s'envolent depuis l'hiver 2021-22 et ne montrent pas de fléchissement au début de cette année, sauf aux États-Unis (voir encadré 1). Depuis le début 2023, la composante alimentaire des indices de prix augmente de plus de 20 % par rapport à la fin de 2019. La hausse a été particulièrement soutenue dans la zone euro (24,4 % en mars et même 28 % en Allemagne sur la période). En expurgant l'indice de prix de ses composantes énergie et alimentation, l'inflation sous-jacente reste aussi très dynamique en raison des effets de diffusion des prix alimentaires et de l'énergie. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, elle se maintient autour de 6 % sur un an depuis le début 2022 avec un léger repli en fin d'année aux

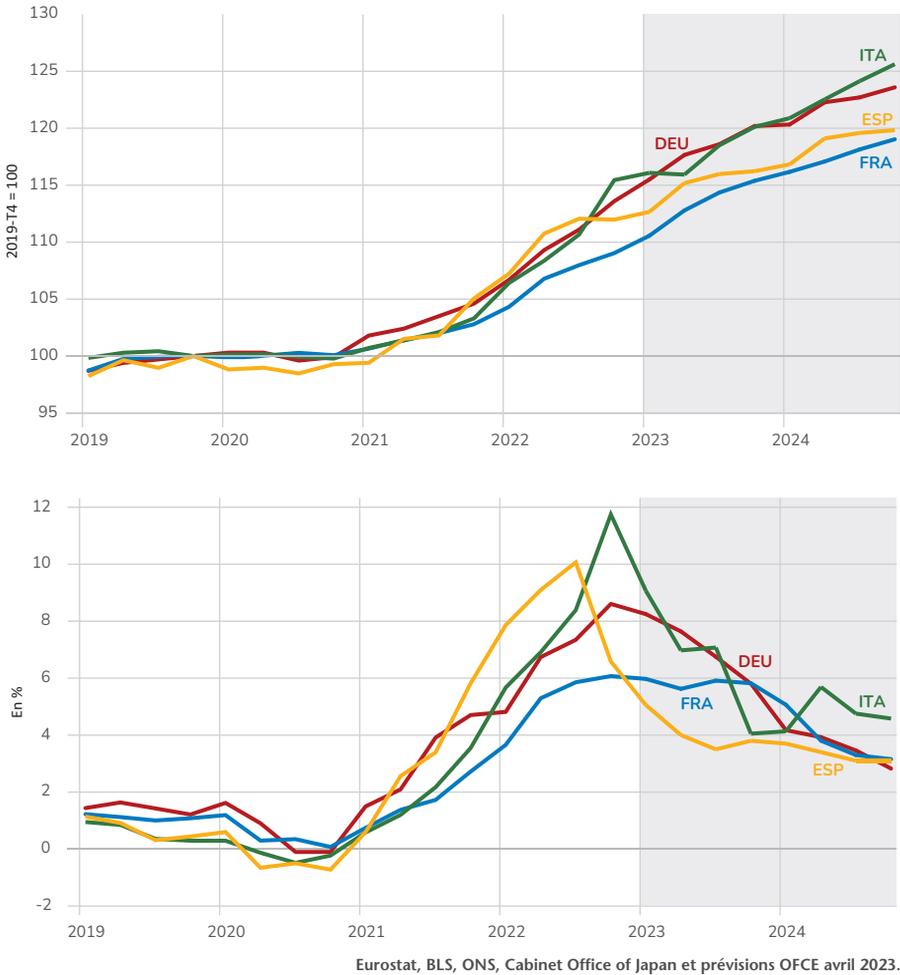
États-Unis. Dans la zone euro, elle poursuit sa trajectoire pour atteindre 5,5 % début 2023 sur an. Relativement à la fin 2019, la hausse des prix hors énergie et produits alimentaires a été moins forte dans la zone euro (8,5 % sur un an au premier trimestre 2023, contre plus de 12 % au Royaume-Uni et plus de 14 % aux États-Unis) mais affiche une nette accélération en ce début d'année.

Graphique 4. Évolution des prix en niveau et en glissement annuel



Eurostat, BLS, ONS, Cabinet Office of Japan et prévisions OFCE avril 2023.

Graphique 5. Évolution des prix dans la zone euro en niveau et en glissement annuel



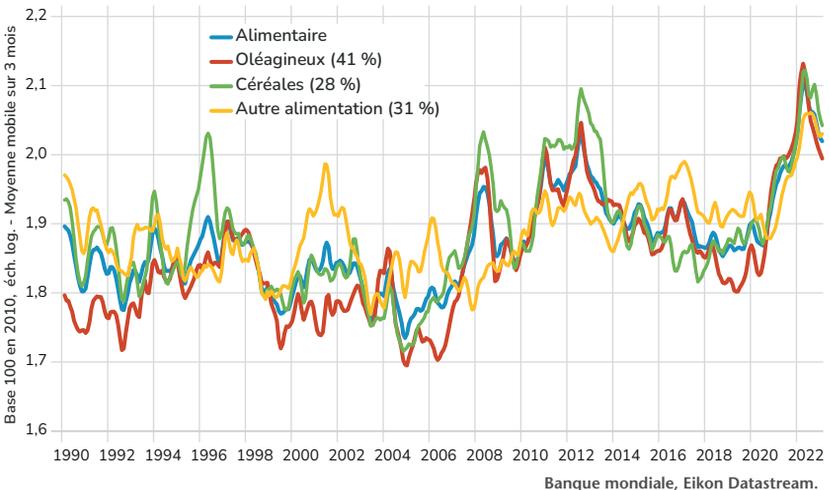
La stabilisation des prix de l'énergie en 2023 et 2024 contribuerait à réduire l'inflation d'ensemble. Cet effet favorable serait néanmoins en partie contrarié par la hausse de la composante alimentaire des indices de prix. L'inflation sous-jacente pourrait rester vive en 2023 et 2024, conduisant à des prix durablement élevés. En fin d'année 2023, l'inflation serait à peine inférieure à 5 % dans la zone euro et à 3,5 % au Royaume-Uni et aux États-Unis. Fin 2024, elle convergerait autour de 3 % dans chacune des zones. Au Japon, elle devrait revenir sur sa tendance de 1 %.

### Encadré 1. Prix alimentaires : les tensions persistent

Avec le repli des prix énergétiques (à l'exception du Royaume-Uni et de l'Italie), la composante alimentaire de l'indice des prix à la consommation (IPC) est celle qui contribue le plus à l'inflation dans la plupart des grands pays développés depuis la fin de l'année 2022.

En effet, les cours des matières premières alimentaires, même s'ils ont reflué depuis leur pic de mai 2022, restent à des niveaux élevés. L'augmentation des cours à partir de la mi-2020 avait été provoquée par les problèmes d'approvisionnement consécutifs à la crise de la Covid provoquant une hausse du coût du fret ainsi que des phénomènes de congestion dans les ports. Cette hausse s'est ensuite accentuée par le renchérissement de l'énergie. Comme intrant dans la production alimentaire, l'énergie affecte le prix des produits alimentaires, soit directement *via* le prix du carburant ou l'électricité, soit indirectement *via* le coût des engrais (très intensifs en énergie). Par ailleurs, des aléas climatiques (comme La Niña), ont pesé sur l'offre alimentaire. Enfin, l'arrêt des exportations ukrainiennes *via* la mer Noire à la suite du déclenchement de la guerre en Ukraine a fait grimper les prix des céréales et des oléagineux, produits dont l'Ukraine est un gros exportateur. L'indice du prix des matières premières alimentaires calculé par la Banque mondiale (qui comprend l'huile, le blé, le maïs, le riz, le sucre, la viande...), a ainsi atteint un pic historique, bien au-dessus des niveaux déjà élevés de 2008, 2010 et 2012 (graphique 6), avec une augmentation de 86 % en mai 2022 par rapport à mai 2020 en euros constants.

Graphique 6. Indices des cours des matières premières alimentaires, en euros constants



Depuis mai 2022, les cours des prix alimentaires ont reflué de 15 %. Ce mouvement est très net pour les oléagineux, moins marqué pour le blé et le maïs. Selon le [dernier rapport de la Banque mondiale sur les perspectives des marchés des matières premières d'octobre 2022](#), cette décreue s'explique par 3 facteurs principaux : des perspectives de croissance mondiales et donc de demande moins dynamiques que précédemment, une production plus élevée qu'anticipée, un approvisionnement en céréales et en engrais depuis les ports ukrainiens de la mer Noire qui est remonté grâce à l'accord de juillet 2022 signé par la Russie, l'Ukraine et la Turquie sous l'égide de l'ONU et déjà reconduit deux fois. Cette « Initiative céréalière de la mer Noire » a facilité les exportations de nourriture et d'engrais sur les marchés mondiaux pour assurer l'approvisionnement alimentaire d'un certain nombre de pays tout en limitant l'augmentation des prix alimentaires<sup>7</sup>. Cet accord qui expirait initialement en novembre 2022 a été reconduit deux fois depuis lors. Selon le [Rapport de l'UNCTAD du 9 mars 2023](#), 23 millions de tonnes de céréales ont été exportées grâce à cet accord entre juillet 2022 et le début du mois de mars 2023.

Le ralentissement récent de l'inflation alimentaire ne doit cependant pas occulter que le cours de la plupart des matières premières alimentaires reste toujours élevé en dollars. La hausse des prix a de plus été amplifiée en 2022 par la dépréciation de nombreuses monnaies face au dollar, notamment dans de nombreux pays émergents. Inversement, la composante alimentaire de l'inflation reste contenue en Chine où elle ne progressait que de 2,6 % en début d'année 2023. Étant donné le reflux limité du prix des produits alimentaires de base et notre hypothèse d'un maintien des cours mondiaux à leur niveau récent, nous inscrivons dans nos prévisions un ralentissement progressif de la croissance de la composante alimentaire de l'IPC à partir du second semestre 2023, mais l'inflation alimentaire demeurerait légèrement positive à l'horizon de fin 2024. Les prix alimentaires resteraient donc largement plus élevés qu'avant la période du Covid, pesant sur le budget des ménages.

---

## Politiques monétaires : durcissement généralisé

En réaction à l'augmentation de l'inflation, les banques centrales ont durci leur politique monétaire dès le premier trimestre 2022 pour la Réserve fédérale et la Banque d'Angleterre puis à partir de juillet pour la BCE. En quelques mois, les taux ont été significativement remontés afin de ramener l'inflation vers la cible de 2 %. Parmi les principales banques centrales, la Banque du Japon continue de faire exception en

---

7. En plus de cet accord, un protocole d'accord a été signé entre les Nations Unies et la Russie pour faciliter également les exportations de nourriture et d'engrais sur les marchés mondiaux.

maintenant la politique de contrôle de la courbe des taux<sup>8</sup>. L'arrivée d'un nouveau gouverneur – Kazuo Ueda – ne devrait pas remettre en cause cette politique ultra-accommodante à court terme. En dehors du Japon, de nombreux autres pays industrialisés ou émergents ont également durci leur politique monétaire (graphique 7).

Il en a résulté une hausse des taux longs. Le rendement des obligations américaines et britanniques à 10 ans a temporairement dépassé 4 % en octobre 2022 avant de baisser depuis, suggérant que le cycle de resserrement monétaire pourrait arriver à son terme<sup>9</sup>. Dans la zone euro, le rendement nominal n'a pour l'instant pas dépassé 3,4 %. Pour autant, les rendements restent inférieurs à ce qui était observé en moyenne au début des années 2000. De plus, cette hausse est à mettre en regard de celle de l'inflation et des anticipations d'inflation. Le calcul du taux réel sur la base des anticipations d'inflation à 10 ans indique qu'il s'établit désormais autour de 0,5 % en zone euro et qu'il fluctue entre 1 et 1,5 % aux États-Unis, après avoir été longuement négatif (graphique 8). Les taux obligataires privés ainsi que les taux bancaires ont suivi le mouvement sans pour autant traduire une augmentation significative des primes de risque qui sont bien inférieures à celles observées en 2008 ou au début des années 2000 dans la zone euro comme aux États-Unis. De même, le risque émergent reste modéré et les primes de risques souverains en zone euro demeurent contenues. Les écarts de taux avaient augmenté en 2020 au Brésil, en 2021 en Pologne et au Mexique. Ces augmentations reflètent en partie l'appréciation du dollar observée pendant la même période puisqu'en termes réels, le taux de change réel du dollar a augmenté de près de 20 % en 2021 et 2022<sup>10</sup>. Mais, sans tenir compte de la Russie, les écarts de taux se sont stabilisés ou ont même diminué récemment<sup>11</sup>. Enfin, les indices boursiers, notamment aux États-Unis et dans les pays émergents, ont

---

8. En pratique, la Banque du Japon vise à maintenir le taux court à -0,1 % et le taux à 10 ans autour de 0 %.

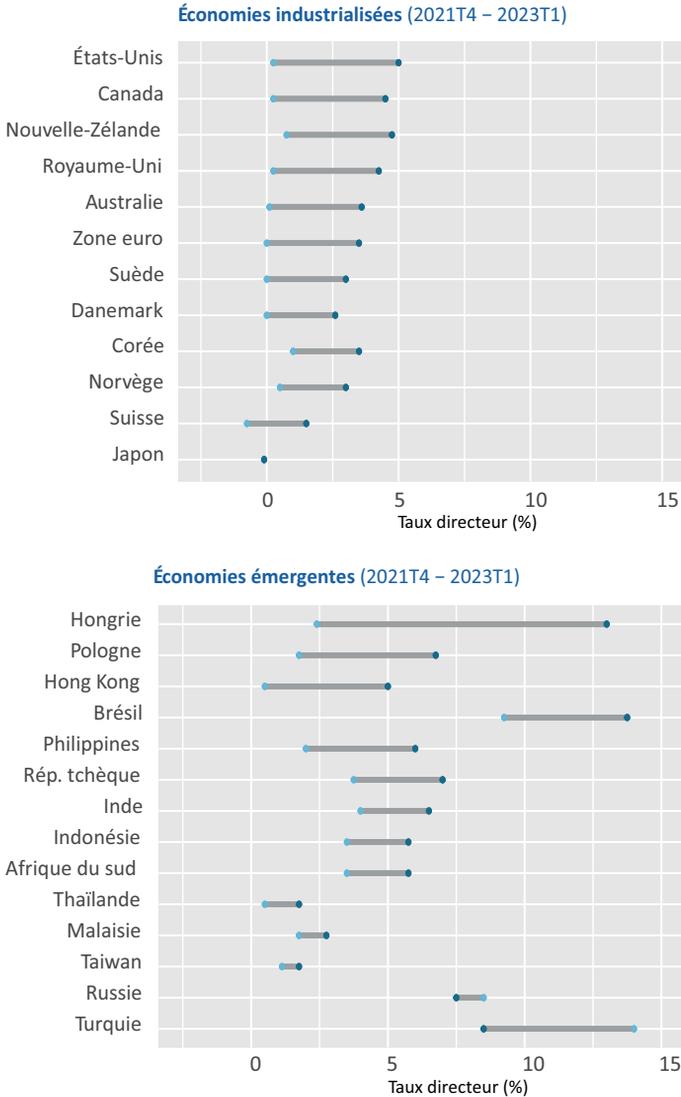
9. Étant donné le niveau des taux de court terme, la courbe des taux s'est inversée aux États-Unis depuis novembre 2022, ce qui pourrait suggérer une prochaine récession (Voir *Blot et Heyer, 2019*). Nous écartons cependant ce scénario même si un ralentissement de l'activité assez net est prévu pour le premier semestre 2023. Toutefois, étant donné l'acquis de croissance en fin d'année 2022, le taux de croissance en moyenne annuelle se maintiendrait à 1,4 %.

10. Le mouvement s'est renversé depuis la fin de l'année 2022. Relativement à l'euro, le dollar a baissé de 5,6 % depuis octobre 2022. Nous supposons qu'il se stabilisera à 1,1 dollar pour un euro en 2023 et 2024.

11. Dans la zone euro, les écarts vis-à-vis du rendement souverain allemand se sont légèrement tendus depuis la fin de l'année 2021. Néanmoins, pour l'Italie, cet écart reste inférieur à ceux observés au début de la crise sanitaire ou lors des élections du printemps 2018 qui avaient abouti à la formation d'un gouvernement de coalition entre la Ligue du Nord et le mouvement 5 étoiles.

enregistré une correction significative tandis que les indices européens et japonais ont mieux résisté<sup>12</sup>.

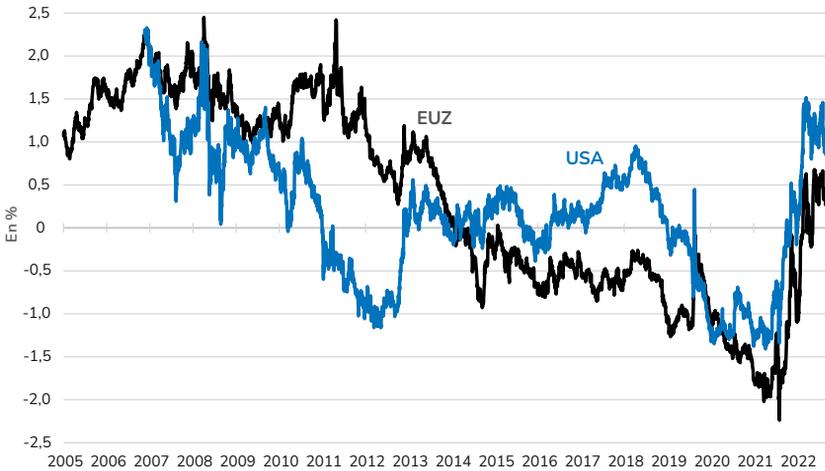
Graphique 7. Variation des taux des banques centrales depuis fin 2021



Eikon Datastream.

12. La chute est notamment marquée sur les valeurs des nouvelles technologies puisque l'indice NASDAQ a perdu plus de 36 % de sa valeur entre fin 2021 et fin 2022. Fin mars 2023, les cours étaient remontés de 17,5 % depuis le creux de décembre 2022.

Graphique 8. Évolution du rendement souverain réel



Eikon Datastream.

*Le taux réel est calculé comme la différence entre le rendement nominal d'un titre souverain à 10 ans et un indicateur d'anticipation d'inflation de marché sur la même maturité.*

Nous anticipons que ce cycle de resserrement monétaire prendra fin en 2023. Même si l'inflation ne devrait pas atteindre rapidement la cible de 2 %, le ralentissement des prix sera notable dès le premier semestre de l'année et la convergence vers la cible des banques centrales serait réalisée en début d'année 2025. Etant donné les délais de transmission de la politique monétaire – généralement estimés entre une et deux années – les banques centrales devraient juger que les dernières hausses programmées à court terme seront suffisantes.

Dans la zone euro, la BCE augmenterait encore à deux reprises les taux d'un quart de point portant celui des opérations principales de refinancement à 4 % puis le stabiliserait à ce niveau. La Réserve fédérale et la Banque d'Angleterre ayant entamé le resserrement plus tôt n'augmenteraient plus les taux qu'une seule fois d'un quart de point chacune et envisageraient même un assouplissement en début d'année 2024. Le fléchissement de la croissance britannique serait bien plus important qu'en zone euro au premier semestre 2023. Quant à la banque centrale américaine, elle se montrerait plus prudente que la BCE face aux risques d'instabilité financière. La hausse des taux obligataires américains a effectivement révélé les difficultés de plusieurs banques américaines dont la gestion du risque de taux s'est avérée déficiente. Même si le risque de contagion ne peut être totalement écarté, la situation des banques américaines et des banques européennes est

effectivement différente de celle de 2008 (voir encadré 2). Notre scénario pour 2023 et 2024 suppose l'absence de crise financière systémique qui amplifierait le ralentissement mondial prévu, ce dernier résultant d'abord de la crise énergétique et du resserrement monétaire en cours.

---

### Encadré 2. Y-a-t-il un risque de crise bancaire après les défaillances bancaires récentes ?

Les chutes de plusieurs banques américaines, notamment de la Silicon Valley Bank (SVB), puis celle de la banque européenne Crédit Suisse en mars 2023 font resurgir les craintes d'une nouvelle crise bancaire mondiale. Au-delà des facteurs spécifiques qui sont à l'origine de ces difficultés, se pose la question de la solidité du système bancaire et du risque de contagion.

Rappelons d'abord que les difficultés bancaires aux États-Unis et la chute de Crédit Suisse, bien que simultanées, ne reflètent pas les mêmes faiblesses. La banque SVB était particulièrement vulnérable à la remontée des taux et principalement financée par des dépôts – en partie non-garantis – volatiles<sup>13</sup>. En revanche, le Crédit Suisse était depuis plusieurs années responsable d'une mauvaise gestion et plusieurs affaires judiciaires qui se reflétaient dans le niveau déclinant de sa valeur en bourse<sup>14</sup>. C'est donc surtout la temporalité de ces deux défaillances qui a ravivé le souvenir de la crise de 2008, puisque la crise était partie des États-Unis avant de se diffuser ensuite au système financier mondial.

Les données disponibles au niveau agrégé invitent cependant à considérer comme peu probable un scénario de crise bancaire généralisée qui partirait des banques régionales américaines pour toucher les principaux établissements bancaires européens. En effet, il semble que l'exposition des principales banques européennes au système financier américain – mesurée par la part des créances américaines sur le total des actifs – soit moins forte qu'elle ne le fut en 2008 (graphique 9). Les banques européennes sont proportionnellement moins exposées aux créanciers privés américains et détiennent davantage d'obligations souveraines, a priori moins risquées.

Plus généralement, les banques européennes affichent des ratios prudentiels supérieurs aux minima requis, témoignant d'une certaine capacité à absorber des pertes ou faire face à des besoins en liquidités. Les critères dits de Bâle 3, mis en place après la crise de 2008 et largement transposés par les régulateurs européens ont en effet renforcé les exigences réglementaires et posé un cadre permettant d'identifier les banques dites systémiques,

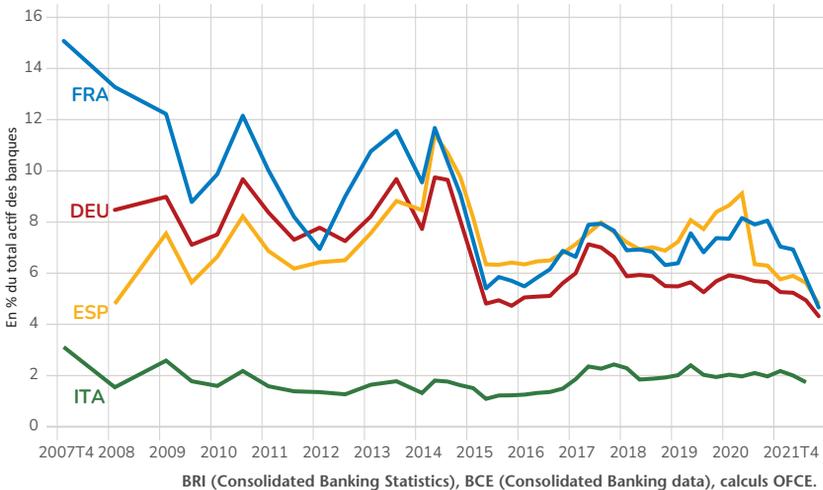
---

13. Pour plus de détails sur la faillite de SVB voir : « La faillite de la Silicon Valley Bank dans une perspective historique », *OFCE Le blog* du 6 avril 2023.

14. Voir : Credit Suisse, la banque qui paie le prix de ses 1 001 scandales, [france24.com](https://france24.com)

*i.e.* celles dont la chute entraînerait une déstabilisation du système financier dans son ensemble. Au niveau de la zone euro, le ratio de capitaux fonds propres de base était de 16,3 % en moyenne au troisième trimestre 2022 (8,1 % en 2007), contre 13,7 % exigés par les superviseurs pour 2023. Les *Liquidity Coverage Ratios* (LCR), qui mesurent la capacité des banques à faire face aux besoins de liquidité à court-terme, étaient autour de 160 % en moyenne, contre un ratio minimum exigé de 100 %<sup>15</sup>. Les banques européennes sont donc en conformité avec les réglementations prudentielles qui leur sont appliquées.

Graphique 9. Exposition des banques de la zone euro aux créances américaines



Néanmoins, il est indéniable que le cycle actuel de resserrement monétaire exerce de réelles pressions sur les marchés et les bilans des institutions financières. Il est probable que les corrections de prix d'actifs (obligations, immobilier) et la compression des marges bancaires maintiennent les banques européennes sous tension dans un futur proche. Notons enfin que le renforcement de la réglementation ne concerne pas l'ensemble des institutions non-bancaires. Cette catégorie, qui représente une part importante du système financier, inclut des institutions qui sont également surveillées de près (fonds de pension et d'investissement, assureurs), mais aussi des acteurs soumis à un contrôle moins strict de la part des superviseurs européens.

15. BCE (2007), *EU Banking Sector Stability*, novembre.

Le durcissement des conditions monétaires et financières est néanmoins indiscutable et se traduira par un tassement de l'activité de crédit et donc un ralentissement de la demande domestique : consommation et investissement. Les ménages et les entreprises endettés à taux variable seront également touchés et verront leur charge d'intérêt augmenter rapidement. Sur la base du scénario de taux courts et en tenant de compte du niveau des anticipations d'inflation, nous évaluons que la politique monétaire contribuerait négativement à la croissance en 2023 : -0,6 point aux États-Unis et -0,4 point dans la zone euro. L'impact serait plus important en 2024 : -0,8 point aux États-Unis et -0,6 point dans la zone euro<sup>16</sup>. Une telle réduction de l'activité pousserait de nombreux pays à flirter avec la récession, notamment en début d'année 2023.

---

### Encadré 3. Quel est l'impact du resserrement monétaire sur la croissance ?

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. Pour évaluer l'impact du choc de politique monétaire, nous nous appuyons sur les travaux de modélisation de la Réserve fédérale des États-Unis (modèle FRB-US) ainsi que sur Heyer et Timbeau (2006) pour la France.

L'impact du choc en 2022 et 2023 dépend donc de l'ampleur du choc de taux et de la réponse du PIB telle que simulée dans ces modèles. En moyenne annuelle, une augmentation d'un point du taux de politique monétaire aux États-Unis réduit l'écart de production de 0,2 point la première année, de 0,5 point la deuxième et de 0,4 point la troisième. La réponse de l'inflation est par contre très faible. L'impact sur l'économie française telle que simulée par Heyer et Timbeau (2006) dans le cas d'un resserrement monétaire global est proche : -0,15 point la première année, -0,4 la deuxième et -0,6 la troisième.

Partant de cette évaluation, on peut donc évaluer l'effet du resserrement de politique monétaire sur l'activité économique. Toutefois, ces modèles considèrent l'effet d'un choc de taux d'intérêt en raisonnant toutes choses égales par ailleurs. Dit autrement, ils ne tiennent compte que de l'effet de la politique monétaire indépendamment des autres chocs qui ont pu affecter l'économie. La situation présente se caractérise par de multiples chocs et en

---

16. Pour plus de détails, voir Encadré 2 dans « Du coup de chaud, au coup de froid : Perspectives 2022-2023 pour l'économie mondiale et la zone euro », *Revue de l'OFCE*, n° 178.

particulier par une augmentation de l'inflation. 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 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 calibration du choc n'est pas uniquement basée sur notre scénario de politique monétaire mais tient compte d'une hypothèse sur les anticipations d'inflation à long terme. Ces anticipations des agents ne sont pas observables et sont 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 2,4 points en 2023 aux États-Unis et de 2 points dans la zone euro. Pour 2024, le choc serait respectivement de 0,7 et 0,3 point.

---

## Les gouvernements sortent les boucliers

Au moment de la crise de la Covid, les politiques budgétaires avaient été fortement mobilisées afin de pallier une crise d'une ampleur historique. Selon les données du FMI, la dette publique a progressé de 14 points de PIB entre 2019 et 2021 dans les économies avancées et le solde structurel s'est dégradé de 3 points de PIB potentiel.

Avec la normalisation de la situation sur le front sanitaire, la dissipation des mesures d'urgence devait rétablir – progressivement – les indicateurs de finances publiques. Ainsi, selon les calculs de la Commission européenne, les mesures pour pallier la crise sanitaire qui représentaient 3,3 points de PIB dans l'ensemble de la zone euro en 2021 devaient baisser pour atteindre 0,9 point de PIB en 2022 et s'effacer totalement en 2023. Aux États-Unis, les mesures de soutien à l'activité pendant la crise sanitaire ont été massives et ont totalisé près de 12 points de PIB avec les mesures Trump d'avril 2020 et Biden de mars 2021. En 2022 et 2023, leur retrait progressif se traduirait par une impulsion budgétaire négative de -8,4 points et de -1,1 point de PIB respectivement.

L'invasion de l'Ukraine, la crise énergétique et les tensions inflationnistes ont altéré ce scénario d'une normalisation rapide de la politique budgétaire en Europe. Ainsi, la politique budgétaire est passée du « quoi qu'il en coûte » à la gestion de la crise énergétique, ce qui a nécessité de mobiliser d'importantes ressources. En 2022, les ressources budgétaires totales engagées atteignent 2,9 % du PIB en Allemagne et en Italie, 1,7 % en France et 1,6 % au Royaume-Uni. Il faut noter que l'Espagne a moins fortement recouru à l'outil budgétaire du fait de l'exception ibérique concernant le marché de l'électricité, ce qui a permis de limiter par d'autres canaux les effets de la crise énergétique sur les acteurs privés espagnols. Paradoxalement, le gouvernement américain qui avait fortement soutenu le revenu des ménages pendant la crise sanitaire n'a pas déployé de mesures leur permettant de faire face à l'augmentation de la facture énergétique<sup>17</sup>. L'inflation des prix de l'énergie a été d'une ampleur bien moins importante outre-Atlantique puisque le prix du gaz américain n'a pas connu les sommets atteints par celui du gaz européen.

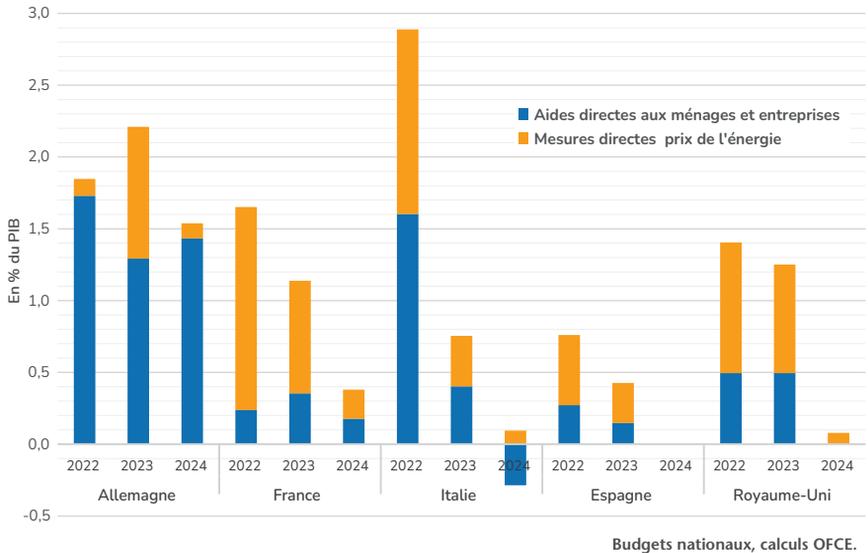
Les mesures de lutte contre la crise énergétique diffèrent non seulement entre les pays mais sont mises en œuvre avec des temporalités différentes. Dès 2023, les mesures s'amenuisent en France, en Espagne, en Italie et au Royaume-Uni. En raison de l'instauration d'un bouclier tarifaire sur le gaz et l'électricité, dont le montant devrait excéder 30 milliards d'euros en 2023, l'Allemagne fait figure d'exception et voit les mesures de soutien augmenter de 0,4 point pour atteindre 2,2 % du PIB en 2023 (graphique 10). Le « mix » des mesures varie entre les pays. L'Allemagne et l'Italie ont privilégié une stratégie visant le soutien direct aux agents privés – comme les chèques « énergie », les aides à la mobilité, ou les prestations sociales exceptionnelles – par rapport à la stratégie visant à diminuer directement les prix énergétiques suivie par l'Espagne, le Royaume-Uni et surtout par la France. Cette disparité d'outils explique en grande partie l'écart d'inflation observé entre la France et le reste de l'union monétaire. La limitation directe des prix énergétiques – *via* le bouclier tarifaire en France, en Italie ou plus tardivement au Royaume-Uni ou l'exception ibérique en Espagne – permet

---

17. Malgré son nom, l'*Inflation Reduction Act* (IRA) ne prévoit pas de dispositions de même nature que celles prises dans les pays européens. Il s'agit plus d'une politique industrielle visant à inciter la localisation de l'activité sur le sol américain que d'une politique de lutte contre l'inflation. Le plan devrait permettre un verdissement de l'économie puisque l'État fédéral accroît des crédits d'impôts en contrepartie de mesures visant à faire des économies d'énergie. Bien que les dépenses annoncées sont relativement importantes – 437 milliards (soit 18 % du PIB) – il est prévu qu'elles soient étalées sur 10 ans et surtout qu'elles soient financées par des impôts supplémentaires si bien que dans l'ensemble cela se traduirait par une réduction du déficit budgétaire.

de limiter les mécanismes d'indexation des salaires et des prestations, ce qui devrait limiter à terme l'impact permanent de la crise énergétique sur le niveau des prix. Toutefois, on peut reprocher à ces mesures d'être insuffisamment ciblées et de conduire à la perte du « signal prix » : le plafonnement des prix limite les modifications des comportements de consommation qui permettraient d'atteindre les objectifs de réduction de la consommation énergétique de façon efficiente.

Graphique 10. Mesures budgétaires pour limiter l'impact de la hausse des prix de l'énergie



Ainsi, en cumulant la disparition des mesures liées à la crise sanitaire et le maintien de mesures pour pallier la hausse des prix de l'énergie, l'impulsion budgétaire serait négative en France (-1,6 point de PIB), en Italie (-0,7 point de PIB) et en Espagne (-0,5 point de PIB) dès 2023. *A contrario*, l'Allemagne maintient une impulsion budgétaire positive (0,3 point de PIB). Enfin, la politique budgétaire serait plutôt restrictive au Royaume-Uni et aux États-Unis et neutre au Japon. Pour l'année 2024, nous prévoyons – compte tenu de nos prévisions de prix énergétiques et de la normalisation progressive de l'inflation – l'arrêt des mesures budgétaires liées à la crise énergétique. Dans ce contexte, l'impulsion budgétaire serait négative les plus grands pays de la zone euro (-0,8 point en Allemagne, -0,8 point en Italie, -0,3 point en France et -0,2 point en Espagne) et au Royaume-Uni. Moins affectés directement par la crise énergétique, les États-Unis et le Japon maintiendraient

malgré tout un soutien budgétaire. Après une succession de chocs (Covid, guerre en Ukraine, crise énergétique, inflation record), la politique budgétaire devrait se normaliser à l'horizon de notre prévision.

D'ici 2024 la question de l'impact de ces crises successives sur les finances publiques devrait se poser ainsi que son corollaire, l'opportunité d'un ajustement. Force est de constater que les dettes publiques se sont accrues par strate depuis 2007, reflétant les conséquences de la crise des *subprime* en 2008-2009, d'une période de faible croissance après 2009 puis à cause de la crise de la Covid en 2020 (graphique 11). De fait, lors de ces crises, les finances publiques ont été systématiquement mobilisées pour stabiliser l'activité économique, sauver les systèmes financiers et amortir les pertes de revenu primaire des agents<sup>18</sup>. Dans chaque cas, cela s'est traduit par une hausse supplémentaire de la dette publique non corrigée par la suite à l'exception de l'Allemagne qui a réussi à réduire sa dette de 14 points entre 2009 et 2019.

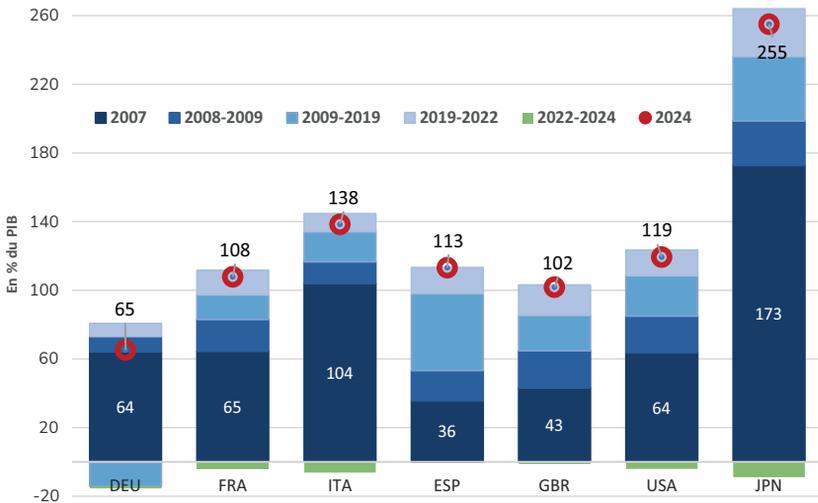
Ce rôle d'amortisseur des chocs est de nouveau crucial pour faire face à la crise énergétique. Pour autant, la situation actuelle se distingue des précédentes crises en matière de dette publique. En effet, nous prévoyons pour les principaux pays une stabilisation ou une baisse de la dette publique entre 2022 et 2024 malgré le ralentissement de l'activité et les mesures budgétaires prises par les gouvernements. Cette crise se distingue des précédentes en raison de l'inflation, qui n'avait pas été anticipée et qui impacte la trajectoire des dettes par différents canaux. D'une part, la hausse des prix modifie les recettes et les dépenses publiques différemment selon l'indice de prix sur lequel elles sont respectivement indexées. D'autre part, le ratio de dette publique varie avec en fonction de la croissance nominale et donc de l'évolution du déflateur du PIB. Cet effet favorable sur la trajectoire de dette dépend aussi de la dynamique du taux d'intérêt apparent sur la dette. Or, à court terme, l'augmentation de l'inflation n'est pas répercutée sur le taux apparent, ce qui explique donc la stabilisation, voire la baisse des ratios de dette publique sur PIB entre 2022 et 2024. Dit autrement, le niveau de déficit budgétaire qui permet de stabiliser la dette est plus bas. Mais à terme, une hausse durable des taux d'intérêt pour compenser l'inflation pourrait venir accroître la charge d'intérêt compensant ainsi l'effet-prix. Se posera alors une la question

---

18. Voir par exemple « Europe / États-Unis : comment les politiques budgétaires ont-elles soutenu les revenus ? », *OFCE Le blog* du 26 octobre 2020.

des besoins de ressources publiques permettant d'assurer les objectifs climatiques. La politique budgétaire connaîtra, probablement, des bouleversements majeurs dans le futur. L'issue des débats en cours sur la gouvernance budgétaire en zone euro pourra être largement déterminante sur la trajectoire des années à venir.

Graphique 11. Évolution des dettes publiques brutes depuis 2007



Comptes nationaux, FMI et prévision OFCE avril 2023.  
Pour les pays européens il s'agit de la dette au sens de Maastricht.

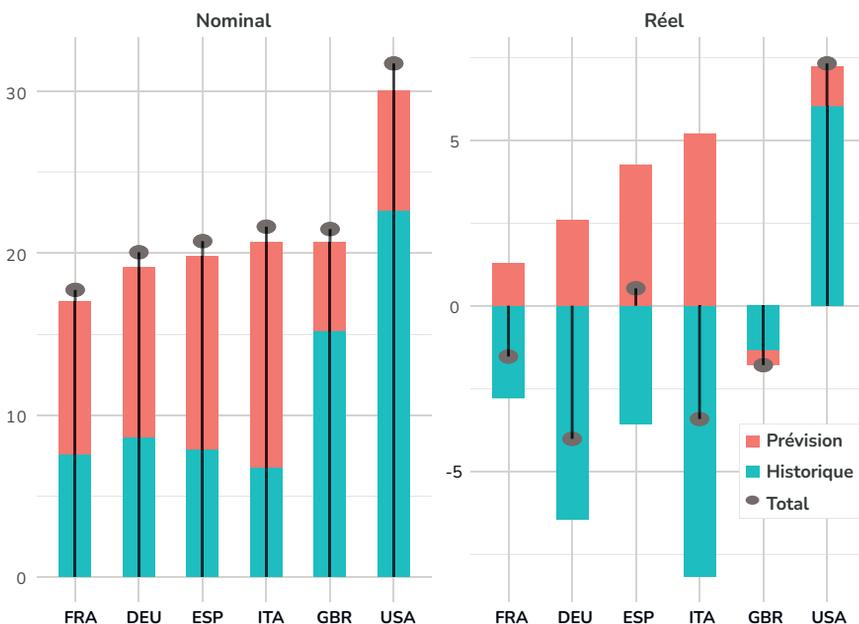
## Les salaires vont-ils s'ajuster aux prix ?

Les mesures prises par les gouvernements ont permis d'absorber au moins partiellement le coût de la crise énergétique, soit par le biais des transferts, soit par les mesures de blocage temporaire des prix. Le coût supporté *in fine* par les ménages et les entreprises dépend également de l'ajustement des salaires. Si les salaires étaient parfaitement indexés sur les prix, les ménages pourraient donc intégralement récupérer des pertes de pouvoir d'achat provoquées par la hausse des prix. Puisqu'il s'agit d'un choc importé pour les pays non producteurs d'énergie, les entreprises seraient sans doute contraintes de rogner sur leurs marges en cas d'indexation unitaire des salaires. La crise énergétique continuera à se propager en 2023 et 2024 et les ajustements de salaire n'étant pas immédiats, on ne peut à ce stade que dresser un bilan temporaire du coût de la crise supporté par les ménages.

À ce stade, la période 2019-2022 s'est caractérisée par une progression des salaires nominaux plus importante des deux côtés de l'Atlantique par rapport à la décennie 2010. La hausse est cependant beaucoup plus forte aux États-Unis et dans une moindre mesure au Royaume-Uni que dans les pays de la zone euro. Toutefois, seuls les travailleurs américains ont bénéficié d'une hausse des salaires réels, avec une progression de l'ordre de 6 % (graphique 12). Les salariés européens, quant à eux, ont subi une baisse de leur pouvoir d'achat. Cette divergence en termes de salaire réel s'explique notamment par la différence de performance en matière de productivité entre les deux zones, les États-Unis ayant connu une hausse de la productivité apparente du travail de 5 % sur la période tandis que la productivité stagnait ou diminuait dans plusieurs pays de la zone euro.

Au sein des pays de la zone euro, les salaires nominaux ont progressé de manière assez similaire, les quatre grands pays ayant tous connu une hausse comprise entre 7 et 8 %. Là aussi, les disparités sont beaucoup plus importantes pour le salaire réel, les baisses de pouvoir

Graphique 12. Évolution des salaires nominaux et réels depuis 2019T4



Comptabilités nationales, calculs et prévision OFCE avril 2023.

Historique : Évolution en % du T4 2019 au T4 2022 | Prévision : Évolution en % du T4 2022 au T4 2024.

Pays européens hors Royaume-Uni : salaire par tête | États-Unis et Royaume-Uni : Salaire horaire.

d'achat étant plus mesurées en France et en Espagne qu'en Allemagne ou en Italie. Il convient toutefois de noter que les données pour l'Italie peuvent être légèrement biaisées par des effets de composition résultant du transfert de nombreux entrepreneurs indépendants vers les effectifs salariés.

Entre 2022 et 2024, les États-Unis devraient connaître un ralentissement de la progression des salaires nominaux (5,3 % en 2023 et 3,5 % en 2024) en lien avec la baisse de l'inflation (4,1 % en 2023 et 2,8 % en 2024) si bien que l'évolution du salaire réel serait en ligne avec celle de la productivité. En Europe, la progression des salaires nominaux devrait se poursuivre, effaçant une partie des pertes de pouvoir d'achat subies entre 2019 et 2022. Cette progression serait assez homogène au sein des pays de la zone euro tandis que la croissance des salaires nominaux ralentirait fortement au Royaume-Uni pour converger avec celle de ses partenaires commerciaux sur le continent. Par conséquent, sur la période, les salaires nominaux en Europe ne seraient pas totalement indexés sur l'évolution des prix suggérant que les ménages auront bien supporté une partie du coût de la crise énergétique. Il n'y aurait cependant pas de convergence des salaires réels, avec une persistance des écarts observés fin 2022 entre les pays de la zone euro. Fin 2024, le pouvoir d'achat des salariés allemands ou italiens serait toujours nettement inférieur à celui de la fin 2019 tandis que celui des salariés espagnols serait revenu à son niveau de 2019. Ces écarts de salaires réels pourraient aussi refléter des différences de compétitivité, ce qui pourrait à moyen terme affecter le commerce extérieur.

## **Marché du travail : ajustement à venir ?**

La crise de la Covid a fortement impacté le marché du travail sans pour autant que cela ne se traduise par une augmentation du taux de chômage. En effet, les dispositifs d'activité partielle ont permis de maintenir les individus en emploi tout en reportant le coût du travail sur les finances publiques. Aux États-Unis, la réduction de l'activité économique s'est bien traduite par une forte augmentation du taux de chômage qui est passé de 3,6 % fin 2019 à 13 % au deuxième trimestre 2021. Toutefois, la mise en place d'une allocation chômage fédérale a également permis d'amortir la perte de revenu des ménages. Par ailleurs, une part importante des licenciements ont été temporaires, la reprise de l'activité ayant permis de réintégrer les salariés. La dynamique de reprise post-Covid a cependant impacté durablement le

fonctionnement du marché du travail puisque dans plusieurs pays le niveau d'emploi, corrigé de la productivité, a progressé plus rapidement que l'activité.

Sur la base des tendances de productivité estimées sur la période pré-Covid, nous pouvons effectivement simuler le volume d'emploi qui aurait dû être observé en fin d'année 2022 sous l'hypothèse que la crise n'ait pas affecté ces rythmes tendanciels de productivité. Ainsi, les heures travaillées totales auraient dû baisser de 2,6 % en Allemagne entre fin 2019 et fin 2022. La réalité s'est avérée plus favorable avec un recul du volume de travail de seulement 1 %, largement tiré par la baisse de la durée du travail puisque le niveau d'emploi a progressé de 1,4 % (graphique 13). Le constat est identique en Espagne ou au Royaume-Uni et encore plus flagrant pour la France où le volume d'heures travaillées a augmenté de 3,3 % alors qu'à productivité constante il devrait être de 0,5 % inférieur à son niveau pré-Covid. L'écart entre le volume d'emploi simulé et observé reflète un ralentissement de la production au cours de la période 2020-2022 relativement à ce qui était observé avant la Covid. Dès lors, un retour de la productivité vers sa tendance se traduirait par une moindre progression de l'emploi 2023-2024<sup>19</sup>. À cet égard, la situation de l'Italie, parmi les grands pays, est singulière puisque le niveau d'emploi semble être sous-ajusté eu égard à la tendance de productivité pré-crise<sup>20</sup>.

Ces évolutions contribuent à expliquer également pourquoi les taux de chômage ont rapidement baissé en 2021 et 2022 si bien qu'en zone euro, celui-ci a atteint un point historiquement bas à 6,7 % au quatrième trimestre 2022. Aux États-Unis, celui-ci a retrouvé son niveau de fin 2019 mais avec cependant des tensions bien plus marquées au regard des emplois vacants. Dans ces conditions, à l'exception des États-Unis et de l'Italie, nous anticipons que l'emploi ralentira plus fortement que l'activité en 2023-2024<sup>21</sup>.

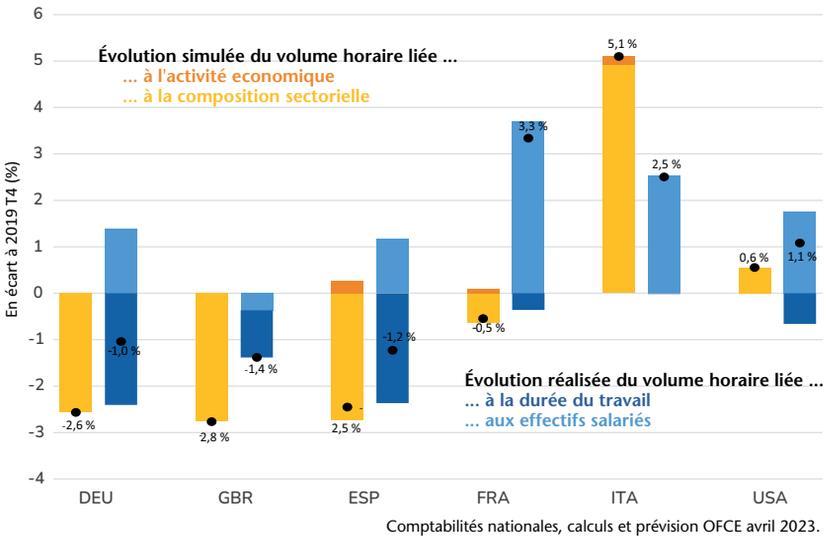
---

19. Pour la France, voir « Le prix de la reprise », *OFCE Policy brief* n° 114.

20. Cette tendance passée pourrait cependant avoir été sous-estimée de telle sorte que l'évolution de l'emploi serait peu décorrélée de celle de l'activité.

21. Notre scénario suppose donc que la crise n'a pas eu d'incidence notable sur la productivité. Une hypothèse alternative pourrait être sur le sous-ajustement récent de la productivité augure d'une baisse tendancielle.

Graphique 13. Évolution simulée et observée du volume de travail



## L'épargne des ménages ne permet pas d'éviter le ralentissement mondial

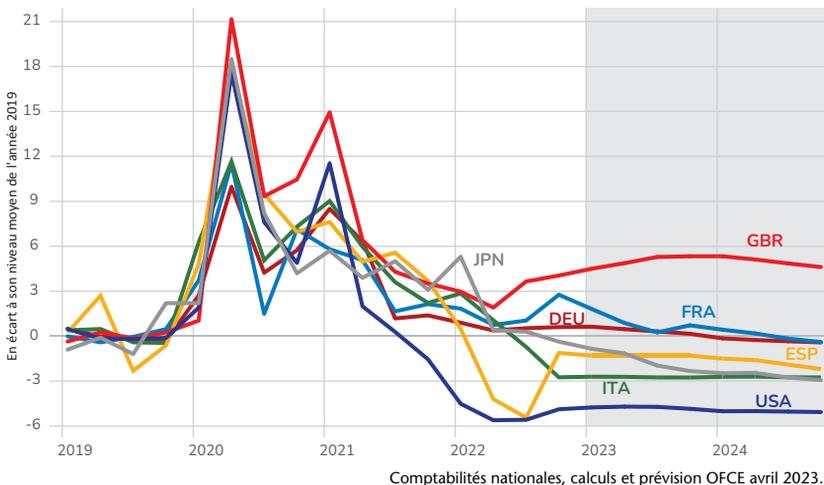
Les transferts budgétaires réalisés en faveur des ménages et la dynamique des salaires en 2023 devraient soutenir le revenu disponible brut (RdB) des ménages sans pour autant compenser intégralement l'inflation si bien que les ménages allemands, français, italiens et japonais perdraient en pouvoir d'achat. La situation des ménages serait plus favorable en Espagne et aux États-Unis avec une progression du RdB réel de 2,7 % et 1,9 % respectivement mais qui fait suite aux fortes baisses de l'année 2022 : respectivement -4,5 % et -6,1 %. En 2024, la baisse des taux d'inflation et la poursuite du rattrapage des salaires permettraient d'améliorer la situation dans les principales économies avancées.

Dans ces conditions, le soutien de la consommation à la croissance dépendra en partie de l'ajustement du taux d'épargne. Les transferts reçus en 2020 et 2021 ont effectivement alimenté l'épargne des ménages. En fin d'année 2022, à l'exception de l'Espagne et des États-Unis, le taux d'épargne était toujours supérieur à celui d'avant la crise sanitaire indiquant que les ménages n'avaient pas puisé dans leur surépargne. Néanmoins, l'inflation a en partie rogné cette manne financière surtout lorsque celle-ci a été conservée sous forme d'épargne

liquide. Par ailleurs, la répartition de cette épargne pourrait suggérer que tout ne sera pas dépensé. Pour les ménages les moins aisés, les transferts ont peut-être tout juste permis d'amortir l'augmentation des prix de l'énergie. Pour les plus aisés, le niveau d'épargne est probablement plus élevé mais ne sera pas forcément dépensé, la propension marginale à consommer des plus riches étant moins élevée. Dans un contexte d'incertitude, les ménages pourraient aussi se montrer prudents plutôt que d'engager des dépenses trop importantes. Enfin, la hausse des taux d'intérêt freinerait la consommation – *via* le renchérissement du coût du crédit – et inciterait également à épargner.

Nous supposons donc que le taux d'épargne resterait supérieur à son niveau de 2019 en Allemagne, en France, en Italie et au Royaume-Uni (graphique 14). En Espagne, le taux d'épargne remonterait légèrement par rapport à son niveau de 2022 tandis qu'il se stabiliserait aux États-Unis. En conséquence, la consommation baisserait en moyenne annuelle en Allemagne et au Royaume-Uni en 2023 avant de se redresser l'année suivante. Après deux années fastes en termes de dépenses, les ménages américains devraient être moins dépensiers avec une consommation privée anticipée à 1,3 % et 1,2 % en moyenne annuelle contre 2,8 % en 2022. En Italie et en France, la consommation serait atone même si par des effets d'acquis la moyenne annuelle atteindrait 1,1 % en 2023 avant de se stabiliser en 2024.

Graphique 14. Taux d'épargne des ménages



## Une croissance au ralenti

Bien que partiellement amortis par la politique budgétaire, la crise énergétique et le resserrement monétaire pèseront sur la croissance mondiale. Les difficultés d'approvisionnement et l'augmentation de l'incertitude n'auraient quant à eux plus que des effets marginaux sur l'activité économique<sup>22</sup>. La plupart des pays parviendraient à échapper à la récession mais la croissance serait pour autant atone au moins jusqu'à mi-2023. Sur l'ensemble de l'année, le PIB mondial progresserait de 2,3 % contre 3,2 % en 2022. Le ralentissement serait bien plus marqué dans les pays industrialisés que dans les pays émergents. Dans la zone euro, le PIB progresserait de 0,9 %, la croissance trimestrielle étant notamment très faible au premier semestre 2023 (voir tableau 1). De fait, l'activité ne serait ni portée par la demande intérieure ni par le commerce extérieur.

La demande mondiale ralentirait notablement passant d'une croissance de près de 6 % en 2022 à 2,5 % en 2023. Parmi les pays de la zone euro, le coup de frein sur l'activité est plus marqué en Allemagne (0,3 %) et en Italie (0,4 %) tandis que l'Espagne résisterait mieux. Le Royaume-Uni continue de flirter avec la récession mais devrait y échapper au premier semestre 2023 grâce au soutien des dépenses des administrations publiques qui compenseront un faible repli de la consommation des ménages et les reculs de l'investissement productif et en logement (freinés par la hausse des taux d'intérêt). Même si la consommation des ménages américains résiste mieux, les États-Unis poursuivraient une trajectoire similaire. Mais en raison d'un effet d'acquis favorable la croissance atteindrait 1,4% en 2023. Dans la plupart des pays industrialisés, l'activité accélérerait à partir du troisième trimestre sans néanmoins retrouver le rythme qu'elle avait connu avant 2022. La trajectoire de reprise post-Covid serait donc fortement altérée par la diffusion progressive des chocs. Le rebond porterait la croissance des pays européens à 1,6 % en 2024 et 1,4 % pour la zone euro, toujours emmenée par une Espagne plus dynamique (+2,2 %) que ses principaux partenaires européens. La baisse de l'inflation et la dynamique des salaires soutiendraient un peu la consommation. Quand bien même le resserrement monétaire toucherait à sa fin, la

---

22. Voir Sampognaro R. (2023), « 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 », *Revue de l'OFCE*, n° 178, pp. 165-184 et Dauvin M. (2022), « Évaluation du choc d'approvisionnement », *Revue de l'OFCE*, n° 177, pp. 101-115 pour une analyse de l'impact de ces chocs sur les principales économies.

diffusion des hausses de taux passées continueront d'amputer la croissance même si certaines banques centrales – Réserve fédérale et Banque d'Angleterre – assouplissent légèrement leur politique monétaire. Au Japon, les pertes de pouvoir d'achat des ménages seront limitées par le nouveau bouclier tarifaire et par une progression plus élevée des salaires. Les agents privés continueront en outre de bénéficier de la politique monétaire accommodante de la BOJ et la faiblesse du yen soutiendrait les exportations. La croissance atteindrait dans ces conditions 1 et 1,2 % respectivement en 2023 et 2024.

Tableau 1. Prévision de croissance mondiale (en %)

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

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

Dans les pays émergents, le ralentissement serait moins marqué malgré le resserrement monétaire également en cours et la hausse des prix de l'énergie et alimentaires qui touche de nombreux pays. En Asie, la ré-ouverture progressive de l'économie chinoise bénéficierait notamment à ses voisins. L'activité touristique pourrait partiellement compenser le ralentissement de la demande mondiale. En Chine, la croissance du PIB serait faible au cours du premier semestre 2023. Les contraintes d'approvisionnement, qui ont contribué à freiner l'offre, reviendraient rapidement vers leur moyenne historique mais l'activité sera pénalisée par la faiblesse du commerce mondial. De plus, l'incertitude quant au dynamisme de la demande intérieure reste élevée en

raison du risque de résurgence de la Covid, ce qui inciterait les ménages à la prudence. Pour 2023 et 2024, nous anticipons une croissance proche de 5 % en Chine.

### **Le retour du risque financier**

Le resserrement monétaire a fait resurgir le risque financier à l'échelle de la planète. Les difficultés de certaines banques américaines – qu'elles soient liées à une réglementation déficiente ou à des erreurs de gestion – rappellent que les hausses de taux d'intérêt peuvent affecter la rentabilité bancaire. Quand bien même, les quelques faillites observées au cours des dernières semaines ne provoqueraient pas de crise bancaire globale, le risque demeure présent. Les prix d'actifs ont également réagi à la hausse des taux, ce qui pourrait se traduire par un dégonflement des bulles ayant pu caractériser certains marchés. Les prix immobiliers se retournent notamment aux États-Unis mais la comparaison avec la crise de 2008 est prématurée. Aux États-Unis, l'endettement des ménages a été fortement réduit, ce qui devrait limiter les risques de défaillance. Les banques de la zone euro semblent également moins exposées à un effet de contagion en provenance des États-Unis. Inversement, l'endettement des entreprises s'était déjà accru avant la crise de la Covid, ce qui avait suscité quelques inquiétudes. Les garanties apportées par les États pour amortir les conséquences de la mise sous cloche des économies ont ajouté une nouvelle strate d'endettement privé mais également public. Dans un contexte de taux d'intérêt plus élevés, les contraintes de désendettement pourraient être plus sévères, ce qui se traduirait par un ralentissement plus durable de la demande.

Du côté des émergents, le resserrement monétaire américain est aussi une source de fragilité. L'attractivité retrouvée des placements en dollars devrait avoir pour contrepartie une sortie de capitaux des pays émergents et au pire un arrêt brutal des financements étrangers. Ce risque émergent ne semble actuellement pas non plus se matérialiser mais force est de constater que les fragilités financières se sont accrues.



### États-Unis : pilotage à hauts risques<sup>1</sup>

Après un début d'année 2022 marqué par deux trimestres consécutifs de baisse de l'activité, les États-Unis ont renoué avec la croissance. Le rebond a même été plus fort que ce qui était anticipé si bien que sur l'ensemble de l'année, le PIB progresse de 2,1 % et l'acquis de croissance pour l'année 2023 s'élève déjà à 0,9 %<sup>2</sup>. Par ailleurs après avoir atteint un pic à 7 % au mois de juin, l'inflation – mesurée par le déflateur des prix à la consommation – a reculé depuis, en lien avec le ralentissement de la composante énergie. Les perspectives économiques sont-elles pour autant plus dégagées ? La Réserve fédérale peut-elle réussir son pari de ramener l'inflation vers sa cible sans provoquer de récession et en limitant l'instabilité financière ? Avec une inflation toujours supérieure à sa cible, le resserrement monétaire se poursuit en début d'année 2023, ce qui continuera à peser sur la croissance. Mais la décrue de l'inflation suggère une fin du cycle proche surtout que les déboires récents de plusieurs banques suscitent de nouvelles inquiétudes faisant resurgir le spectre d'une nouvelle crise bancaire. À ce stade, ce scénario semble être évité et la décision récente du gouvernement d'étendre la garantie des dépôts permettrait de limiter les phénomènes de contagion.

#### Fausse alerte

Le coup d'arrêt de la croissance au cours du premier semestre 2022 a été passager. L'activité est repartie à la hausse avec une croissance de 0,8 et 0,7 % au cours des deux trimestres suivants, soutenue par la demande intérieure dont la contribution à la croissance s'est élevée à 0,5 et 0,3 point respectivement mais aussi par le commerce extérieur. Les importations ont fortement baissé (-2,1 % sur le semestre) alors qu'elles avaient été très dynamiques au premier semestre (+6,8 %), ce qui avait largement contribué à la baisse de l'activité. La consommation des ménages a été portée par la progression du revenu disponible brut (RdB) qui a augmenté de 2 % en termes réels dans un contexte

---

1. Ce texte est rédigé par Christophe Blot, *Département analyse et prévision*.

2. En octobre 2022, nous anticipions 0,1 % aux troisième et quatrième trimestres. Voir « [Les États-Unis vers la récession ?](#) », dans *Revue de l'OFCE* n° 178.

inflationniste. L'emploi est resté orienté favorablement et les salaires réels se sont redressés après la baisse observée au premier semestre<sup>3</sup>. Les ménages ont par ailleurs puisé dans la sur-épargne accumulée en 2020 et 2021 (graphique 1). Au dernier trimestre 2022, celle-ci s'élèverait encore à un peu plus de 1 000 milliards de dollars, soit 6,6 % du revenu disponible de 2019. Sur l'ensemble de l'année 2022, le taux d'épargne a atteint 3,7 % du RdB, un niveau qui n'avait pas été observé depuis les années 2006-2007. Notons également que le rééquilibrage de la consommation s'est poursuivi. Celle des biens durables comme non durables a stagné ou légèrement reculé tandis que la consommation de services a augmenté de 3,2 %<sup>4</sup>. Pour autant, le niveau de la consommation de biens reste bien au-dessus de son niveau pré-crise : 15,3 % contre 4,2 % pour l'ensemble des dépenses en services et seulement 1,7 % pour les services qui avaient été contraints pendant la crise sanitaire<sup>5</sup>. Enfin, l'investissement total a reculé au cours des deux derniers trimestres en raison de la chute de l'investissement résidentiel qui s'est amplifiée. En trois trimestres, le ratio de l'investissement en logement sur le RdB des ménages a perdu 0,9 point dans un contexte marqué par la hausse des taux sur les crédits hypothécaires et la baisse des prix immobiliers.

Malgré les mauvais chiffres de croissance du début de l'année 2022, le taux de chômage avait baissé reflétant de fortes créations d'emplois et donc en corollaire une réduction de la productivité par tête. Le rebond de l'activité ne s'est ensuite pas traduit par une décruce supplémentaire du chômage, l'économie américaine ayant créé moins emplois : 2,05 millions d'emplois salariés privés contre 2,8 millions au premier semestre selon le BLS (*Bureau of Labor Statistics*). Sur l'ensemble de l'année, la productivité par tête a diminué de 1,8 %. La

---

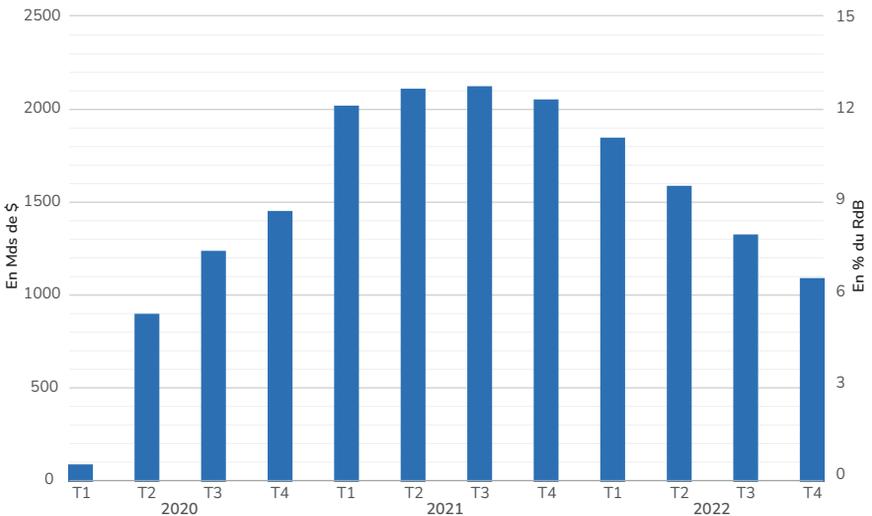
3. Le salaire horaire réel a baissé de respectivement -1 % et -1,1 % aux premier et deuxième trimestres 2022. Il a ensuite augmenté de 1,3 % au troisième trimestre puis de 1 % au quatrième trimestre. Il en résulte une stabilité du salaire horaire réel en moyenne annuelle sur 2022. Néanmoins, ce diagnostic diffère selon l'indice de prix considéré et selon l'indicateur de salaire retenu. La hausse de l'inflation, mesurée par l'indice des prix ayant été plus forte (8 % au lieu de 6,3 %), suggère une baisse du salaire horaire réel. Par ailleurs, l'indice ECI (*Employment Cost Index*) qui corrige des effets de composition de la main-d'œuvre, a augmenté de 5,1 % en nominal contre une hausse de 6,2 % pour le salaire horaire, ce qui suggère une baisse du salaire réel quel que soit l'indicateur de prix. Les destructions d'emplois pendant le confinement ont principalement eu lieu dans le secteur des services – hôtellerie, restauration, services de loisirs ou commerce de détail – où les niveaux de salaires sont généralement plus faibles. Une fois que l'on corrige de ces effets, le salaire réel des salariés privés serait stable depuis la fin de l'année 2019.

4. En corollaire, les prix des biens durables et non durables ont ralenti en 2022 alors que ceux des services ont accéléré.

5. Quant aux dépenses en services contraints pendant la crise sanitaire (services de transport, hôtellerie-restauration et services de loisirs) elles sont supérieures de 1,7 % à leur niveau de fin 2019.

situation sur le marché du travail reste donc tendue même si le taux de démission a légèrement reculé depuis le pic observé en novembre 2021. Selon le CBO (*Congressional Budget Office*), le taux de chômage non-inflationniste s'établirait à 4,4 %, ce qui pourrait donc nourrir la croissance des salaires. Ce constat est confirmé par l'évolution du ratio du nombre d'emplois vacants par chômeur qui reste à son niveau le plus bas depuis 20 ans (graphique 2) expliquant ainsi sans doute le dynamisme des salaires<sup>6</sup>. Pour autant, le taux d'emploi est toujours d'un point inférieur à son niveau pré-Covid et très éloigné du pic atteint de 2000 (64,6 % de la population en âge de travailler au premier trimestre contre 60 % actuellement)<sup>7</sup>.

Graphique 1. Sur-épargne des ménages américains



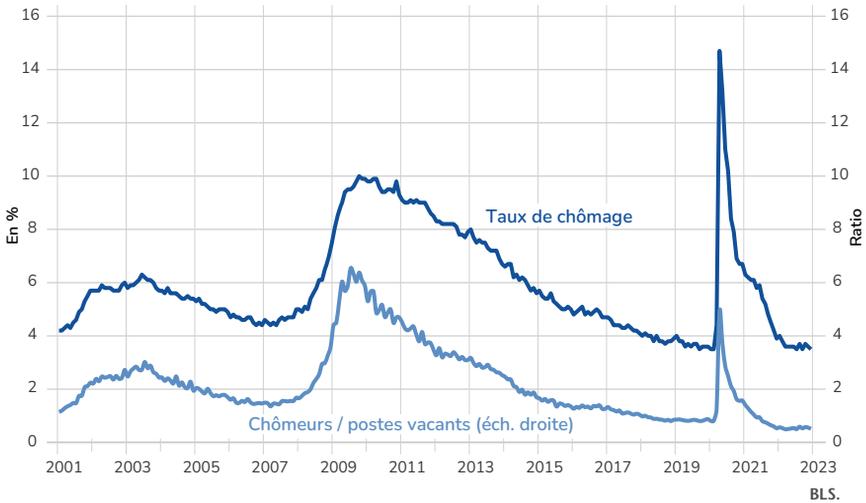
BEA (tableau NIPA 156), calculs OFCE.

Le flux trimestriel de sur-épargne est calculé comme la différence entre l'épargne observée et le montant qui aurait été observé si le taux d'épargne des ménages avait été maintenu au niveau de l'année 2019, soit 8,8 %. La sur-épargne totale correspond au cumul de ces flux trimestriels.

6. Barnichon et Shapiro (2022) montrent en effet que cet indicateur est le plus pertinent pour prévoir l'inflation salariale. Voir : « *What's the Best Measure of Economic Slack?* », *FRBSF Economic Letter*, 4.

7. La baisse est à mettre en regard de celle du taux d'activité qui est passé d'un peu plus de 67 % de la population en âge de travailler à la fin des années 1990 à 62,3 % en 2022.

Graphique 2. Tensions sur le marché du travail



## La baisse de l'inflation va-t-elle se poursuivre ?

La poursuite de la dynamique de croissance dépendra fortement de la trajectoire de l'inflation et de la réaction de la banque centrale. Tout au long de l'année 2021, la Réserve fédérale s'était montrée prudente, considérant que l'augmentation des prix serait transitoire. Ce n'est qu'à partir du mois de mars 2022 qu'elle a amorcé le resserrement monétaire, un peu plus d'un an après que l'inflation ne commence à dépasser la cible de 2 % et alors qu'elle atteignait 6,8 %. Une fois enclenché, le mouvement de hausses de taux a été rapide puisqu'en un an le taux cible pour les fonds fédéraux est passé de 0,25 % à 5 %, soit un rythme de durcissement bien plus rapide que ceux observés lors des précédents cycles (graphique 3) et en particulier celui de 2015 où la Réserve fédérale n'avait remonté les taux que deux fois en un an et seulement de 0,25 point à chaque fois. Depuis mars 2022, le taux a été augmenté à chaque réunion du FOMC (*Federal Open-Market Committee*) dont trois hausses de 0,75 point.

De fait, l'inflation n'avait pas été aussi élevée depuis le début des années 1980. Même si elle a baissé après juin 2022, elle reste supérieure à 5 % au début de l'année 2023. La Réserve fédérale va-t-elle continuer à augmenter le taux d'intérêt tant que l'inflation ne sera pas revenue vers sa cible, ce qui remettrait en cause le dynamisme de l'activité observé en fin d'année 2022 ? Sa réponse dépendra sans aucun

doute de l'évolution des prix dans les prochains mois. Il faut d'abord rappeler que le retour de l'inflation est un phénomène global qui a été tiré par la flambée des prix de l'énergie, et dans une moindre mesure, de ceux des biens alimentaires. Par ailleurs, la reprise économique mondiale de 2021 s'est caractérisée par des contraintes sur les chaînes de production au niveau mondial en raison du maintien de mesures sanitaires, notamment en Chine avec la politique zéro-Covid. À ces deux facteurs d'offre globaux, s'ajoute aux États-Unis un facteur de demande lié aux stimuli budgétaires de l'administration Trump puis Biden<sup>8</sup>. Une analyse de Shapiro (2022) suggère que les facteurs d'offre étaient prépondérants en avril 2022<sup>9</sup>. La contribution de la demande aurait néanmoins été de 1,4 point, ce que corrobore l'ordre de grandeur évalué par Bianchi, Fisher et Melosi (2021), à partir de l'estimation de courbes de Phillips et en considérant uniquement l'effet de l'ARP (American Rescue Plan)<sup>10</sup>. Au-delà de l'incertitude sur l'impact relatif des facteurs d'offre et de demande sur l'inflation en 2022, la question est de savoir si ces éléments contribueront encore à l'inflation en 2023 et 2024. Avec le repli du prix du pétrole, l'augmentation de la composante énergie du déflateur des prix à la consommation est passée de près de 61 % en glissement annuel en mai 2022 à 5,3 % en janvier 2023. Étant donné notre scénario de stabilité du prix du pétrole à 80 dollars le baril, nous anticipons une baisse de la composante énergie des prix sur l'année 2023. Contrairement à ce qui est observé dans les pays européens, la composante alimentaire marque également très légèrement le pas depuis plusieurs mois. L'abandon de la politique zéro-Covid devrait améliorer les conditions d'offre. L'indice mesurant les contraintes sur les chaînes de production mondiales a fortement baissé tout au long de l'année 2022 et nous anticipons qu'il reviendra vers sa moyenne de long terme en 2023 si bien que les facteurs d'offre qui pèsent sur les prix vont baisser<sup>11</sup>. Quant à l'impact de la politique budgétaire passée, il devrait également s'atténuer. L'arrêt des différentes mesures mises en place pour amortir le choc de la crise sanitaire s'est traduit par une impulsion budgétaire négative en

---

8. Voir Aurissergues E., Blot C. et Bozou C. (2021), « Les États-Unis vers la surchauffe ? », *OFCE Policy Brief*, n° 97.

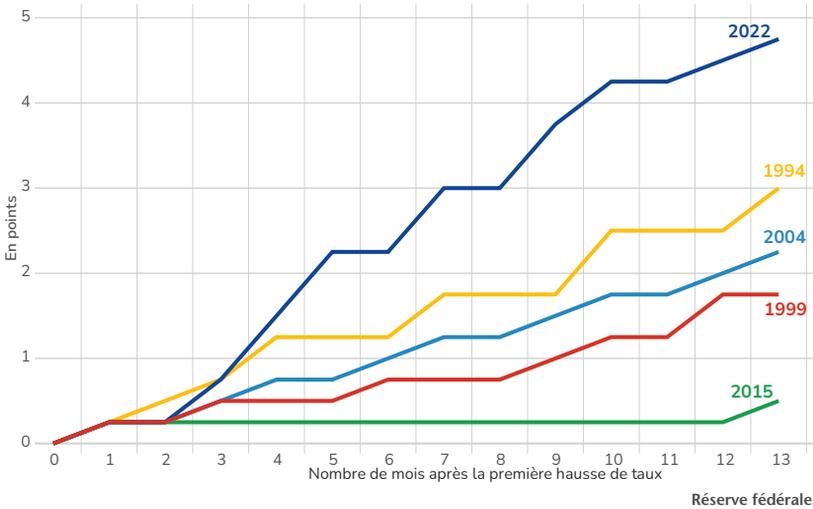
9. Voir Shapiro A. H. (2022), « How Much do Supply and Demand Drive Inflation? », *FRRBF Economic Letter*, 15.

10. L'impact de l'ARP uniquement sur l'inflation pourrait effectivement d'un point. Voir « Some inflation scenarios for the American Rescue Plan Act of 2021 ». *Chicago Fed Letter*, 453, 1-8.

11. Voir [ici](#) pour une description de l'indice ainsi que l'analyse de Dauvin (2021) qui estime l'impact de ces contraintes sur l'activité économique : « Évaluation du choc d'approvisionnement ». *Revue de l'OFCE*, n° 177, 101-115.

2022. Il en sera de même en 2023 (-1,1 point). Les dépenses annuelles liées à l'adoption de l'IRA (Inflation Reduction Act) sont modérées et ne devraient pas se traduire par un fort stimulus de la demande en 2024.

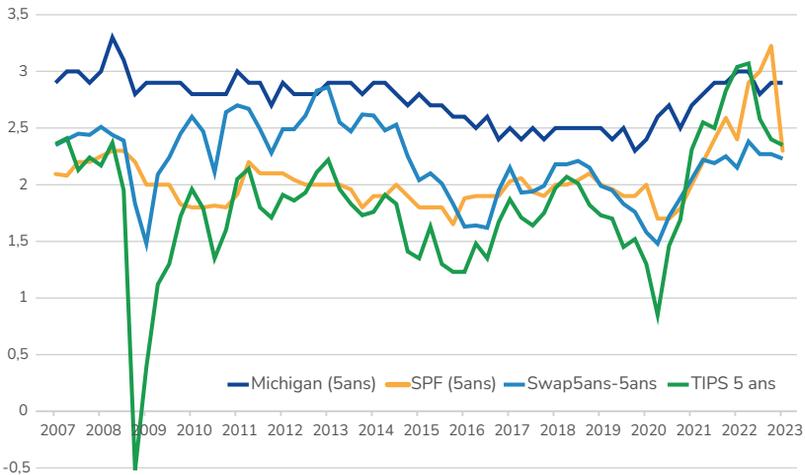
Graphique 3. Le resserrement monétaire de 2022 comparé aux précédents cycles



Même si les facteurs qui ont contribué à sa vigueur en 2021 et 2022 s'estompent, l'inflation pourrait rester élevée si les anticipations d'inflation s'ancrent sur un niveau plus élevé que par le passé et surtout si la progression des salaires induit une boucle prix-salaire. Du côté des anticipations, les différents indicateurs d'anticipation à long terme suggèrent soit une stabilité, soit une légère diminution. Ainsi, l'enquête du Michigan menée auprès des ménages indiquent une inflation anticipée à 5 ans de 2,8 % en février 2023 contre 3,1 % en juin 2022. Selon les indicateurs de marché, l'inflation anticipée à 5 ans dans 5 ans fluctue autour de 2,5 %. Ces niveaux sont certes supérieurs à la cible visée par la Réserve fédérale mais ils ne témoignent pas d'un désancrage significatif et durable relativement à ce qui était observé avant 2021 (graphique 4).

La diffusion de la hausse des prix sur les salaires pourrait être un autre facteur par lequel l'inflation est auto-entretenu. En nourrissant des hausses de salaires, les coûts de production augmentent, ce qui pousse les entreprises à relever à nouveau leurs prix créant ainsi un effet de second-tour. Comme indiqué précédemment, la hausse des salaires nominaux a déjà eu lieu. Depuis la fin de l'année 2019, le salaire

Graphique 4. Indicateurs d'anticipation d'inflation à long terme



Eikon Datastream, SPF (Réserve fédérale de Philadelphie) et Michigan Survey.

nominal mesuré par l'indicateur ECI a progressé au même rythme que le déflateur des prix à la consommation : un peu plus de 12 %<sup>12</sup>. Nos estimations suggèrent une forte indexation des indicateurs des salaires sur l'inflation. Dans la mesure où les salaires ont déjà fortement augmenté, il n'y aurait pas d'effet de rattrapage en 2023 et 2024. Nous supposons que les prix et les salaires vont décélérer si bien que l'inflation atteindrait 3,6 % en fin d'année 2023 et 2,4 % fin 2024. Les salaires nominaux seraient légèrement plus dynamiques que les prix de telle sorte que la progression du salaire réel serait assez proche de celle de la productivité horaire. Etant donné le ralentissement rapide – voire la baisse – des composantes énergie et alimentation, l'inflation sous-jacente serait légèrement plus élevée que l'inflation totale : 3,7 % fin 2023 et 2,7 % fin 2024.

## Le risque financier succède au risque inflationniste

Après l'attentisme face au regain d'inflation puis la forte réaction au choc plus fort et durable sur les prix, la Réserve fédérale se montrerait désormais plus prudente. De fait, la décrue progressive des tensions inflationnistes – même si elle est d'abord liée aux prix de l'énergie – est

12. Quant au salaire horaire issu de la comptabilité nationale, il a augmenté de plus de 22 % entre fin 2019 et fin 2022.

déjà amorcée. Bien que notre scénario suggère que l'inflation restera supérieure à la cible de la Réserve fédérale au cours des deux prochaines années, la baisse permettra une convergence vers 2 % dès le début de l'année 2025. Dans ces conditions et étant donnés les délais de transmission de la politique monétaire, on peut en déduire que le cycle de resserrement monétaire touchera bientôt à sa fin. En poursuivant les hausses de taux, une telle décision de la Réserve fédérale pèsera nécessairement sur la croissance. Le pilotage des autorités monétaires doit être le plus fin possible afin non seulement de montrer sa détermination à réduire l'inflation mais aussi de limiter le risque de récession et d'éviter de mettre sous pression le système bancaire après les faillites observées en début d'année 2023. Face à ce risque, la banque centrale américaine a plutôt eu tendance par le passé à se montrer prudente, n'hésitant pas à réduire les taux dès lors que le risque financier devenait important<sup>13</sup>. C'est d'ailleurs bien le sens de la décision prise lors de la réunion du 22 mars. Initialement, les analystes anticipaient une nouvelle hausse d'un demi-point. Mais les déboires de la SVB (*Silicon Valley Bank*) et le risque de contagion ont bien amené le FOMC à être plus mesuré puisque la hausse n'a été que de 0,25 point. L'option de garantir si besoin l'intégralité des dépôts des banques moyennes ainsi que la décision permettant le sauvetage d'une autre banque en difficulté – la *First Republic Bank* – doivent permettre de restaurer la confiance. Les marchés restent néanmoins volatiles.

Bien que cet épisode mette en exergue les carences de la réglementation bancaire et les relâchements coupables aux exigences en termes de liquidité décidés sous l'administration Trump, nous écartons à ce stade le risque d'une crise bancaire systémique. Notons de plus que la situation actuelle ne doit pas être trop hâtivement comparée à ce qui s'est passé en 2008 et qui résultait d'un retournement du marché immobilier. Les prix immobiliers aux États-Unis ont fortement augmenté depuis mais les ménages sont bien moins endettés qu'ils ne l'étaient en 2006. L'encours des crédits immobiliers représentent 65,4 % du RdB des ménages américains fin 2022 contre un pic à 99,5 % au deuxième trimestre 2007, ce qui n'exclut pas que des fragilités financières se trouvent sur d'autres éléments de l'actif des banques. Les travaux sur les effets macroéconomiques des crises

---

13. C'est en effet ce que montrent notamment Anna Cieslak et Annette Vissing-Jorgensen (2021). La politique monétaire de la Réserve fédérale devient généralement plus accommodante en cas de baisse des indices boursiers. Voir « The economics of the Fed put ». *The Review of Financial Studies*, 34(9), 4045-4089.

financières indiquent qu'elles ont des effets récessifs d'autant plus importants qu'elles suivent un boom du marché immobilier ayant été nourri par une forte croissance du crédit<sup>14</sup>. Dans ce contexte, nous supposons que la Réserve fédérale augmenterait une dernière fois son taux lors de la réunion de mai. Il atteindrait donc un pic à 5,25 %. Sous le scénario d'absence de crise financière, la croissance serait réduite en 2023 et 2024 à 1,4 puis 1,3 %. Ce ralentissement et la perspective de la convergence de l'inflation vers sa cible conduiraient la Réserve fédérale à baisser légèrement le taux en 2024 qui s'élèverait à 4,5 % en fin d'année.

## La croissance résiste

Ce scénario suggère un ralentissement de l'activité en rythme trimestriel en 2023. En effet, le resserrement rapide de la politique monétaire en 2022 va contraindre la demande<sup>15</sup>. Contrairement aux trois années précédentes, la politique budgétaire ne soutiendrait pas l'activité. Après une progression du PIB de 1,5 % au deuxième semestre 2022, la croissance serait de 0,4 % sur le premier semestre 2023 : 0,2 % sur les deux trimestres. Sur l'ensemble de l'année, l'effet d'acquis permettrait au PIB de croître de 1,4 % en moyenne annuelle conduisant à creuser l'écart de croissance<sup>16</sup>. Une hypothèse-clé de la résilience de l'économie américaine malgré les restrictions de politique économique tient au comportement des ménages qui continueraient de puiser dans leur sur-épargne pour maintenir un rythme trimestriel de consommation de 0,2 % en moyenne sur l'année. Malgré la bonne tenue du revenu disponible qui progresserait de 1,9 % en 2023 et encore de 1 % en 2024, le taux d'épargne serait relativement stable (3,9 % en moyenne après 3,7 % en 2022) et ne reviendrait donc pas vers le niveau de 8,8 % observé en 2019. Pour autant, le resserrement monétaire aurait un effet sur les ménages dont les dépenses d'investissement en logement baisseraient encore fortement en 2023 avant de se redresser légèrement en 2024. L'effet de l'inflation ainsi que l'appré-

---

14. Voir Jordà Ò., Schularick M. et Taylor A. M. (2015), « Leveraged bubbles », *Journal of Monetary Economics*, 76, S1-S20.

15. Sur la base des estimations du modèle FRB-US de la Réserve fédérale, nous estimons que sur l'année 2023, les hausses de taux contribueraient à amputer la croissance de 0,7 point. En 2024, cet effet négatif serait de 0,9 point.

16. Selon l'estimation du PIB potentiel du CBO (*Congressional Budget Office*), l'écart de croissance serait de -0,7 point en 2022, ce qui est en partie paradoxal étant donné la situation sur le marché du travail et le diagnostic partagé selon lequel l'inflation en 2022 résulte en partie de facteurs de demande.

ciation du dollar en 2022 provoqueraient des pertes de parts de marché qui se traduiraient par une contribution négative du commerce extérieur au cours des quatre prochains trimestres et qui deviendrait nulle en moyenne trimestrielle en 2024<sup>17</sup>.

Le ralentissement de l'activité se traduirait par des créations d'emplois moins dynamiques d'autant plus que la productivité américaine est déjà revenue vers sa tendance. Nous supposons cependant que la productivité ralentirait légèrement en 2023 avant de remonter. Le taux de chômage repasserait au-dessus de 4 % en fin d'année et s'établirait à 4,5 % en moyenne en 2024 atténuant par conséquent les tensions sur le marché du travail observées depuis 2021.

---

17. Relativement à l'euro, le dollar s'est apprécié de 10,6 % en 2022 et nous prévoyons une relative stabilité du taux de change pour 2023 et 2024. En termes réels, l'indice du FMI calculé à partir des indices de prix à la consommation indiquent une appréciation réelle de 9,4 % en 2022.

### L'Allemagne résiste<sup>1</sup>

Malgré plusieurs vents contraires – difficultés d'approvisionnement persistantes, crise de l'énergie, inflation –, l'économie allemande résiste. Le troisième trimestre 2022 a même été dynamique (+0,5 %), soutenu par la progression de la demande intérieure. Certes, le produit intérieur brut (PIB) a baissé de 0,4 % au dernier trimestre 2022, mais les enquêtes de conjoncture suggèrent une amélioration pour le début de l'année. La forte baisse des prix du gaz début 2023 devrait permettre à l'économie allemande d'éviter les baisses de production dues à la crise énergétique. Pourtant les perspectives conjoncturelles restent assombries : les coûts de l'énergie sont toujours nettement plus élevés qu'avant le début de la crise énergétique en Europe à l'été 2021. Les prix devraient rester élevés pendant un certain temps encore : l'inflation sous-jacente a atteint un pic début 2023, l'inflation du prix des produits alimentaires se substituant progressivement à l'inflation du prix des produits énergétiques. Après un taux d'inflation de 6,9 % en 2022, nous prévoyons une hausse des prix à la consommation de 7,1 % pour 2023 et 3,6 % pour 2024. L'inflation élevée réduirait le revenu disponible des ménages et entraînerait une baisse des dépenses de consommation privées pour 2023. Les entreprises manufacturières commencent à liquider les carnets de commandes qu'elles ont accumulés en raison de la diminution des goulets d'étranglement dans l'approvisionnement, même si les prix toujours élevés de l'énergie pèsent sur les secteurs à forte consommation d'énergie. Le PIB devrait stagner au premier semestre 2023. Au second semestre, les effets négatifs du choc des prix de l'énergie s'atténueront, les goulets d'étranglement dans la production disparaîtront et le commerce mondial se rétablira, l'activité retrouvera de la vigueur. Au total, le PIB devrait augmenter de 0,3 % cette année et de 1,4 % en 2024. Malgré une augmentation temporaire du déficit en 2023 sous l'effet d'une impulsion budgétaire positive, le déficit public devrait passer de 2,6 % en 2022 à 2,2 % du PIB en 2024, conduisant à une diminution de la dette publique qui atteindrait 65,4 % du PIB en 2024.

---

1. Ce texte est rédigé par Céline Antonin, *Département analyse et prévision*.

## 2022 : coup de froid en fin d'année

La croissance en 2022 a atteint 1,9 %, avec un profil trimestriel en dents de scie. La consommation privée, l'investissement productif et les importations ont progressé de façon dynamique, sous l'effet du rattrapage post-Covid et ce, malgré les fortes hausses de prix. Malgré l'inflation record – le taux de croissance de l'IPC a atteint 6,9 % en 2022<sup>2</sup> –, la consommation privée a nettement augmenté au premier semestre, au prix d'une forte baisse du taux d'épargne qui a presque retrouvé son niveau d'avant-Covid. En revanche, on n'observe pas encore de consommation de la sur-épargne Covid. Dans l'investissement en construction, en revanche, la persistance de prix élevés conjuguée à la hausse des taux d'intérêt a conduit à un nombre croissant d'annulations de projets de construction. Le déflateur augmente de 15,9 % en un an, ce qui est le taux le plus élevé jamais enregistré dans l'Allemagne réunifiée. De plus, le temps froid de décembre 2022 a eu un effet défavorable sur la consommation d'énergie. Les exportations ont quant à elles subi directement l'impact du ralentissement du commerce mondial. Le solde courant a fondu, passant de 7,4 % du PIB en 2021 à 3,8 % en 2022, sous l'effet d'une dégradation du solde commercial bilatéral notamment avec la Chine, la Norvège, et la Russie<sup>3</sup>.

Au quatrième trimestre 2022, le PIB a diminué de 0,4 % par rapport au troisième trimestre 2022. La poursuite de fortes hausses de prix et la crise énergétique ont pesé sur la consommation privée et l'investissement privé. La suppression d'avantages tels que les remises sur le carburant et les tickets de transport à 9 euros ont pesé sur la consommation des ménages, qui a contribué négativement à la croissance à hauteur de 0,9 point. De plus, les ménages ont moins investi qu'au trimestre précédent : les investissements en construction ont diminué (-2,9 %), de même que les investissements en équipements (-3,6 %). Le commerce extérieur a contribué positivement à la croissance, mais uniquement grâce à un recul des importations plus marqué que celui des exportations. La production continue de pâtir de perturbations sur les chaînes d'approvisionnement et des prix élevés de l'énergie qui

---

2. Par rapport à la précédente prévision, le taux de croissance de l'IPC apparaît plus faible en raison d'une modification de la pondération des biens et services entrant dans le calcul de l'indice (passage de 2015 à 2020 pour l'année de base).

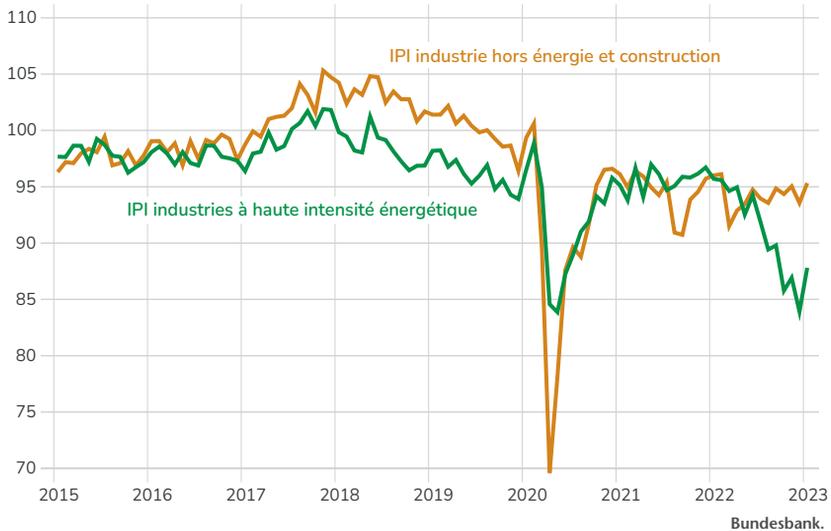
3. Les exportations vers la Russie ont continué à baisser : au quatrième trimestre 2022, les exportations de marchandises vers la Russie étaient inférieures de 58% en valeur à celles du quatrième trimestre 2021.

pèsent sur les secteurs à haute intensité énergétique (graphique 1). Au quatrième trimestre 2022, la valeur ajoutée brute a été inférieure de 1,4 % à celle du troisième trimestre 2022. La valeur ajoutée a particulièrement baissé dans le secteur du commerce, des transports et de l'hôtellerie (-2,9 %) et dans le secteur des services aux ménages (-6,8 %). Par ailleurs, la faiblesse de l'investissement s'est traduite par un fort recul de la valeur ajoutée dans le secteur de la construction (-2,4 %). Enfin, l'indice de production industrielle dans les secteurs à forte intensité énergétique tels que la fabrication de produits chimiques et la production et transformation de métaux s'est fortement contracté au deuxième semestre. Certes, les industries à haute intensité énergétique ne représentent que 30 % de la valeur ajoutée de l'industrie manufacturière, cependant cela a conduit à une diminution de la valeur ajoutée dans l'industrie manufacturière de 0,6 %. En matière d'exportations, les marchandises dont la production nécessite beaucoup d'énergie (chimie, matières plastiques) ont enregistré les baisses les plus marquées en volume. Le solde commercial, qui était passé de 5,9 % du PIB au premier trimestre 2021 à 0,7 % du PIB au troisième trimestre 2022, s'est néanmoins redressé en fin d'année. C'est surtout une baisse des importations en valeur en provenance de Norvège et, dans une moindre mesure, de Russie qui explique le redressement du solde commercial allemand qui atteint 2,8 % au quatrième trimestre 2022.

Fin 2022, la FBCF et la consommation privées restent toujours en-deçà de leurs niveaux pré-crise (respectivement -2,8 % et -2,2 % au quatrième trimestre 2022). L'inflation a entraîné des pertes de revenus réels malgré l'augmentation des salaires et des traitements moyens (+5,6 % au dernier trimestre 2022 par rapport au dernier trimestre 2021) et malgré la prise en charge du paiement mensuel des factures de gaz par l'État en décembre qui a permis d'alléger la facture énergétique. La FBCF privée s'est repliée au quatrième trimestre 2022 en raison du recul de l'investissement public et de l'investissement en logement.

Notons que l'emploi a nettement augmenté au quatrième trimestre 2022 malgré la baisse de la production, sous l'effet de la hausse de l'emploi salarié (+1,3 % au quatrième trimestre 2022, en glissement annuel), alors que l'emploi indépendant continue à décroître depuis 10 ans, de 0,4 % par trimestre en moyenne.

Graphique 1. Indice de production industrielle des industries à haute intensité énergétique



Les industries à haute intensité énergétique regroupent les secteurs suivants : alimentation-boissons-tabac (C10, C11, C12), papier-carton (C17), cokéfaction-raffinage (C19), chimie (C20), métallurgie (C24).

## 2023-2024 : un retour timide de la croissance

Le PIB devrait stagner au premier semestre 2023. Au second semestre, les effets négatifs du choc des prix de l'énergie s'atténueront ; les goulets d'étranglement dans la production disparaîtront et l'activité retrouvera de la vigueur. Au total, le PIB devrait augmenter de 0,3 % cette année et de 1,4 % en 2024. La faible croissance en 2023 serait surtout liée à la faiblesse de la consommation privée et de l'investissement en construction. Ainsi, comme les salaires réels continuent de baisser dans un premier temps sur fond de taux d'inflation élevé, c'est surtout la consommation privée qui poursuivrait son recul début 2023, si l'on en croit la baisse des chiffres d'affaires dans les secteurs économiques liés à la consommation. Cela étant, les carnets de commandes sont toujours bien remplis et l'atténuation des goulets d'étranglement dans la livraison des produits intermédiaires ainsi que la baisse des prix de l'énergie devraient permettre d'accélérer la production au cours de l'année 2023. Par ailleurs, le recul des importations en début d'année devrait contribuer à améliorer le solde extérieur.

En 2024, le taux de croissance de l'IPC devrait baisser, atteignant 3,6 % en fin d'année, et les revenus réels devraient se redresser grâce au

dynamisme des salaires. C'est exclusivement la demande intérieure qui soutiendra la croissance alors que les importations repartiront à la hausse – nous inscrivons une hausse du taux de pénétration en prévision –, sous l'effet d'une amélioration du revenu des ménages. Les exportations devraient progresser plus modestement en lien avec la demande mondiale. Ce 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 11,4 % au quatrième trimestre 2022 à 9,8 % au quatrième trimestre 2024, soit un point en dessous de son niveau de 2019.

### **2023-2024 : une lente baisse de l'inflation**

L'inflation sous-jacente devrait rester élevée au cours de l'année 2023, autour de 5,8 %, puis décroître à partir de la fin de l'année 2023 pour atteindre 3,1 % au quatrième trimestre 2024. La baisse progressive de l'inflation sous-jacente devrait être principalement due à la diminution des pressions inflationnistes du côté des biens, indirectement liée à la baisse des prix de l'énergie et à une baisse des marges des entreprises dans un contexte d'inflation salariale. En raison du bouclier tarifaire, l'inflation énergétique devrait s'estomper en prévision. Alors que la contribution de la composante énergétique devrait encore être d'environ 0,2 point de pourcentage en 2023, elle sera légèrement négative en 2024. Pour l'alimentaire, la contribution serait de 1,8 point de PIB en 2023 et 0,6 point en 2024. Au total, l'IPC devrait donc croître de 7,1 % en 2023 et 3,6 % en 2024<sup>4</sup>.

### **Des salaires négociés dynamiques qui soutiennent le revenu des ménages**

Contrairement à la France, où le rythme de la négociation salariale est annuel, la fréquence des accords salariaux n'est pas dictée par la loi en Allemagne. Les accords courent souvent sur les deux années suivantes. En 2022, les salaires négociés n'ont augmenté que de 2,7 % en 2022 pour 19,6 millions de salariés. La faiblesse de ce chiffre, malgré le contexte inflationniste, s'explique par plusieurs facteurs. Premièrement, une partie des augmentations salariales pour 2022 a été prévue par des négociations salariales de 2021 ou antérieures – qui par définition ont été négociées dans un contexte beaucoup moins inflationniste. Les négociations salariales antérieures à 2022 concernent

---

4. L'IPC harmonisé croîtrait quant à lui de 6,5 % en 2023 et de 3,6 % en 2024

12 millions de salariés et actent une hausse de 2,6 % sur l'année 2022. Deuxièmement, il y a eu assez peu de branches qui ont renégocié les salaires en 2022 : elles n'ont concerné que 7,6 millions de salariés. Parmi ces 7,6 millions de salariés, l'essentiel (3,6 millions de salariés) appartient à la branche industrie électro-métallique qui n'a acté qu'une modeste revalorisation de 1,6 %. En dehors cette branche, la hausse des salaires négociés au cours de l'année 2022 aurait été de 4,1 % (au lieu de 2,9 %). Notons que plusieurs négociations collectives qui ont eu lieu en 2022 prévoient des augmentations mais décalées à 2023, par exemple dans l'industrie électro-métallique.

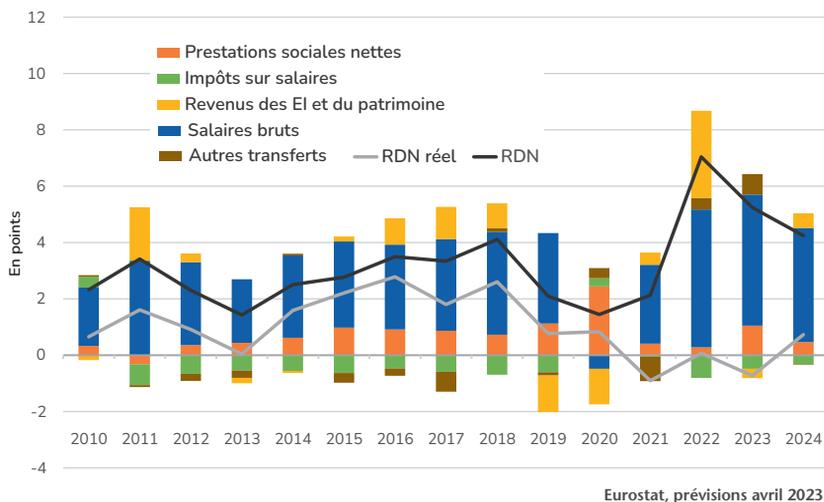
En prévision, nous anticipons une augmentation sensible des salaires en 2023 et 2024. Nous prévoyons notamment des augmentations salariales notables qui concernent les négociations dans le commerce de détail, de gros qui doivent avoir lieu au deuxième trimestre 2023. Les salaires effectifs devraient continuer à augmenter plus rapidement que les salaires négociés en raison de la baisse du chômage partiel – qui affecte les salaires effectivement versés, mais pas les salaires conventionnels. Au total, nous anticipons une augmentation des salaires de 6,1 % en 2023 et de 5,2 % en 2024.

Malgré les mesures budgétaires de soutien aux ménages liées à l'énergie et la hausse des salaires, le revenu disponible réel des ménages reculerait de 0,7 % en 2023, rongé par l'inflation (graphique 2). En conséquence, et malgré la baisse du taux d'épargne (de 11,4 % au quatrième trimestre 2022 à 10,5 % au quatrième trimestre 2023), la consommation se contracterait au premier semestre 2023. Le revenu des ménages sera également soutenu par les mesures budgétaires (prestations sociales nettes) en 2023. En 2024, ce sont essentiellement les salaires, et dans une moindre mesure les revenus des indépendants et les prestations sociales nettes, qui soutiendraient la hausse du revenu disponible des ménages (+0,7 %).

En lien avec le ralentissement conjoncturel, l'emploi progresserait faiblement en 2023, avec une création nette de seulement 60 000 emplois, et la productivité stagnerait. La productivité par tête devrait néanmoins se redresser en 2024 (+1,2 %), quasiment au même rythme que le PIB, ce qui explique la faible création d'emplois (+75 000). Le taux de chômage progressera peu en raison de la faiblesse de la croissance de la population active (+0,5 % en 2023 et +0,3 % en 2024). L'offre de travail devrait ainsi constituer un facteur de ralentissement en raison des pénuries de main-d'œuvre<sup>5</sup>. En outre, d'ici 2024, on s'attend

à un recul de l'offre de main-d'œuvre en raison du départ à la retraite des travailleurs de la génération du baby-boom. Par ailleurs, nous faisons l'hypothèse que les dispositifs de chômage partiel seront réactivés début 2023, ce qui tempérerait la progression du taux de chômage. Ce dernier atteindrait 3,3 % de la population active en 2023 et 3,5 % en 2024.

Graphique 2. Contribution au revenu disponible des ménages



## L'investissement en construction continuerait de baisser

Nous anticipons une nouvelle augmentation des investissements en équipement à l'horizon de la prévision : après un recul au premier trimestre 2023, la demande adressée à l'Allemagne devrait améliorer les perspectives d'exportation et, par conséquent, l'utilisation des capacités dans l'industrie manufacturière. Au total, nous attendons une progression de la FBCF productive privée de 0,9 % en 2023 et 1,5 % en 2024.

Dans la construction, le recul des permis de construire, le prix toujours élevé des matériaux et les taux d'intérêt élevés augurent d'une poursuite du ralentissement. Dans l'ensemble, les investissements dans la construction devraient diminuer de 4,3 % en 2023 et progresser de 1 % en 2024.

5. L'indice de pénurie de main-d'œuvre de l'IAB se situait à un niveau record en février 2023.

## Le bouclier tarifaire : un impact budgétaire plus faible que prévu

La politique budgétaire continuera d'être marquée par les trois plans d'aide votés en 2022, dont le montant agrégé – qui représentait 65 milliards d'euros en 2022 (1,7 point de PIB) – représenterait encore 57 milliards d'euros en 2023 (1,5 point de PIB). À ces plans s'ajoutent d'autres mesures comme la baisse de la TVA sur le gaz naturel de 19 % à 7 % (du 1<sup>er</sup> octobre 2022 au 31 mars 2024), l'aide d'urgence de décembre<sup>6</sup> (*Dezember-Abschlag*) et surtout le bouclier tarifaire sur les prix du gaz et de l'électricité introduit du 1<sup>er</sup> mars 2023 au 30 avril 2024 (encadré). Les dépenses prévues pour ce bouclier, initialement plafonnées à 200 milliards d'euros, ont été revues largement à la baisse à la suite de la chute des prix de l'énergie. Selon Garnadt *et al.* (2023)<sup>7</sup>, le bouclier sur le gaz représenterait 15 milliards d'euros en 2023 et 0,5 milliard d'euros en 2024. Quant au bouclier sur l'électricité, le Conseil des experts allemands l'évalue à 13 et 0,8 milliards d'euros en 2023 et 2024. Au total, le bouclier tarifaire représenterait environ 30 milliards d'euros sur 2023-2024<sup>8</sup>. En dehors du bouclier tarifaire, l'essentiel des mesures de lutte contre l'inflation serait constitué des aides directes aux ménages et aux entreprises (graphique 3).

---

### Encadré. Fonctionnement du bouclier tarifaire sur le gaz et l'électricité (*Strom- und Gaspreibremse*)

Du 1<sup>er</sup> mars 2023 au 30 avril 2024 au moins, le prix du gaz et du chauffage urbain sera plafonné (à 12 centimes d'euros TTC pour le gaz, et 9,5 centimes d'euros pour le chauffage urbain) pour les ménages et les petites entreprises – consommant moins de 1,5 million de kWh par an –, 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'applique. Les 25 000 entreprises clientes industrielles, quant à elles, recevront 70 % du volume de 2021 à 7 centimes d'euros hors taxes à partir de janvier 2023. Le bouclier sur l'électricité fonctionne de façon comparable : les ménages et petites

---

6. Afin de soulager les ménages jusqu'à l'introduction du bouclier tarifaire, l'État allemand prend à sa charge le paiement mensuel pour le gaz et le chauffage urbain en décembre 2022.

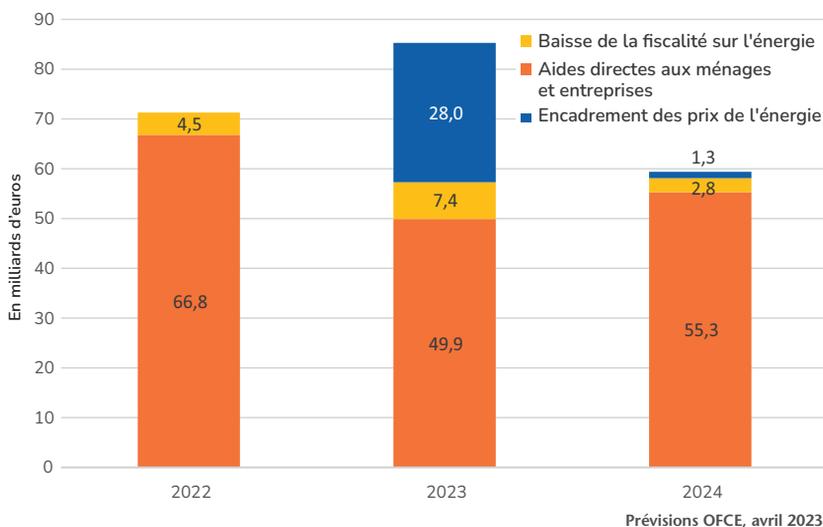
7. Garnadt N., L. Nöh, L. Salzmann et C. Schaffranka (2023), « Eine Abschätzung der Auswirkungen der Gaspreibremse auf Inflation und fiskalische Kosten », SVR-Arbeitspapier, Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Wiesbaden, Arbeitspapier 01/2023.

8. Ces estimations reposent sur un prix du gaz compris dans une fourchette de 50-60 €/MWh. Nous faisons pour notre part une hypothèse un peu plus élevée sur le prix du gaz TTF (75 €/MWh en 2023 et 70 €/MWh en 2024). Le chiffre de 30 milliards pour le bouclier tarifaire représente donc une borne « basse » pour le chiffre du bouclier tarifaire.

entreprises – consommant moins de 30 000 kWh/an – paient un maximum de 40 cents bruts par kilowattheure pour 80 % de leur électricité. Le prix du contrat régulier est facturé pour les 20 % restants. Pour les clients industriels, le plafond est fixé à 13 centimes pour 70 % de la consommation prévue.

La poursuite des mesures de soutien pour 2023 nous conduit à inscrire une impulsion budgétaire positive de 0,2 point. Le déficit devrait se creuser de 0,6 point pour atteindre 3,2 % du PIB en 2023. En 2024, nous anticipons en revanche une attrition des mesures de soutien pour les ménages et entreprises et inscrivons une impulsion budgétaire négative de 0,8 point. Le déficit atteindrait ainsi 2,2 % du PIB fin 2024. En conséquence, la dette publique baisserait d'un point à horizon de la prévision, passant de 66,4 % du PIB en 2022 à 65,4 % en 2024.

Graphique 3. Répartition des mesures de soutien aux ménages et entreprises contre l'inflation



Prévisions OFCE, avril 2023.

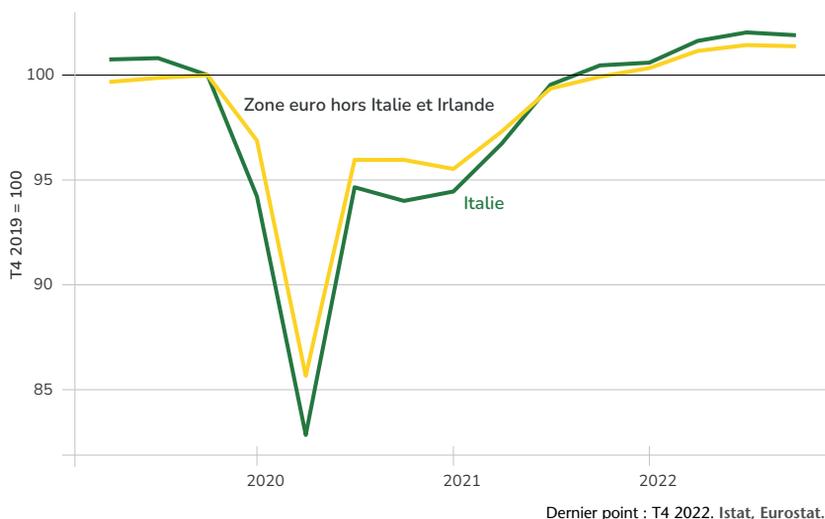


## Italie : la croissance résiste<sup>1</sup>

Malgré un plongeon plus important que celui des autres pays de la zone euro, l'économie italienne a retrouvé son niveau d'activité pré-Covid plus vite que la zone euro hors Irlande (graphique 1). Mieux encore, si on tient compte des dynamiques qui étaient anticipées avant le déclenchement de la pandémie, l'Italie est une des seules économies avancées à avoir retrouvé son sentier de croissance. Avec une économie particulièrement exposée au choc de prix sur le gaz, le choc inflationniste a été plus fort qu'ailleurs et ceci a stoppé la dynamique transalpine en 2022. Toutefois, l'économie italienne ne rompt pas. Elle affiche des signes de résilience qui surprennent à l'aune des développements observés au cours des dernières décennies.

Au quatrième trimestre 2022, date des derniers comptes trimestriels disponibles, le PIB italien est 1,4 % supérieur à son niveau un an plus tôt (le glissement annuel s'établissait à +6,9 % au quatrième trimestre 2021). Cette évolution positive maintenue au cours de l'année 2022

Graphique 1. Évolution du PIB depuis le T4 2019



1. Ce texte est rédigé par Raul Sampognaro, Département analyse et prévision.

est conforme à la croissance moyenne du PIB constatée pendant la période 1996-2007 (1,5 % en moyenne annuelle). Pour les deux années à venir nous anticipons une croissance positive (+0,4 % en 2023 et +0,6 % en 2024) même si la vigueur de la demande intérieure devrait être toujours perturbée par les hausses de prix qui pèsent sur le pouvoir d'achat.

## Le choc inflationniste affecte la dynamique sans l'arrêter

Si l'activité a résisté, l'année 2022 n'a pas été un long fleuve tranquille. Avant le déclenchement du conflit, l'Italie était un des pays les plus dépendants des importations de gaz russe avec l'Allemagne et les pays d'Europe de l'Est. En 2020, le *mix* énergétique italien contenait 31 % de gaz dont un tiers en provenance de Russie.

L'Italie s'est donc trouvée ainsi en première ligne face à ce choc historique. Un des premiers défis de l'Italie a été de diminuer rapidement cette dépendance. En quelques mois seulement, les importations italiennes de gaz naturel ont diminué fortement. En volume, la baisse est de 90 % en quantité (de plus de 5 millions de tonnes au quatrième trimestre 2021 à un peu moins de 500 000 au troisième trimestre 2022)<sup>2</sup>. Cette baisse a pu être compensée par la hausse des importations en provenance d'Algérie, d'Azerbaïdjan, des États-Unis et de Norvège et, bien que dans une moindre mesure, par la réduction de la consommation nationale. Si cet ajustement rapide a permis d'éviter des rationnements en énergie, ceci n'a pas été sans conséquence sur le niveau des prix. Ce qui a été confirmé par l'inflation. En moyenne annuelle, le déflateur de la consommation a augmenté de 7,4 % en 2022 (la hausse est de 6,9 % dans la zone euro) et le choc s'est amplifié en fin d'année : au quatrième trimestre le glissement annuel du déflateur de la consommation des ménages s'établit à +11,0 % (alors qu'il est de 8,8 % dans la zone euro). Le PIB s'est stabilisé en début d'année (+0,1 % au T1 2022) puis a connu un fort dynamisme aux deuxième et troisième trimestres (+1,0 % puis +0,4 %) avant de connaître une légère baisse en fin d'année (-0,1 % au T4). En moyenne annuelle, le PIB a affiché une croissance de 3,7 %. Il a été tiré essentiellement par les moteurs domestiques : la consommation des ménages (+4,6 %) et l'investissement (+9,4 %). Ce dernier poste de la demande atteint des

---

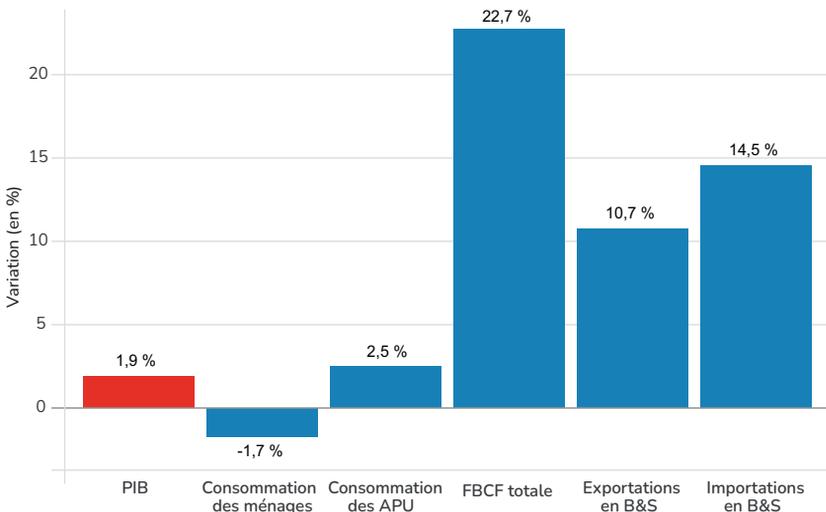
2. Pendant cette période, la baisse des importations en valeur est un peu moins marquée (-80 %, de 4,4 milliards à 853 millions) du fait de la hausse des prix.

points hauts historiques. Le maintien d'une consommation relativement robuste s'explique par la baisse du taux d'épargne qui s'établit à la fin de l'année à 5,3 %, soit un niveau bien inférieur à celui qui prévalait avant la crise sanitaire (7,6 % du revenu disponible brut).

Fin 2022, le PIB italien s'établit 2 points au-dessus de son niveau pré-Covid. Cette croissance n'est pas tirée de façon homogène par les différentes composantes de la demande. En volume, la consommation reste 2 points inférieure à son niveau pré-Covid malgré sa forte croissance de 2022, insuffisante pour récupérer son niveau d'avant-crise sanitaire. De son côté, l'investissement s'établit 23 points au-dessus de son niveau du quatrième trimestre 2019, constituant le principal moteur de la reprise. Les exportations en biens et services s'établissent 11 points au-dessus de leur niveau pré-Covid. Toutefois, les échanges internationaux pèsent sur la vitesse de récupération de l'économie italienne car les importations sont 15 points supérieures à leur niveau du quatrième trimestre 2019 (graphique 2).

Les bonnes nouvelles ne s'arrêtent pas là pour l'économie transalpine. Si on se concentre sur le secteur marchand, la reprise est encore plus marquée. La valeur ajoutée est en hausse de 5 points depuis le quatrième trimestre 2019 et l'emploi a augmenté de 0,7 point. Ceci reflète des gains de productivité par tête, ce qui contraste avec l'expérience italienne récente et ce que l'on observe au cours de cette même

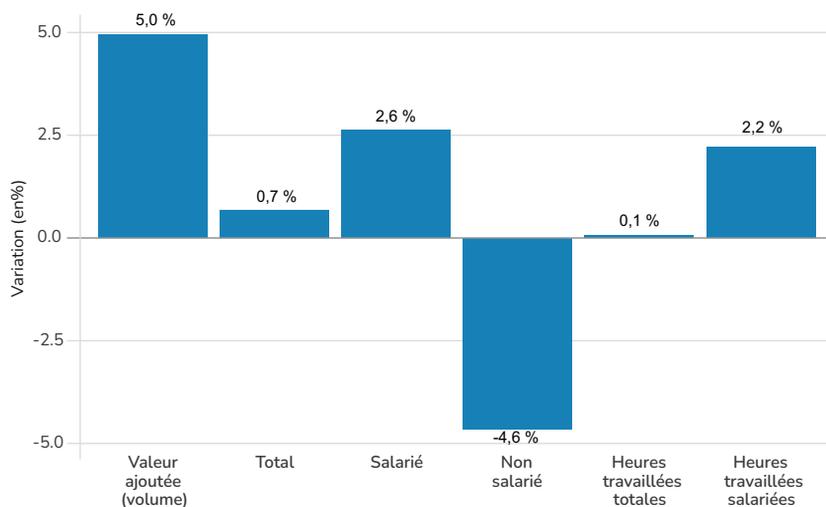
Graphique 2. Évolution du PIB et des composantes depuis le T4 2019



Dernier point : T4 2022. Istat.

période dans les autres pays européens. Le volume horaire total est plutôt stable, suggérant des gains encore plus forts en ce qui concerne la productivité horaire. Ces dernières évolutions masquent des dynamiques structurelles de l'économie transalpine. L'économie italienne est historiquement associée avec une part du travail indépendant plus importante qu'ailleurs. Or, cette particularité est en train de s'estomper. Cette tendance précède la crise sanitaire mais, depuis le quatrième trimestre 2019 l'emploi salarié a augmenté de 2,6 points tandis que l'emploi non salarié recule de 4,6 points. En termes de volume horaire travaillé, une évolution similaire est observable (graphique 3). Les chiffres de productivité transalpins sont fortement heurtés par cette tendance à la hausse de l'emploi salarié. Dans ce contexte, le taux de chômage du quatrième trimestre 2022 s'établit à 7,9 %, soit un niveau inobservé depuis 2009. Cette bonne nouvelle sur le front du chômage s'explique certes par le relatif dynamisme de l'emploi (notamment salarié) mais aussi par la baisse de la population active observée depuis le début de la crise sanitaire (-1,2 %).

Graphique 3. Évolution de la valeur ajoutée marchande et de l'emploi marchand depuis le pic pré-Covid



Dernier point : T4 2022. Istat.

## L'inflation persiste à l'horizon de la prévision

Pour la période 2023-2024, l'évolution de l'activité et de l'emploi sera fortement dépendante de l'évolution des prix et des salaires. Les informations conjoncturelles disponibles ne laissent pas présager d'une accalmie rapide : début 2023 la forte inflation des prix à la consommation persiste. Au mois de mars 2023, l'indice de prix à la consommation (IPC) est 7,6 % supérieur à son niveau de mars 2022. Comme ailleurs, le dynamisme de l'indice de prix s'explique par les prix alimentaires (+12,9 %) et énergétiques (+10,8 %). Il faut remarquer que les mesures du décret *Aiuti quater* expliquent une baisse des prix des produits énergétiques réglementés récente qui devrait s'effacer au cours des prochains mois si de nouvelles mesures ne sont pas prises. Toutefois ceci ne doit pas masquer que l'inflation sous-jacente est aussi très forte (+6,3 % sur un an). Les augmentations de prix sont importantes tant pour les biens non alimentaires que non énergétiques (+5,4 %) ainsi que pour les services (+4,5 %).

Face à une telle exposition à la crise énergétique, la politique budgétaire italienne a été une des plus actives pour pallier les effets du renchérissement des prix énergétiques. En 2022, les mesures budgétaires spécifiques mises en place pour répondre à la crise énergétique s'élèvent à 55 milliards d'euros, soit 2,9 % du PIB, ce qui fait de l'Italie une des économies avancées ayant mobilisé le plus de ressources pour pallier le choc. Avec l'accalmie des prix énergétiques, le soutien s'estompera progressivement. À la suite de la signature du décret *Aiuti quater* l'Italie consacrera plus de 14 milliards d'euros en 2023 (0,9 point de PIB) à la compensation du choc subi par les acteurs privés. Près de la moitié de ces mesures vise à réduire les prix (notamment avec des mesures de fiscalité spécifique) au cours du premier trimestre de l'année et le reste consiste en des mesures plus ciblées sur les ménages et les entreprises, plus exposés. Compte tenu de l'information disponible, nous prévoyons l'effacement définitif des mesures de soutien en 2024.

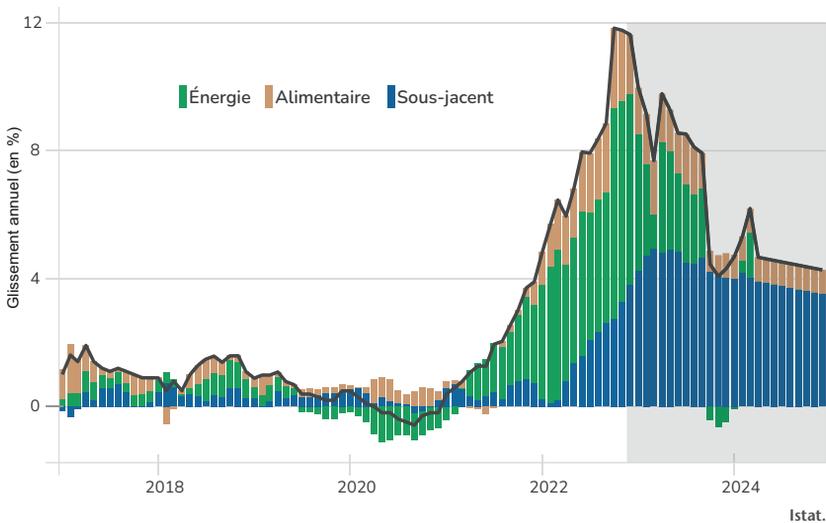
À horizon de notre prévision nous anticipons, hors effets des politiques publiques spécifiques<sup>3</sup>, une stabilisation du niveau des prix énergétiques. Compte tenu de nos prévisions de prix alimentaires

---

3. Les prix énergétiques baisseraient au premier trimestre 2023 (comme cela est déjà observé dans les publications de l'IPC) mais retrouveraient leur niveau du quatrième trimestre 2022 au cours du deuxième trimestre 2023 avec la levée prévue des mesures énergétiques contenues dans le décret *Aiuti quater*.

internationaux<sup>4</sup>, cette composante de l'indice devrait garder une dynamique haussière. Enfin, pour la période 2023-2024, c'est le reste de l'indice – plus lié aux dynamiques internes – qui restera dynamique. Certes la décrue de l'inflation sous-jacente sera palpable mais lente (+5,7 % en glissement annuel prévu en décembre 2023 et 4,9 % en décembre 2024). Dans ce contexte, le glissement annuel de l'IPC (graphique 4) devrait toujours rester à un niveau élevé fin 2024 (+4,3 %).

Graphique 4. Contributions à l'évolution de l'indice de prix à la consommation



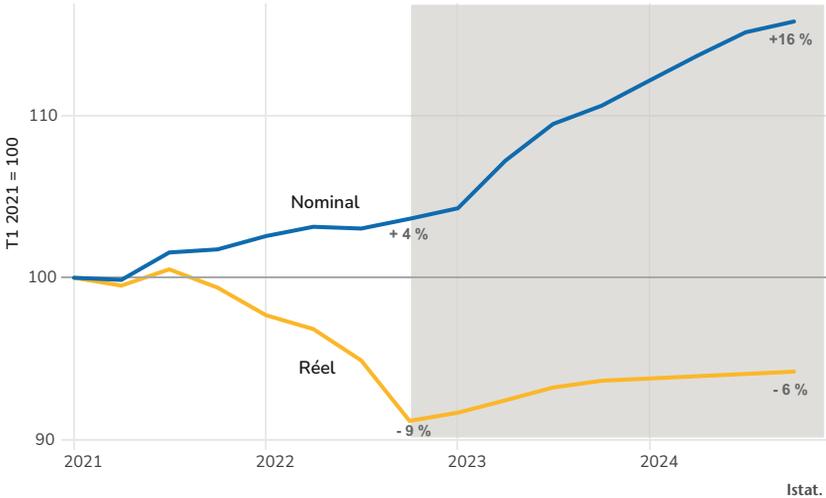
Ce scénario de prix est à confronter à nos attentes en matière d'évolutions salariales. Au quatrième trimestre 2022, les salaires réels horaires du secteur marchand s'établissaient 9 points en dessous de leur niveau de début 2021 et ce malgré une hausse du salaire horaire nominal de 4 points. Sur la base des premiers éléments des négociations collectives du début de l'année, et sous l'hypothèse que les salaires réels ne peuvent rester de façon durable aussi fortement déconnectés ni de la productivité ni des aspirations des salariés<sup>5</sup>, nous prévoyons une hausse des salaires réels en 2023 et dans une moindre mesure en 2024 (graphique 5). Ainsi, selon nos prévisions les pertes de salaire réel horaire cumulées depuis 2021 s'établiraient à 6 % fin 2024.

4. Voir synthèse internationale dans ce numéro.

5. Guido Lorenzoni et Ivan Werning, 2023, « Wage price spirals », *NBER Working Paper*, n° 31099.

Ce scénario de spirale salaires-prix permet de rétablir très partiellement le pouvoir d'achat des salariés mais suffit à exercer une pression non négligeable sur le niveau des prix transalpins au cours des deux prochaines années.

Graphique 5. Salaire horaire dans le secteur marchand



## L'activité résisterait

Si les salaires réels s'établissaient en hausse, le pouvoir d'achat des ménages transalpins resterait relativement modeste dans un contexte où le soutien budgétaire se réduit et l'inflation reste à un niveau élevé. Néanmoins, le maintien d'un taux d'épargne à son niveau bas atteint au quatrième trimestre 2022 tout le long du scénario de prévision permettrait de garder une consommation relativement dynamique au vu de la faiblesse du pouvoir d'achat. La hausse de la consommation des ménages serait de 1,1 % en 2023 et de 0,1 % en 2024. Selon notre prévision, plus de la moitié de la sur-épargne accumulée depuis le déclenchement de la crise Covid serait consommée pour faire face au choc inflationniste.

Fin 2022, l'investissement s'établissait à un niveau historiquement élevé (21,8 % du PIB) porté notamment par l'investissement en construction. Sous l'effet de la hausse des taux d'intérêt et de la baisse du taux de marge liée aux gains de salaires réels mentionnés ci-dessus, l'investissement devrait reculer au cours de chaque trimestre de l'année

2023 (-0,3 % prévu de variation trimestrielle). Mais compte tenu de l'acquis de croissance de l'investissement ceci permet de garder une croissance positive de l'investissement pendant l'année (+1,2 % en moyenne annuelle) et resterait finalement à un niveau élevé (21,5 % du PIB). Pour 2024, l'évolution du salaire réel plus conforme aux gains de productivité permettra de maintenir une croissance de l'investissement mais plus faible que celle de l'activité dans son ensemble (graphique 6).

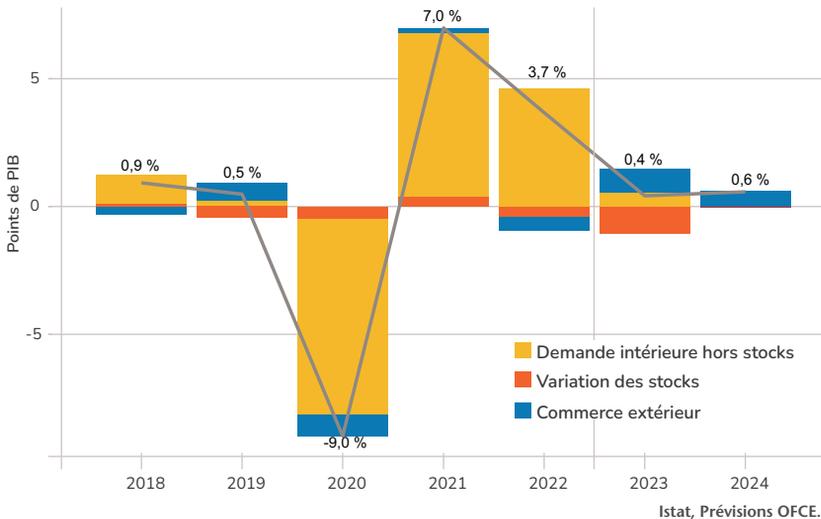
En 2023 et en 2024, la demande intérieure restera relativement contenue. Ceci permettra de limiter la progression des importations (+0,6 % prévu pour 2023 et +0,5 % pour 2024). *A contrario* la relative vigueur de la croissance mondiale favorisera la demande adressée aux entreprises italiennes du reste du monde alors même que les pertes de compétitivité – liées au dynamisme des prix domestiques attendu – n'aura que des effets lents sur les ventes italiennes à l'international. Les exportations devraient être dynamiques en 2023 (+3,0 %) avant de ralentir en 2024 (+2,1 %), sous l'effet des pertes de compétitivité-prix en lien avec le maintien d'un scénario fortement inflationniste du fait des tensions internes.

Graphique 6. Taux d'investissement



Ainsi, 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. Ce chiffre masque néanmoins l'arrêt de la croissance de l'activité au cours de l'année 2023 (graphique 7). En effet, toute la croissance annuelle italienne s'explique par l'impulsion de la croissance héritée de l'année 2022. Contrairement à 2022, la demande intérieure totale pèsera sur la valeur ajoutée (contribution à la croissance de -0,5 point) tandis que les échanges internationaux limiteront la chute du PIB (contribution de +0,9 point). Au cours de l'année 2024, l'économie transalpine devrait renouer avec une croissance positive. Le taux de croissance trimestrielle est attendu à +0,2 % au cours du premier semestre avant d'atteindre 0,3 % au cours des six derniers mois de l'année. Selon notre prévision, la croissance transalpine serait de 0,6 % en moyenne annuelle. Ce niveau d'activité serait compatible avec la croissance potentielle italienne. En 2024, la demande intérieure totale devrait cesser de pénaliser l'activité (contribution neutre attendue) alors que les échanges extérieurs continueront à porter le scénario (contribution de +0,6 point de PIB).

Graphique 7. Contributions à la croissance du PIB



Si l'activité a plutôt bien résisté, ceci ne doit pas masquer des effets durables de la succession des crises récentes (crise sanitaire puis énergétique). L'Italie, comme le reste des économies comparables, a pu surmonter les chocs sans trop de heurts grâce à une action publique

forte. En 2022, le déficit public s'est établi à 8,0 points de PIB et resterait de l'ordre de 5,2 points en 2023 et de 4,8 points en 2024. Au sens de Maastricht, la dette publique transalpine s'établirait à 138,7 % du PIB (alors qu'elle s'établit à 144,7 % du PIB en 2022). L'Italie sortira de la crise avec le niveau de dette publique le plus élevé de la zone euro (en mettant de côté la Grèce), une inflation toujours élevée et des pertes de compétitivité-prix. Ces fragilités – pour certaines communes aux économies comparables – peuvent jouer plus rapidement dans le cas transalpin, qui s'avèrent les plus élevées de la zone euro après celles de la Grèce. L'Italie pourrait être en première ligne dans le cas d'une nouvelle crise des dettes souveraines en cas de remontée rapide des taux d'intérêt.

Le scénario d'une simple pause de l'économie transalpine en 2023 ne doit pas cacher les forts risques qui l'entourent. D'une part il y a des risques globaux qui pèsent sur le scénario. Si le spectre d'une crise bancaire globale semble s'éloigner, il faut rester prudent en ce qui concerne les effets de la montée des taux d'intérêt sur la stabilité du système bancaire global. D'autre part, l'Italie fait face à des risques idiosyncratiques. Le *mix* énergétique italien conserve une forte part de gaz. Si l'Italie a réussi à trouver des fournisseurs alternatifs à la Russie, elle restera très dépendante des aléas sur le prix de cette matière première énergétique. Un retour de tensions sur les prix énergétiques n'est pas à exclure pour l'hiver 2023-2024. Par ailleurs, l'effacement prévu des mesures exceptionnelles de soutien suffit à expliquer une impulsion budgétaire neutre en 2024. Il ne peut être exclu que la politique budgétaire soit plus restrictive au cours des prochaines années, notamment dans un contexte où la dette publique reste une des principales fragilités transalpines. Cela dépend des décisions prises au niveau européen concernant les règles de gouvernance budgétaire.

Des aléas positifs sont aussi envisageables. En particulier, dans nos prévisions seulement la moitié de la sur-épargne Covid est consommée. Si une mobilisation encore plus rapide peut augmenter la pression inflationniste, il est envisageable que la fin de la sur-épargne puisse arriver de façon plus précoce. Ceci soutiendrait la consommation des ménages de façon plus rapide en espérant le rattrapage du pouvoir d'achat.

### Encadré 1. Les difficultés pour appréhender la productivité italienne

Depuis quelques décennies, l'économie italienne se distingue par la faiblesse de ses performances économiques<sup>6</sup>. À titre d'exemple, entre 1996 et 2007 la croissance transalpine annuelle s'est établie à 1,5 % alors que la zone euro connaissait une croissance en moyenne de 2,3 % et les économies avancées analysées par le FMI étaient à un taux de 2,8 %. Entre 2008 et 2019, la situation est devenue plus préoccupante car l'économie italienne a connu un taux de croissance moyen de -0,3 % pendant la période (alors que la zone euro affichait une croissance moyenne de 0,8 % et les économies avancées de 1,4 %).

Une grande partie de l'écart s'explique par la faiblesse des gains tendanciels de productivité transalpins. Selon Ducoudré et Heyer (2017)<sup>7</sup>, la productivité horaire des salariés du secteur marchand italien stagnait en fin de période alors qu'elle augmentait à des niveaux proches de 1 % dans les économies avancées comparables (États-Unis, Royaume-Uni, France, Allemagne ou même Espagne).

Sans nier la spécificité du cas italien en termes de faiblesse des gains de productivité cette vision sur une productivité stagnante – voire en recul – peut masquer des évolutions structurelles qui ont opéré dans l'économie italienne au cours de la période initiée en 1996 et qui se poursuivent encore aujourd'hui : le développement de l'emploi salarié. En 1996, 65,5 % du volume total des heures travaillées étaient réalisés par les salariés en Italie. Ce chiffre était de 78,4 % dans la zone euro et de 82,9 % en France. Depuis 1996, l'Italie élimine progressivement cet écart avec le reste de la zone euro. En 2022, 71,8 % des heures travaillées sont réalisées par des salariés en Italie (+6,3 points de pourcentage) alors que dans la zone euro le chiffre atteint 81,8 % (chiffre en hausse de 3,5 points). L'amenuisement du poids des indépendants dans les processus productifs italiens peut biaiser nos mesures de la productivité horaire des salariés.

Dans le secteur marchand, ces phénomènes se sont poursuivis depuis le déclenchement de la crise sanitaire (voir graphique 3) mais reflètent une tendance plus longue de l'économie transalpine (graphique 8). Cette tendance observée depuis plusieurs décennies amène à un peu plus de prudence lorsqu'on observe une stagnation de la productivité horaire apparente des salariés.

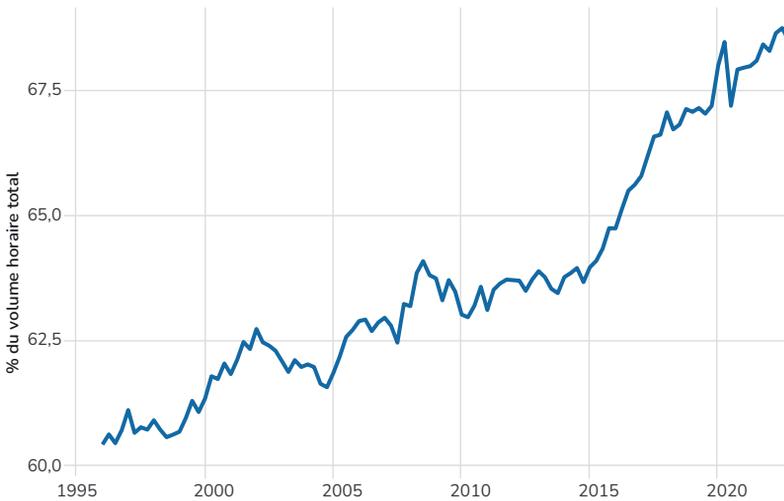
Si l'on réalise les calculs sur les gains de productivité horaire (ou par tête) apparente dans le champ marchand sans tenir compte du statut professionnel des actifs occupés, le discours sur la productivité italienne change. Si les gains restent plus modérés qu'ailleurs, de l'ordre de +0,5 % avant la crise

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

7. Bruno Ducoudré et Éric Heyer, 2017, « Quel nouveau sentier de croissance de la productivité du travail ? Une analyse pour six grands pays développés », *Revue de l'OFCE*, n° 152.

sanitaire et +0,6 % depuis, ces gains existent et peuvent contribuer à expliquer une partie de la résistance du PIB italien observée dernièrement. Ces analyses doivent être approfondies (notamment dans la lignée des travaux réalisés par Ducoudré et Heyer (2017), mais suggèrent que la croissance potentielle italienne peut être supérieure à nos évaluations préalables réalisées sur des estimations des gains de productivité tendancielle sur le seul champ de l'emploi salarié.

**Graphique 8. Part du volume horaire total travaillé réalisé par les salariés (secteur marchand)**



Dernier point : T4 2022. Istat.

**Tableau. Contribution de l'évolution des prix et des volumes au solde de la balance commerciale au troisième trimestre 2022 par rapport à 2019**

Période	Productivité			
	Par tête		Horaire	
	Salariés	Total	Salariés	Total
Pré-Covid (95-19)	-0,4	0,0	0,0	0,5
Post-Covid	-0,1	0,6	-0,1	0,6

Calculs OFCE, sur données IStat

### Espagne : croissance sous contraintes<sup>1</sup>

Comme partout, la reprise en Espagne aura été interrompue à l'été 2022 par la guerre en Ukraine et les conséquences inflationnistes qu'elle a engendrées. À la perte de pouvoir d'achat du revenu des ménages et à la montée des incertitudes qui brident les comportements d'achats, s'ajoutent depuis l'été dernier, le resserrement monétaire conduit par la BCE et le désengagement progressif de la politique budgétaire de soutien à l'économie face aux conséquences de la guerre en Ukraine. Sur l'ensemble de l'année 2022, la croissance du PIB affiche un score honorable de 5,5 %, comme en 2021, mais l'acquis en début d'année 2023 n'est plus que de 0,8 point (contre 3,6 points début 2022). En 2023 et 2024, le ralentissement est marqué : la croissance devrait avoisiner 1,6 % et 2,2 % respectivement et l'inflation devrait converger vers 3 % dès la mi 2024.

#### **Fin de la reprise à l'été 2022 ...**

Par rapport à notre prévision d'automne, la croissance sur l'ensemble de l'année 2022 aura été meilleure que prévue : 5,5 % au lieu de 4,3 %. Plusieurs raisons à cela. Tout d'abord, les derniers comptes nationaux trimestriels ont largement révisé le PIB à la hausse sur le premier semestre 2022. Contrairement aux données initiales, l'activité n'a pas baissé au premier trimestre et est restée très soutenue au deuxième. Au printemps 2022, le PIB a augmenté de 7,8 % sur un an contre 6,8 % selon la version disponible à l'automne dernier. Ensuite, la rupture attendue au deuxième semestre a bien eu lieu mais avec une ampleur moindre que prévue. La croissance a été faible mais est restée positive à 0,2 % sur chacun des deux derniers trimestres. Par ailleurs, la dernière version des comptes révisé le diagnostic sur 2021 et début 2022 car la dynamique de croissance a été différente, avec un soutien du commerce extérieur plus marqué du fait d'exportations beaucoup plus soutenues au premier semestre 2022. Quant à la demande intérieure, si la contribution à la croissance est restée presque identique, la logique a été modifiée, avec une consommation des ménages moins déprimée (-3,8 % en dessous de fin 2019 au lieu

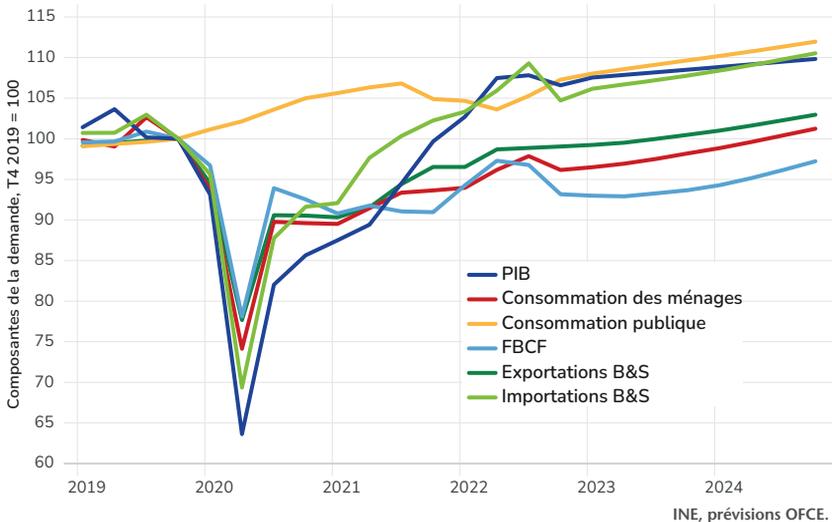
---

1. Ce texte est rédigé par Christine Riffart, *Département analyse et prévision*.

de -5,8 % initialement) et un investissement fortement révisé à la baisse en 2021, rabattant l'idée que les fonds européens pouvaient suffire à doper l'investissement. En résumé, la reprise a continué d'être soutenue par le commerce extérieur et une consommation des ménages qui s'est révélée moins déprimée que prévue tandis que l'investissement logement mais surtout des entreprises est resté à la traîne. Enfin, les variations de stocks ont joué négativement sur la croissance, à la différence du scénario antérieur.

La rupture de la croissance qui s'est engagée à l'été 2022 a frappé toutes les composantes de la demande finale (graphique 1), d'abord l'investissement puis la consommation des ménages au dernier trimestre. Les exportations ont reculé elles de 1,1 %. Aussi, la légère croissance du PIB du quatrième trimestre 2022 ne se doit qu'à la chute des importations de 4,2 % et au rôle positif joué par les stocks. Fin 2022, le PIB est encore 0,9 point en dessous de son niveau de fin 2019, la consommation des ménages 3,8 % et l'investissement total 6,8 %.

Graphique 1. PIB et composantes de la demande depuis 2019



### ... sous l'effet de l'emballage de l'inflation

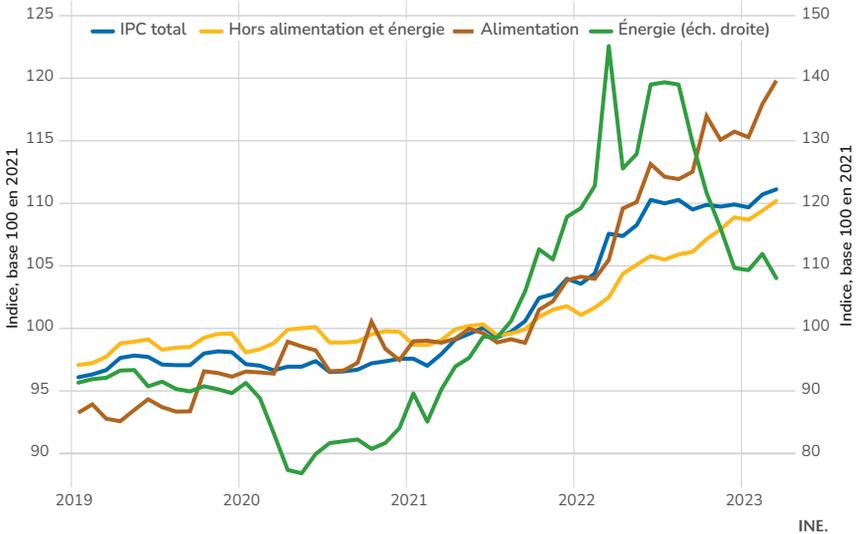
Ce ralentissement brutal de l'activité au deuxième semestre 2022 est le contre coup de la poussée inflationniste intervenue depuis 2 ans, d'abord avec les tensions sur les chaînes d'approvisionnement et le marché des matières premières liées à la reprise mondiale de l'après-

Covid, puis avec la guerre en Ukraine. Au plus fort de l'emballement des prix, à l'été 2022, l'inflation espagnole atteignait 10,4 % sur un an, soit 12 % depuis la période pré-Covid fin 2019. La baisse des prix de l'énergie d'août 2022 à janvier dernier (-21,4 % sur la période) a permis de contenir la hausse globale de l'inflation et de stabiliser les prix pendant plusieurs mois. À la fin 2022, l'inflation était revenue à 5,5 % sur un an. Mais le prix des autres composantes reprend progressivement. Car si l'énergie tient une place importante dans l'indice des prix (11,7 % de l'IPCH, soit moins que l'Allemagne avec 12,1 %, mais plus que la France à 10,3 % et l'Italie 9,7 %), la composante alimentation-boissons-tabac tient une place encore plus importante dans l'IPCH (25 %, contre 17,2 % en Allemagne, 21 % en France et 23,1 % en Italie). Or depuis la fin 2021, les prix de l'alimentation accélèrent très rapidement et continuent sur les premiers mois de 2023 (15,7 % sur un an en février et 20,8 % depuis octobre 2021) (graphique 2). De même l'inflation sous-jacente a augmenté en 2022 et commence l'année 2023 sur un rythme annuel supérieur à 5 % en février. Dès lors, l'effet de ciseaux est passé, la baisse des prix de l'énergie étant désormais insuffisante pour compenser les hausses du prix des autres composantes alimentaires et du sous-jacent. L'indice global est reparti à la hausse en février et mars derniers, mais l'inflation sur un an continue de baisser rapidement, notamment du fait d'un effet de base favorable. Au premier trimestre 2023, l'inflation atteint en moyenne 5 % sur un an.

Ce mouvement devrait se poursuivre dans les trimestres à venir. Côté énergie, nous faisons l'hypothèse que le prix de référence du gaz sur le marché de gros (MIBGAS pour l'Espagne) se maintiendra à un niveau relativement bas. L'Espagne resterait toutefois moins impactée que ses partenaires européens par un risque de hausse car, comme le Portugal, autre pays de la péninsule, elle bénéficie du mécanisme de l'Exception ibérique du fait de ses faibles interconnexions avec le reste du continent. Cette dérogation, négociée avec l'UE en mai dernier et qui devait s'arrêter en juin 2023, vient d'être prolongée jusqu'à la fin de l'année (le gouvernement espagnol n'exclut pas une extension à fin 2024). Cette dérogation permet de contourner le mécanisme européen de formation du prix de l'électricité (basé sur le « coût marginal » de la dernière capacité de production utilisée, actuellement des centrales à gaz) en plafonnant le prix du gaz vendu aux centrales électriques. Le plafond est actuellement à 55 euros/MWh et devrait passer à 65 euros en décembre. Selon le gouvernement espagnol, ce régime

dérogatoire aurait permis une économie de 5 milliards d'euros pour le consommateur. Simultanément les prix du pétrole devraient rester stables autour de 80 dollars le baril d'ici fin 2024. La zone euro devrait continuer de bénéficier en plus d'une légère appréciation de l'euro au premier semestre.

Graphique 2. Indice des prix à la consommation en niveau



Les prix de l'alimentation devraient continuer d'augmenter sur la période mais moins rapidement qu'en 2022. Les moteurs ne seront donc plus les mêmes qu'en 2022. Entre 2022 et 2023, la contribution de l'énergie à l'inflation globale passerait de 3,2 points à -1,6 point et la contribution de l'alimentation de 2,7 points à 1,8 point. Contrairement à 2022 où ces deux composantes se cumulaient, en 2023, elles tendraient à s'annuler mutuellement. L'inflation future serait donc essentiellement guidée par l'inflation sous-jacente, plus persistante car alimentée par la diffusion croissante de la hausse des prix de l'énergie (voir Banque d'Espagne) et des matières premières dans l'ensemble du processus de production et par la hausse des salaires. L'inflation ralentirait, ou se « normaliserait », en convergeant progressivement vers 4 % fin 2023 et 3 % mi 2024, après 6,5 % fin 2022. Le niveau des prix resterait néanmoins durablement élevé (presque 20 % au-dessus de mi 2021).

## Un moindre soutien budgétaire et une politique monétaire restrictive en 2023 et 2024

En plus du prolongement de l'avantage lié à l'Exception ibérique, le gouvernement espagnol continue de prendre des mesures pour protéger le pouvoir d'achat des ménages. Le soutien sera moindre qu'en 2022 mais plus ciblé. Les mesures devraient atteindre cette année 10,6 milliards d'euros (0,4 % du PIB, soit une baisse de 0,4 point de PIB par rapport à 2022).

En 2022, les mesures d'urgence de lutte contre l'inflation ont atteint 19 milliards d'euros dont 7,9 milliards au titre de l'encadrement de prix de l'énergie, 4,2 milliards en baisse de la fiscalité sur l'énergie et 6,8 milliards en aides directes aux ménages et aux entreprises. L'ensemble de ces aides sont arrivées à terme fin décembre. Le 27 décembre 2022, a été adopté par Décret-loi (RDL) un nouveau plan anti-inflation de 10 milliards qui prolonge partiellement certaines mesures de 2022 et en introduit de nouvelles. La baisse des impôts et taxes sur l'énergie (notamment la baisse de la TVA sur le gaz de 21 % à 5 % et l'électricité de 10 % à 5 %) a été reconduite sur l'ensemble de l'année 2023. En revanche, la bonification de 20 centimes sur le prix des carburants est désormais réservée aux professionnels (transports, agriculteurs, pêcheurs, navires) jusqu'en juillet (20 centimes jusqu'au 31 mars, puis 10 centimes jusqu'au 30 juin). Pour lutter contre la hausse des prix alimentaires, la TVA sur les biens de première nécessité (pain, farine, lait, fromage, œufs, fruits, légumes et céréales) est passée depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2023, de 4 % à 0 % et la TVA sur les pâtes et les huiles, de 10 % à 5 %. Ces baisses sont prévues pour une période de 6 mois (réduite à 4 mois si l'inflation sous-jacente fin avril 2023 s'établit en-deçà de 5,5%)<sup>2</sup>. Enfin, les aides directes aux ménages et entreprises sont maintenues (prolongement au 31 janvier de la baisse des prix dans les transports publics, surtout extension du versement d'un chèque de 200 euros à 4,2 millions de familles à revenu modeste, versement du bon social électricité à 600 000 personnes, prolongement pour un an de la hausse des pensions de retraites et d'invalidité non contributives de 15 % par rapport à leur niveau de janvier 2022, de même pour le revenu minimum vital, aide de 660 millions versée aux agriculteurs).

---

2. La Banque d'Espagne évalue à + 0,7 point sur l'inflation de janvier l'impact de la fin de la bonification du prix des carburants aux particuliers et à - 0,2 point l'impact de la baisse de la TVA sur les produits alimentaires. Elle estime par ailleurs à 0,4 point l'impact de l'intégration dans l'IPC, des prix du gaz et de l'électricité sur le marché libre et à 0,3 point la révision annuelle de la pondération de l'assiette de consommation des ménages.

Au-delà des mesures d'urgence, d'autres mesures aux effets redistributifs ont été inscrites dans la loi de finances 2023 dont le solde total se monte à 3,9 milliards d'euros de recettes nettes supplémentaires (0,2 % du PIB). Les principales mesures sont la baisse de l'impôt sur le revenu pour les familles les plus modestes (baisse des prélèvements sur les revenus bruts annuels atteignant 21 000 euros, soit le niveau du revenu médian de 2020 selon la dernière enquête sur les salaires), le relèvement du seuil minimal d'imposition du salaire brut de 14 000 à 15 000 euros, l'extension des déductions d'impôt pour les mères célibataires qui travaillent ayant des enfants de moins de 3 ans. Le coût de ces moindres rentrées fiscales est de 1,8 milliard d'euros. Il est compensé par des recettes supplémentaires (5,7 milliards attendus), provenant notamment de l'instauration de l'impôt sur les grandes fortunes (1,5 milliard en 2023) et du prélèvement sur les entreprises du secteur de l'énergie et les établissements de crédits (3,5 milliards). S'ajoutent la limitation à 50 % du report des pertes pour les groupes à fiscalité consolidée en 2023 et un impôt spécial sur les plastiques à usage unique.

Finalement, en considérant les mesures du dernier plan d'urgence et celles inscrites dans le PLF 2023, l'impulsion budgétaire sera négative en 2023 de 0,5 point de PIB. Ce retrait n'est pas le signe d'une politique budgétaire restrictive mais plutôt de la normalisation de la politique d'accompagnement dans un contexte d'atténuation des chocs. Le déficit budgétaire de 4,8 % en 2022 (après 6,9 % en 2021), pourrait atteindre 4,5 % en 2023 et 4,1 % en 2024, soit plus que les objectifs inscrits dans le Programme de stabilité à 3,9 % et 3,3 %.

S'ajoute à ce retrait du soutien budgétaire la hausse du taux d'intérêt directeur entamée par la BCE depuis juillet dernier qui s'est transmise dans les taux de crédits proposés par les institutions financières aux ménages et aux entreprises. Les taux sur les nouveaux crédits hypothécaires, de 1,5 % sont passés à 3,6 % en février dernier. L'envolée est d'autant plus douloureuse que 70 % des emprunts des ménages sont à taux variables et fréquemment renégociés. Après une période de recrudescence, ces derniers mois ont affiché un retournement du marché immobilier tant du côté des transactions, des nouveaux crédits que des mouvements de prix qui commencent se tasser. Pour éviter la hausse des charges d'intérêt, de nombreux ménages utilisent l'épargne accumulée pendant la crise Covid pour accélérer le remboursement de leur prêt.

## L'activité résiste en début d'année

Pour autant, en ce début d'année 2023, l'activité semble résister et pourrait progresser au même rythme que précédemment, soit 0,2 % par rapport au trimestre précédent. Les indicateurs conjoncturels restent mitigés. Sur la base des deux premiers mois de l'année, l'indice de production industrielle recule de 0,2 % par rapport à la moyenne des trois mois précédent (dont -1,1 % dans l'industrie manufacturière). Le taux d'utilisation des capacités productives, à un niveau bien inférieur à sa moyenne de long terme, continue de baisser à un rythme rapide depuis presque un an. Les enquêtes ne montrent pas non plus de signes de nette amélioration. Clairement, les entreprises pointent de plus en plus l'insuffisance de la demande comme premier facteur limitatif à l'accroissement de l'offre, les tensions sur les chaînes d'approvisionnement s'estompant progressivement même si en ce début d'année elles restent encore très supérieures à la normale et la contrainte financière, négligeable jusqu'alors, a augmenté. La confiance dans les entreprises de l'industrie reste toujours aussi dégradée sans signe d'amélioration en ce début d'année. Le sentiment reste pourtant favorable dans le secteur de la construction malgré un retournement à la baisse au premier trimestre. Dans les services, là aussi la confiance prévaut avec même une légère hausse au premier trimestre. L'indicateur reste cependant en deçà de son niveau de 2019.

Le soutien vient davantage de la consommation des ménages. Les enquêtes auprès des détaillants montrent un rebond des ventes en janvier et février après la chute de la fin d'année 2022 tandis que les nouvelles immatriculations de véhicules neufs restent plutôt fermes jusqu'en mars. La prévision de PIB en temps réel réalisée par l'Airef (Autorité indépendante de responsabilité fiscale) est d'ailleurs largement soutenue par les indicateurs de ventes de détail (grandes entreprises ou par internet). Pour autant, malgré une amélioration, la confiance des ménages reste très dégradée, soit à son niveau moyen de 2020, en pleine crise Covid.

## Fin des créations d'emplois mais hausse des salaires à venir

Malgré cette combinaison de chocs venus frapper les entreprises et les ménages, le marché du travail résiste bien à en juger les créations d'emplois qui se sont poursuivies jusqu'à ce début d'année. La rupture de croissance au deuxième semestre s'est accompagnée d'une hausse de l'emploi visible dans les données de comptabilité nationale (+2,8 %

en 2022 par rapport à 2021) et les enquêtes de population active (+3,1 %). L'emploi est à un niveau bien supérieur à celui précédant la crise Covid (1 point et 2,5 points respectivement selon la source) alors que le niveau du PIB lui, reste encore près de 1 point inférieur. L'ajustement se serait fait néanmoins sur la durée du travail qui selon la comptabilité nationale, aurait baissé fortement au deuxième semestre 2022 après avoir fortement augmenté.

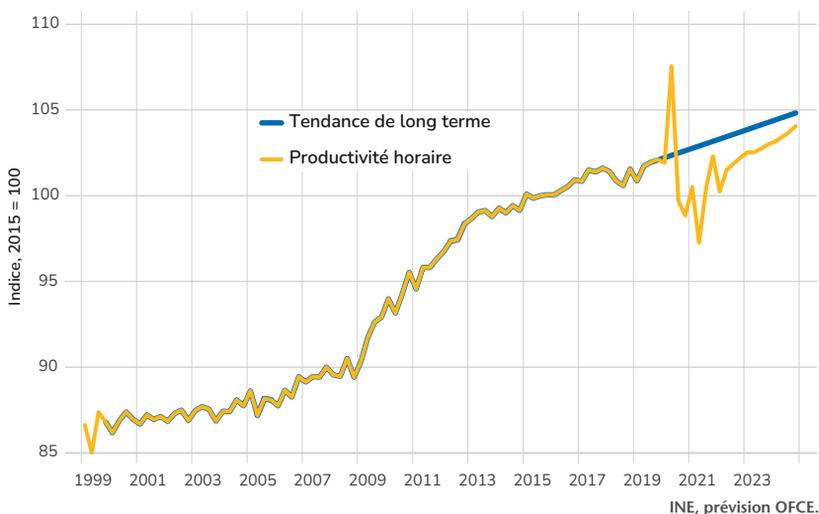
Sur les premiers mois de 2023, ces bonnes performances se sont poursuivies à en juger la hausse du nombre d'affiliés à la sécurité sociale qui s'est accru jusqu'en mars. Si depuis la réforme de 2022, une grande partie des CDD, notamment dans les services (hôtellerie-restauration...) et l'agriculture, a été transformée en contrats fixes-discontinus, apparentés à un CDI (la part des CDI dans l'emploi total est passée de 62 % à 70 %), la hausse des derniers mois s'explique bien par le dynamisme des CDI à temps complet. Simultanément, le nombre de chômeurs continue de baisser et le taux de chômage reste à un niveau relativement bas pour l'Espagne. Passé de 12,6 % en juillet 2022 à 13 % en novembre, il a rebaisé à 12,8 % en février, soit un niveau qui n'était plus atteint depuis 2008.

Dans ce contexte, la productivité horaire et encore davantage la productivité par tête sont restées très dégradées sur la période (graphique 3). Á la fin 2022, cette dernière n'avait pas retrouvé son niveau pré-Covid quand la première venait juste de l'atteindre. En reprenant comme référence la tendance de productivité pré-Covid de 0,5 %, le cycle de productivité horaire reste donc encore très ouvert et il est peu probable qu'il se referme en 2023 compte tenu de la faible croissance du PIB attendue. L'emploi devrait donc encore augmenter au premier trimestre avant de baisser pendant trois trimestres et se stabiliser en 2024. La durée du travail, elle, devrait augmenter jusqu'en 2024 mais rester sur sa tendance baissière (justifiée selon la Banque d'Espagne par le vieillissement démographique, la place croissante des services et la hausse du temps partiel).

Confrontées à une productivité dégradée et des tensions sur le marché du travail, les entreprises doivent également faire face à des revendications salariales portées par la perte de pouvoir d'achat des salariés. En moyenne 2022, le salaire moyen par tête a progressé de 3,2 % pour une inflation de 8,4 % telle que mesurée par l'IPC (6,8 % par le déflateur de la consommation). La différence est encore plus forte si l'on considère le salaire moyen horaire : fin 2022, déflaté de l'IPC, il était 3,6 % inférieur à son niveau de fin 2021. Face à l'inflation, les

hausse de salaires ont accéléré dans le courant de l'année 2022 et se poursuivent début 2023. Au 1<sup>er</sup> janvier, le salaire minimum a augmenté de 8 %. En mars 2023, les hausses du salaire de base signées dans le cadre des conventions collectives atteignent en moyenne 3,1 % (pour 6,75 millions de salariés et pour une inflation à 3,1 %). Cette moyenne recouvre des accords pluriannuels passés mais les nouveaux accords conclus depuis le début de l'année arrivent à des hausses de 4,8 % (pour 522 700 salariés). Ces hausses devraient se poursuivre dans les mois à venir. Par ailleurs, la clause de garantie salariale, qui offre à un quart des salariés couverts par un accord une révision du salaire si l'inflation, en fin d'année, est supérieure à l'accord signé, devrait également s'appliquer. Face à une inflation qui devrait ralentir, nous faisons l'hypothèse que les salaires nominaux vont accélérer jusqu'à la fin de 2023 avant de ralentir en 2024. Le salaire réel devrait avoir retrouvé son niveau de fin 2021 au début de l'année 2024 mais les pertes de pouvoir d'achat passées ne seront pas compensées.

Graphique 3. Productivité horaire



## 2023-2024 : dans l'attente de la reprise

Le pouvoir d'achat du revenu des ménages devrait donc augmenter modérément dans les prochains trimestres (2,7 % et 2,3 % en 2023 et 2024, après un repli de 4,5 % en 2022). La timide accélération de la consommation en 2024 viendra donc du relâchement du taux

d'épargne. Le taux d'épargne revenu fin 2022 à son niveau de 2019 restera à ce niveau sur toute l'année 2023 avant de baisser légèrement en 2024, les ménages jouant la prudence en ces temps de grandes incertitudes. De 8,6 % en 2023, le taux d'épargne devrait baisser à 7,7 % fin 2024, et l'accroissement de la consommation devrait donc passer de 1,3 % en 2023 à 2,8 % en 2024.

L'investissement logement, qui semblait sortir de la crise au premier semestre 2022, devrait continuer de pâtir à la fois de la hausse des taux d'intérêt, de l'épuisement de l'épargne financière disponible et du ralentissement de la croissance. Après la reprise de 2022, il devrait à nouveau baisser cette année avant de repartir lentement en 2024 (-2 % et +1,5 % respectivement). Il resterait néanmoins encore 13 % inférieur à son niveau de fin 2019.

Les entreprises devraient être peu enclines à investir dans les prochains trimestres. En 2022, l'investissement en volume est resté en retrait de la reprise et les perspectives à moyen terme sont mal orientées. L'Espagne bénéficie malgré tout des fonds européens liés au plan de relance depuis 2 ans. Selon la Banque d'Espagne, l'impact sur le PIB pourrait varier en moyenne annuelle de 1,15 % à 1,75 % à l'horizon de 5 ans. Une partie importante de ces fonds a déjà été débloquée mais les effets restent peu visibles dans les comptes. La lecture est différente cependant si l'on considère l'investissement en valeur. En valeur le taux d'investissement n'a pas baissé en 2021 ni en 2022, contrairement au taux en volume, du fait d'un fort effet prix dans le coût des matériaux dans la construction en 2021 et hors construction en 2022. Cette situation prix-volume devrait s'atténuer en 2023.

Si le soutien du commerce extérieur à la croissance a été très positif en 2022 (près de la moitié des 5,5 %) du fait du rebond des exportations touristiques et non touristiques, le retournement du commerce mondial en 2023 et 2024 devrait marquer un tournant dans l'évolution des performances à l'étranger, notamment du fait du ralentissement de la demande étrangère adressée aux entreprises espagnoles, particulièrement dans des secteurs sensibles comme celui de l'automobile. L'Espagne ne peut plus compter non plus sur la reprise du tourisme international : au printemps dernier, les recettes touristiques avaient retrouvé leur niveau d'avant-crise et malgré la baisse au deuxième semestre, la dynamique reste étroite. Enfin, l'appréciation de l'euro face au dollar et la hausse des coûts de production pèsent sur la compétitivité des produits sur les marchés étrangers. L'Espagne, dont

les parts de marché à l'exportation avaient presque retrouvé leur niveau d'avant-crise, devrait en perdre en 2023 et 2024. En considérant que les importations évolueront comme la demande intérieure, la contribution du commerce extérieur à la croissance devrait donc être négative en 2023 et 2024.



### Royaume-Uni : l'accalmie<sup>1</sup>

Comme dans la plupart des pays industrialisés, la reprise post-Covid s'est interrompue au deuxième trimestre 2022 sous l'effet principalement du choc inflationniste démarré à la mi-2021 et qui se prolonge jusqu'à aujourd'hui. L'économie britannique aurait frôlé la récession au tournant de 2022 et de 2023. Elle devrait toutefois y échapper au premier semestre grâce au soutien de la consommation et de l'investissement publics qui compenseront un faible repli de la consommation des ménages et les reculs de l'investissement des entreprises et en logement. Le soutien des dépenses publiques au premier semestre 2023 serait temporaire et l'impulsion budgétaire serait négative du fait de hausses d'impôts (hausse du taux d'imposition des sociétés de 19 % à 25 % à partir d'avril, partiellement compensée par une mesure fiscale de déduction des investissements, hausse des taux d'imposition et gels de barèmes sur les revenus).

La croissance britannique ne serait que de 0,3 % en moyenne annuelle en 2023 mais redémarrerait à partir du troisième trimestre lorsque la décélération de l'inflation redonnera du pouvoir d'achat aux ménages et permettra une hausse de la consommation et dans la foulée de l'investissement des entreprises. La politique budgétaire resterait restrictive, le gouvernement s'étant engagé à ramener le déficit public à moins de 3 % du PIB en 2025 (contre 6,2 % en 2022-2023, exercice budgétaire). La croissance serait de 1,4 % en 2024.

L'inflation devrait avoir atteint un point haut au tournant de 2022 et de 2023. Comme dans beaucoup de pays, l'année 2023 sera celle de la désinflation au Royaume-Uni sous l'impulsion des baisses de prix des produits énergétiques déjà engagées pour les produits pétroliers et annoncées par le régulateur britannique pour les prix du gaz et l'électricité à partir d'avril 2023. Au total, l'inflation reviendrait sous les 3 % à la fin 2024. Sur le marché du travail, l'emploi stagnerait à l'horizon 2024, freiné par le redressement de la productivité. Le taux de chômage remonterait à 4,7 % en fin d'année 2024, soit 1 point de hausse en deux ans.

---

1. Ce texte est rédigé par Catherine Mathieu et Hervé Péléraux, *Département analyse et prévision*.

## De la reprise à la stagnation

Le coup d'arrêt au rattrapage engagé par l'économie britannique après la crise de la Covid-19 a été brutal au second semestre 2022. L'activité, qui croissait encore de 10,5 % sur un an au premier trimestre 2022, a ralenti à 3,8 % au deuxième pour finir l'année 2022 avec un faible gain de 0,6 % par rapport au quatrième trimestre 2021<sup>2</sup>. À la fin 2022, le PIB du Royaume-Uni n'a pas encore rattrapé son niveau d'avant-crise au quatrième trimestre 2019 à la différence de beaucoup de pays. La multiplication des chocs au cours de l'année 2022, choc d'incertitude lié à la guerre en Ukraine, choc d'approvisionnement lié à la poursuite de la stratégie « zéro-Covid » en Chine, choc inflationniste, ont eu raison du rebond de l'activité qui s'était engagé à la sortie de la crise de la Covid-19.

La consommation des ménages, qui représente près de 63 % du PIB au Royaume-Uni, a fortement ralenti face à l'accélération de l'inflation, passant d'une contribution à la croissance de 1 point au premier semestre 2022 à une contribution nulle au second (graphique 1). La FBCF des entreprises a emboîté le pas, avec une contribution passée de 0,7 à 0,1 point entre le premier et le second semestre 2022 et même un léger recul au quatrième trimestre (-0,2 %). La faiblesse de la consommation des ménages, la hausse des taux d'intérêt impulsée par le resserrement monétaire et la perspective d'une augmentation du taux d'imposition des sociétés de 19 à 25 % à partir d'avril 2023, bien que partiellement compensée par une mesure de déduction des investissements, ont bridé l'incitation à investir. La FBCF en logement des ménages a aussi pâti de la dégradation des conditions de financement, affichant une contribution en baisse et un recul en fin d'année (-1,9 %). La FBCF publique a connu de fortes fluctuations au premier semestre 2022 (+20 % au premier trimestre, -25 % au deuxième trimestre) et aura eu une contribution légèrement positive à la croissance du PIB au premier semestre (+0,2 point), devenue légèrement négative au second (-0,1 point).

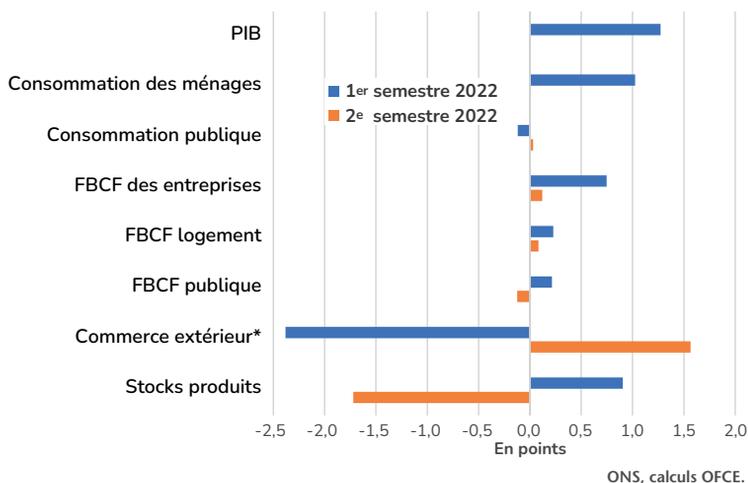
Les autres composantes du PIB – échanges extérieurs et variations de stocks – sont plus difficilement lisibles en 2022 car elles sont marquées par de fortes fluctuations ayant peu à voir avec l'activité réelle. Ainsi, les exportations de biens et services ont très fortement crû au troisième trimestre 2022 (+10,5 % en volume) avant de baisser de

---

2. Sur les trois derniers trimestres de 2022, la croissance trimestrielle moyenne est nulle.

1,4 % au quatrième trimestre. Ces exportations comprennent cependant une hausse exceptionnelle de ventes d'or non monétaire et de métaux précieux. Hors ces exportations exceptionnelles, les exportations de biens et services n'ont augmenté que de 2,2 % en volume au troisième trimestre et ont baissé de 3,8 % au quatrième trimestre. On retrouve ces opérations exceptionnelles en miroir dans le poste du compte emplois-ressources « acquisition moins cessions d'objets de valeur » qui devient très négatif aux troisième et quatrième trimestres 2022, respectivement -11,2 et -15,4 milliards de livres en volume (après 1,8 au deuxième trimestre<sup>3</sup>). Les contributions à la croissance du commerce extérieur, une fois corrigées de ces opérations exceptionnelles, sont positives de +1,6 point au second semestre (contre +4,6 points sans la correction), après avoir été négatives de -2,4 points au premier semestre (contre -3,1 points sans la correction).

Graphique 1. Contributions semestrielles à la croissance du PIB



\* Pour le commerce extérieur, contribution corrigée des acquisitions nettes des cessions d'objets de valeur.

3. Le poste P.53 du SEC 2010 « acquisitions moins cessions d'objets de valeur » comptabilise « les flux de biens non financiers qui ne sont normalement pas utilisés à des fins de production ou de consommation, qui, dans des conditions normales, ne se détériorent pas (physiquement) avec le temps et qui sont acquis et détenus pour servir de réserve de valeur. » Ce poste est une composante du compte emplois-ressources, généralement faible, mais qui peut enregistrer des mouvements amples comme en 2022, avec une contrepartie sur les exportations.

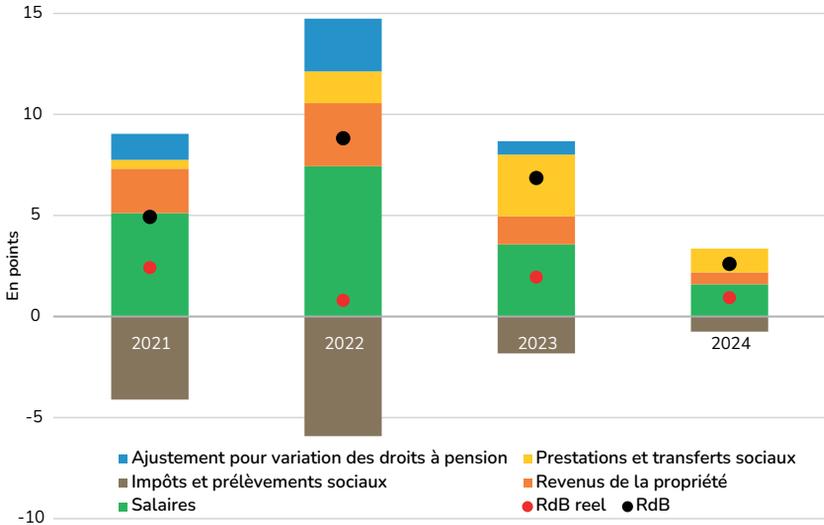
## Une hausse du taux d'épargne des ménages en trompe-l'œil

La fin des mesures restrictives prises durant la crise de la Covid-19 pour contenir l'épidémie a permis le redémarrage de la consommation des ménages en 2021 et corrélativement la baisse du taux d'épargne, passé de 20,2 % du revenu disponible brut (RDB) au premier trimestre 2021 à 7,2 % au deuxième trimestre 2022. La seconde moitié de l'année 2022 a été marquée par une nette remontée du taux d'épargne à 9,4 % au quatrième trimestre. Dans un contexte inflationniste qui aurait pu inciter les ménages à continuer à puiser dans l'épargne contrainte accumulée pendant la crise de la Covid-19 pour maintenir la croissance de leur consommation, cette évolution paraît paradoxale. Le rebond du taux d'épargne s'explique comptablement par le ralentissement de la consommation nominale, de 5,9 à 4,9 % entre le premier et le second semestre 2022, et par le dynamisme du revenu disponible brut (RDB) passé d'une progression de 4,2 à 6,5 % entre les deux mêmes semestres.

Plusieurs facteurs expliquent le dynamisme du RDB (graphique 2). D'un côté, la masse salariale a accéléré entre 2021 et 2022, portée par la hausse de l'emploi et par la hausse des salaires par tête, restée toutefois inférieure à celle de l'inflation. Ensuite, les revenus de la propriété ont été très dynamiques, ayant crû de 24,7 % en moyenne annuelle en 2022 (pour une contribution à la croissance du RDB nominal de 3,1 points), sous l'effet principalement des autres revenus d'investissement (poste D.44 dans le SEC 2010) qui affichent une croissance de 51 % en 2022. Le dernier élément ayant soutenu le RDB est « l'ajustement pour variation des droits à pension (poste D.8 du SEC 2010) », qui, avec une hausse de 67,7 % en 2022, a contribué à hauteur de 2,6 % à la croissance du RDB en 2022.

Ces chiffres masquent toutefois l'hétérogénéité des situations entre les ménages, tant en ce qui concerne leur patrimoine que leur exposition à l'inflation. La nature des revenus de la propriété perçus en 2022 peut expliquer le paradoxe entre le dynamisme du RDB et le tassement de la consommation au second semestre 2022. Encaissés par les ménages aisés qui disposent d'une épargne rémunératrice placée, ces revenus sont en partie thésaurisés et ne soutiennent donc pas la consommation. Au contraire, les ménages ayant de faibles revenus subissent de plein fouet l'augmentation des prix et réduisent leur consommation suivant la baisse de leur pouvoir d'achat. Dès lors la progression du RDB peut coexister avec l'affaissement de la consommation et conduire à une hausse du taux d'épargne.

Graphique 2. Contribution des composantes à la croissance annuelle du RDB des ménages (en valeur)



ONS, calculs et prévisions OFCE.

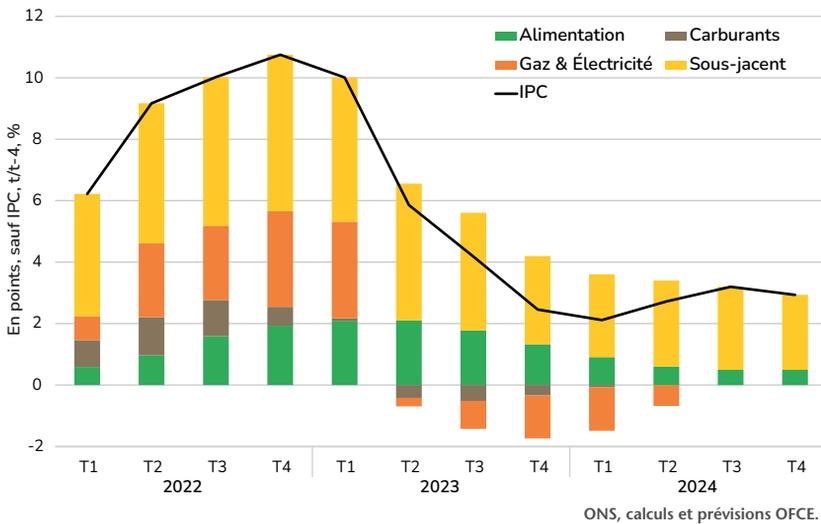
## Emballement inflationniste

Au cours de l'année 2021, le Royaume-Uni a subi de plein fouet la hausse des prix, d'abord celle des prix de l'énergie et des matières premières industrielles au premier semestre, puis celle des produits alimentaires au second. Durant l'année 2022, l'accélération des prix s'est poursuivie pour porter l'inflation, mesurée selon l'indice des prix à la consommation, de 5,4 % à la fin 2021 à 11 % en octobre 2022. Depuis lors, les prix ont décéléré mais l'inflation restait au-dessus de 10 % en mars 2023.

Malgré la baisse des prix du gaz et du pétrole sur les marchés *spot* depuis l'été 2022, la contribution des prix de l'énergie à la progression de l'indice d'ensemble s'est maintenue entre 2,5 et 3 points jusqu'au quatrième trimestre 2022 (graphique 3). Elle devrait rester à ce niveau au premier trimestre 2023. En effet, la réponse des prix de l'énergie distribuée au consommateur n'est pas instantanée face aux fluctuations des prix *spot*. Les prix du gaz et de l'électricité sont en effets régulés par l'*Office of Gas and Electricity Markets* (OFGEM) qui fixe trimestriellement des prix plafonds aux fournisseurs d'énergie auprès des ménages, selon l'évolution passée des prix sur les marchés de gros.

À la fin février 2023, l'OFGEM a annoncé l'abaissement du plafond des prix du gaz et de l'électricité pour la période avril-juin 2023, de respectivement 30 et 25 %. Au vu de l'évolution récente des prix sur les marchés, nous tablons sur un nouvel abaissement de 20 % des deux plafonds pour la période juillet-septembre 2023. Au total, la contribution des produits énergétiques au glissement annuel de l'indice des prix d'ensemble deviendrait négative à partir du deuxième trimestre 2023 et, une fois intégrées les baisses attendues des plafonds par le régulateur, s'établir entre -1,4 et -1,7 point à partir du troisième trimestre 2023. Le repli de l'inflation est donc à venir, sous l'effet de la baisse du prix de l'énergie, mais sera contrarié par le dynamisme des prix alimentaires qui maintiendront une contribution positive jusqu'à la fin 2023 avant de s'atténuer en 2024.

Graphique 3. Contribution des composantes au glissement annuel de l'indice des prix à la consommation (IPC)



L'inflation sous-jacente, c'est-à-dire 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 hausse des salaires, restant cependant inférieure à celle de l'inflation depuis le quatrième trimestre 2021. En octobre 2022, l'inflation sous-jacente atteignait 6,5 % mais ralentissait légèrement ensuite, à 6,2 % en mars 2023.

De fait, les salaires nominaux ne sont pas restés inertes durant la phase de montée de l'inflation. Même si l'indexation des salaires n'est pas unitaire, ce qui génère des pertes de pouvoir d'achat durant les périodes d'accélération des prix, le démarrage de la phase inflationniste a fini par déclencher une reprise du salaire horaire moyen au deuxième trimestre 2022. À la fin 2022, le salaire horaire nominal croissait de 7,3 % sur un an. Répercutée dans les prix de vente, la hausse des coûts salariaux contribue à entretenir l'inflation sous-jacente.

À la suite du ralentissement de l'activité à partir du deuxième trimestre 2022, le nombre total d'heures travaillées au Royaume-Uni a diminué sur les neuf derniers mois de l'année (-0,8 %), sous l'effet de la baisse de la durée individuelle du travail, qui a reculé de 1,3 %, alors que l'emploi continuait à progresser sur la même période (+0,6 %). L'ajustement du nombre total d'heures travaillées a laissé subsister une croissance de la productivité horaire (+0,8 %) sur les trois derniers trimestres de 2022 malgré le ralentissement de l'activité. Mais cette croissance de la productivité a été insuffisante pour refermer le cycle de productivité qui demeurait négatif de -1,3 % à la fin 2022, soit l'équivalent d'une rétention de main-d'œuvre de 425 000 emplois.

L'existence de réserves de productivité va peser sur la dynamique du marché du travail à l'horizon de 2024. Ainsi, la progression de l'emploi va être freinée par la résorption partielle du volant de rétention de main-d'œuvre qui devrait conduire à un retour de la croissance sans créations d'emplois en 2023 et en 2024. Dès lors, le taux de chômage, qui n'a que peu réagi au ralentissement de l'activité au deuxième trimestre 2022, devrait augmenter de 3,7 % à la fin 2022 à 4,7 % à la fin 2024.

### **L'économie britannique presque à l'arrêt en 2023**

La prolongation de la période de stagnation de l'activité entamée au deuxième trimestre 2022 devrait se prolonger dans la première moitié de 2023. Au premier trimestre, l'inflation restera aux environs de 10 %, ce qui continuera à freiner le revenu réel des ménages et la consommation. Ce n'est qu'à partir du deuxième trimestre que l'économie britannique va s'engager sur la voie de la désinflation, sous l'effet de l'abaissement des plafonds des prix du gaz et de l'électricité par le régulateur britannique au 1<sup>er</sup> avril 2023.

La consommation des ménages devrait se replier au premier trimestre 2023 puis se stabiliser au deuxième. C'est au troisième

trimestre que la consommation retrouverait le chemin d'une croissance modérée. L'investissement des entreprises suivrait la consommation sous l'effet de la dégradation des perspectives de débouchés. Il sera par ailleurs pénalisé par la hausse des taux d'intérêt, tout comme l'investissement en logements qui pâtira de l'amenuisement de la capacité d'emprunt des ménages.

Les ingrédients semblent réunis pour que l'économie britannique entre en récession dans la première moitié de 2023. Mais elle devrait y échapper, en partie grâce à la hausse des dépenses de consommation et d'investissement des administrations publiques qui devraient croître de respectivement 3,5 et 12,3 % en 2023 en moyenne annuelle, l'essentiel du soutien ayant lieu en début d'année pour une contribution cumulée à la croissance du PIB de +0,4 point.

### Politique budgétaire

Selon le budget 2023 présenté le 15 mars (*HM Treasury, Spring Budget 2023*), les dépenses publiques soutiendraient la croissance en début d'année mais la politique budgétaire serait restrictive sur l'ensemble de l'année et le resterait en 2024, du fait des hausses d'impôts engagées en 2022, de l'arrêt progressif des mesures de soutien destinées à limiter l'impact sur les ménages et les entreprises de la hausse des prix de l'énergie ainsi que de la limitation de la hausse des dépenses publiques (en 2024, la consommation publique ne progresserait que de 1,6 % et l'investissement public de 0,4 %).

Le budget 2023 prévoit une hausse du PIB de 0,2 % pour l'exercice budgétaire 2023-2024 (qui débute en avril) et de 2,1 % pour 2024-2025 (après 1,4 % en 2022-2023). Le poids des recettes publiques dans le PIB augmenterait respectivement à 41,1 % et 41,4 % (après 40,7 %) tandis que celui des dépenses baisserait de 46,2 % à 44,6 % (après 46,8 %). Le déficit public serait donc de 5,1 % du PIB en 2023-2024, de 3,2 % en 2024-2025 (après 6,1 % en 2022-2023). L'impulsion budgétaire, mesurée comme la variation du solde primaire corrigé de la conjoncture, serait, selon l'*Office for Budget Responsibility (OBR)*, négative de 3,8 points cumulés de 2022-2023 à 2024-2025. Précisons que l'écart de production serait, selon l'OBR, positif de 0,6 point en 2022-2023 et deviendrait négatif de 1,5 point en 2023-2024 et de -1 point en 2024-2025, l'OBR retenant une croissance potentielle de 2,2 % l'an en moyenne de 2022-23 à 2024-2025.

Côté dépenses, le gouvernement a mis en place un ensemble de mesures destinées à atténuer les effets des hausses de prix de l'énergie sur les ménages et les entreprises et à freiner l'inflation. Selon l'OBR (*Economic and Fiscal Outlook*, mars 2023), ces mesures représenteraient un montant cumulé de 78,2 milliards de livres en 2022-2023 et 2023-2024 (soit 1,5 point de PIB par an, voir encadré). Le coût budgétaire de ces mesures est financé pour un peu plus de la moitié par des prélèvements exceptionnels sur les entreprises productrices d'énergie.

Côté recettes, le gel des barèmes de l'impôt sur le revenu et des seuils de paiement des cotisations sociales représenterait un supplément de recettes de 12 milliards en 2023-2024 (0,5 point de PIB) et 25 milliards en 2024-2025 (1 point de PIB). La hausse du taux d'imposition sur les sociétés de 19 % à 25 % en avril 2023 représenterait un supplément de recettes de 12 milliards en 2023-2024 et 16 milliards en 2024-25. À cela s'ajouteraient 2 milliards par an du fait de l'application du pilier 2 de l'accord de l'OCDE fixant un taux minimum de l'impôt sur les sociétés à 15 %. La hausse de l'imposition des entreprises serait cependant pour partie compensée par la mise en place d'une déduction fiscale sur les investissements à partir d'avril 2023 (-10 milliards par an).

Le déficit public, sous nos hypothèses de croissance, passerait, en année civile, de 6,1 % du PIB en 2022 à 5,4 % en 2023 et 3,8 % en 2024. La dette publique brute, de 102 % du PIB en 2022, augmenterait légèrement à 104 % du PIB en 2023 et 2024.

---

### Encadré. Mesures de soutien face à la hausse des prix de l'énergie

Les mesures se décomposent en trois catégories principales.

#### Mesures pour limiter le coût de l'énergie payé par les ménages et les entreprises

Elles se montent au total à 47 milliards de livres en 2022-2023 et 2023-2024, soit 0,9 point de PIB par an. Face à la hausse des prix de l'énergie, le gouvernement Johnson/Sunak avait d'abord instauré un *Energy Bills Support Scheme*, prenant en charge 400 livres sur la facture de tous les ménages en 6 mensualités à partir d'octobre 2022 (66 livres en octobre et en novembre, 67 livres pour les 4 mois suivants, déduits des factures), pour un montant total de 11,9 milliards (0,5 point de PIB).

En septembre 2022, le gouvernement a annoncé un bouclier tarifaire : l'*Energy Price Guarantee* (EPG), qui plafonne les prix unitaires de l'électricité et du gaz facturé aux ménages (le gouvernement versant aux fournisseurs

d'énergie la différence entre leurs coûts de production et le prix fixé par le régulateur). Cela conduit à plafonner la facture d'un ménage moyen à 2 500 livres par an. Il s'agit d'une estimation pour un ménage moyen car en pratique c'est le prix qui est fixé (soit 34 pences par kWh pour l'électricité et 10,3 pences par kWh pour le gaz). L'EPG qui devait s'arrêter en mars 2023, a été prolongé jusqu'en juillet. L'EPG a coûté 23 milliards en 2022-2023 (0,9 point de PIB) et coûterait 4 milliards en 2023-2024 (0,15 point de PIB), soit au total 27 milliards.

En septembre 2022, un plan de soutien aux entreprises (*Energy Bill Relief Scheme*, EBRS) attribuait une réduction sur les prix à l'unité de l'énergie (gaz, électricité). Le coût de l'EBRS serait, selon la prévision de l'OBR de mars 2023 de 7,3 milliards (dont 6,7 en 2022-2023), soit 0,27 point de PIB. Ce dispositif s'est arrêté en mars 2023. Mais le gouvernement a annoncé un nouveau plan de soutien (*Energy Bills Discount Scheme*) pour 2023-2024. Il s'agit ici aussi de plafonner le prix de l'énergie payé par les entreprises si les prix du marché augmentaient à nouveau. Mais étant donné le niveau des prix de gros en mars, l'OBR estime que cette mesure ne coûterait que 0,5 milliard en 2023-2024.

#### **Mesures de soutien pour les ménages aux revenus les plus faibles.**

Par ailleurs, les 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 2022, l'autre au 1<sup>er</sup> octobre. Les ménages les plus pauvres ont bénéficié d'une baisse de 150 livres de leur impôt local. L'ensemble de ces mesures de soutien représenterait 12 milliards en 2022-2023 et 12,3 milliards en 2023-24 (0,5 point de PIB par an).

#### **Prix des carburants**

Baisse de 5 pences par litre depuis le 23 mars 2022 et gel de la fiscalité sur les carburants. Coût estimé par le gouvernement en cumulé sur 2 ans : 7,8 milliards (au total 0,3 point de PIB).

---

Au total, le PIB croîtrait de 0,3 % en 2023 puis de 1,4 % en 2024 sous l'effet de la désinflation enclenchée progressivement en 2023. L'inflation reviendrait sous 3 % à la fin 2024, ce qui laisserait entrevoir la fin du cycle de resserrement de la politique monétaire même si la hausse des prix reste encore supérieure à la cible de 2 %. La Banque d'Angleterre procéderait à une nouvelle hausse de son taux de base d'ici à l'été 2023 (à 4,5 %, contre 4,25 % à la fin mars), avant d'envisager un assouplissement à partir du début de l'année 2024, les taux d'intérêt étant jugés suffisamment élevés pour ramener l'inflation à sa cible en 2025 compte tenu des délais de transmission de la politique monétaire, estimés entre une et deux années.

### Japon : un bouclier tarifaire pour soutenir la croissance<sup>1</sup>

En 2022, la croissance du PIB japonais a tout juste atteint 1 %. La fin des mesures prophylactiques le 21 mars 2022 a entraîné un rebond seulement temporaire de la consommation privée, l'accélération de l'inflation ayant affecté le pouvoir d'achat des ménages et leur consommation au second semestre 2022. Le pic d'inflation enregistré en janvier 2023 (à 4,4 %) est le plus élevé depuis 1991<sup>2</sup>, en raison des tensions sur les prix des matières premières et malgré la mise en place dès le début de l'année 2022 de subventions pour limiter la hausse du prix du carburant puis du prix du blé. Depuis février 2023, l'inflation a même reflué (3,3 % sur un an), à la suite d'une nouvelle subvention sur les prix de l'électricité et du gaz de ville, en vigueur au moins jusqu'en septembre 2023. Une aide devrait prochainement limiter également le coût du gaz de pétrole liquéfié pour les zones rurales.

Malgré cette inflation relativement modérée par rapport aux autres pays développés, la faible progression des salaires, dans un pays marqué depuis plus de deux décennies par une stabilité du niveau des prix, a pesé sur l'évolution de la masse salariale. Finalement, c'est la forte baisse du taux d'épargne qui a empêché un recul de la consommation privée. Ce serait à nouveau le cas en 2023 et 2024. La politique budgétaire continuerait de soutenir le budget des ménages, notamment les plus modestes (via des chèques), indépendamment des aides directes pour limiter l'augmentation des prix.

La croissance resterait supérieure à la croissance potentielle en 2023 et 2024 (proche de 0,4 %<sup>3</sup>) grâce à une politique budgétaire expansionniste, à la fin des contraintes d'offre en Chine et surtout, contrairement à la plupart des pays développés, à une politique monétaire toujours très accommodante. Nous faisons l'hypothèse que la Banque du Japon laissera inchangés les taux courts et modifiera peu sa politique de contrôle de la courbe des taux. Le taux de change du yen qui s'était beaucoup déprécié jusqu'à l'automne 2022, avant de se

---

1. Ce texte est rédigé par Sabine Le Bayon, *Département analyse et prévision*.

2. Hors la période d'avril 2014 à mars 2015, du fait de la hausse de la taxe sur la consommation.

3. Ceci correspond à la moyenne des estimations de croissance potentielle pour 2022 de la Banque du Japon (0,3 %) et du gouvernement (0,5 %).

réapprécier légèrement, est relativement stable depuis le début de l'année 2023, malgré quelques soubresauts au gré des annonces de politique monétaire aux États-Unis et au Japon. Cette faiblesse du yen soutiendrait tant les exportations de marchandises que le tourisme en 2023 et 2024. La fin des quotas quotidiens d'entrées de touristes étrangers le 11 octobre 2022 a d'ailleurs permis une forte progression des visiteurs étrangers au dernier trimestre 2022 et début 2023. Quant à la progression de la demande adressée, elle accélérerait au second semestre 2023 et resterait dynamique en 2024. La poursuite de la baisse du taux d'épargne soutiendrait la consommation des ménages. Les pertes de pouvoir d'achat des ménages seraient limitées par les subventions gouvernementales sur les prix en vigueur en 2023, puis par les moindres tensions sur les matières premières énergétiques et alimentaires, ainsi que par une progression plus élevée des salaires (à la suite du dernier cycle annuel de négociations salariales).

## Une croissance bridée par l'inflation en 2022

La croissance du PIB a été très chahutée au cours de l'année 2022. Après un mauvais premier trimestre, lié aux mesures prophylactiques pour lutter contre la Covid-19, la consommation des ménages et l'investissement productif ont rebondi au deuxième trimestre. La seconde partie de l'année a été mal orientée, avec un recul du PIB au troisième trimestre et une stabilisation au dernier trimestre. La consommation a été atone et le commerce extérieur puis les variations de stocks ont successivement amputé la croissance.

La consommation privée n'a que peu augmenté au second semestre 2022, après un très bon deuxième trimestre. L'accélération de l'inflation a rogné le pouvoir d'achat des ménages dans un contexte d'augmentation modérée des salaires. C'est la forte baisse du taux d'épargne qui a permis à la consommation des ménages de ne pas reculer. À 3,1 % au troisième trimestre 2022, le taux d'épargne est presque revenu à son niveau moyen de 2019 (2,1 %). Les ménages conservent néanmoins une forte épargne accumulée durant la crise. La consommation de services a continué de se redresser, se rapprochant de son niveau d'avant-Covid. Elle a été soutenue par les mesures publiques en faveur du tourisme intérieur, dans la lignée de la campagne nationale « Go to travel »<sup>4</sup> initiée en juillet 2020, en vigueur de mi-octobre 2022 à fin décembre 2022.

Après être restée longtemps faible, malgré l'augmentation du prix des matières premières importées, l'inflation a dépassé 2 % à partir du deuxième trimestre 2022. En janvier 2023, elle était de 4,3 % (avec une inflation alimentaire de 7,3 %, une inflation énergétique de 14,6 % et une inflation sous-jacente – hors total alimentaire et énergie – de 1,9 %), malgré les mesures gouvernementales pour limiter la hausse du prix du blé et du carburant depuis début 2022 et pour subventionner les dépenses de tourisme des Japonais dans le pays<sup>5</sup>.

Ainsi, des subventions publiques ont été versées aux distributeurs de carburant quand le prix à la pompe dépassait 170 yens le litre. Initialement fixé à 5 yens le litre, le plafond de cette subvention est passé à 25 yens le litre en mars puis à 35 yens depuis fin avril 2022, la dépréciation du yen amplifiant l'augmentation des prix des matières premières importées. Cette mesure est toujours en vigueur mais la subvention va se réduire progressivement au cours de l'année 2023.

En février 2023, l'inflation a nettement décéléré grâce à la nouvelle subvention mise en place par le gouvernement pour limiter la facture d'électricité et de gaz des ménages. Cette mesure, annoncée le 28 octobre 2022 dans le cadre d'un nouveau plan d'urgence (deuxième budget supplémentaire de 2022<sup>6</sup>), consiste en une subvention au prix de l'électricité de 7 yens par kilowattheure jusqu'en septembre 2023 (qui serait ensuite réduite à 3,5 yens par KW), et en une aide de 30 yens par m<sup>3</sup> pour le prix du gaz. La composante électricité de l'indice des prix à la consommation et celle du gaz ont respectivement baissé en février 2023 de 19 % et de 6 % par rapport au mois précédent<sup>7</sup>. En glissement annuel, ces deux composantes ont contribué à la totalité du ralentissement de 1,1 point de l'inflation (respectivement 1 point pour

---

4. Cette campagne nationale avait pour but de stimuler le tourisme intérieur après les fermetures de début 2020, en finançant en partie le coût du voyage et des dépenses sur place et avait été arrêtée à la suite du rebond épidémique fin 2020. Le programme *Kenmin wari*, géré au niveau des préfectures pour tenir compte de la situation sanitaire locale, avait remplacé le précédent programme à partir d'avril 2021 et a été en vigueur jusqu'à la mise en place du nouveau programme national.

5. Selon Sakai et Minami de l'institut Mizuho (2023), les subventions au prix du carburant ont réduit l'inflation de 0,3 point de pourcentage en décembre 2022 étant donné le prix du pétrole à cette époque et le programme de soutien au tourisme de 0,3 point supplémentaire sur la composante hébergement de l'indice des prix à la consommation.

6. Ce deuxième budget supplémentaire annoncé le 28 octobre 2022 (*Comprehensive economic measures for overcoming price increases and revitalizing the economy*) a été approuvé par la chambre basse le 29 novembre 2022. Il est d'un montant de 29 trillions de yens et contient entre autres : la prolongation des subventions au prix du carburant, l'entrée en vigueur d'une aide pour réduire le tarif d'électricité et de gaz, une prolongation du programme de soutien au tourisme intérieur...

7. Selon le gouvernement, la subvention permettrait une baisse de 20 % de la facture d'électricité moyenne d'un ménage moyen et de 10 % de la facture de gaz.

l'électricité et 0,2 point pour le gaz), les autres composantes de l'indice ayant contribué pour leur part à augmenter légèrement l'indice.

Malgré l'accélération de l'inflation, la progression des salaires est restée modérée. Après 4,1 % dans les entreprises de plus de 5 employés en décembre 2022, grâce aux bonus d'hiver, les salaires nominaux n'ont progressé que de 0,8 % en janvier 2023 puis 1,1 % en février 2023<sup>8</sup>. Selon la Banque du Japon ([Outlook for Economic Activity and Prices](#) de janvier 2023, Box 3), ceci s'explique par la forte dualité sur le marché du travail japonais entre les salariés réguliers (emploi stable et à temps plein) et les salariés non réguliers (temps partiel, travailleurs temporaires, intérim). Pour ces derniers, plus précaires et donc plus mobiles, l'évolution du salaire est davantage fonction des tensions sur le marché du travail<sup>9</sup>. Dans le contexte actuel, cela s'est traduit par des augmentations de salaire horaire nettes dans certains secteurs (comme dans l'hébergement ou la restauration<sup>10</sup>). Ce mouvement devrait se poursuivre dans les prochains trimestres. Pour les salariés réguliers (63 % des salariés), les salaires mensuels progressent de façon plus modérée, la priorité étant donnée à la stabilité de l'emploi dans un environnement sans inflation et avec de faibles gains de productivité et la mobilité étant plus faible. Néanmoins, récemment, les augmentations des salariés non réguliers ont commencé à se répercuter sur les salaires de certains salariés à temps plein, notamment dans les secteurs les plus en tension mais également ceux où il y a davantage de mobilité professionnelle (les PME et les entreprises où les salariés sont plus jeunes).

Du côté de l'investissement, on observe des trajectoires différentes selon le secteur. Le taux d'investissement résidentiel continue de diminuer régulièrement depuis 2014. Il a un peu moins pesé sur la croissance au second semestre 2022 qu'en début d'année. En revanche, le taux d'investissement productif n'a que peu baissé depuis son pic de début 2020. Les investissements en machines et équipements ainsi qu'en produits liés à la propriété intellectuelle sont supérieurs à leur niveau pré-Covid et les investissements en équipe-

---

8. Dans les entreprises de 30 employés ou plus, les augmentations ont été plus nettes : 5 % en décembre 2022, puis 2,1 % et 1,9 % en janvier 2023 et février 2023 respectivement.

9. Pour plus de détails sur les salaires et le type d'emplois, voir aussi : « [The wage Formation Mechanism in Japan](#) », [Summary of the Third Workshop on "Issues Surrounding Price Developments during the COVID-19 Pandemic"](#), BOJ Reports and Research Papers, January 2023.

10. Dans ce secteur, très dépendant des travailleurs étrangers avant le Covid-19, le nombre de travailleurs étrangers n'est toujours pas revenu à son niveau de 2019.

ment de transport se sont un peu redressés au second semestre 2022, même s'ils restent inférieurs de 11 % au niveau du dernier trimestre 2019. Le redressement du profit des entreprises et la faiblesse des taux d'intérêt favorisent en effet l'investissement.

## **Une boucle prix-salaires peut-elle s'enclencher au Japon en 2023 et 2024 ?**

À la différence de la plupart des autres grands pays développés, tant le gouvernement japonais que la banque centrale ont appelé de leurs vœux une augmentation pérenne des salaires à la suite de la hausse des prix. L'enclenchement d'une boucle prix-salaires est considéré comme essentiel dans un pays où les prix à la consommation n'ont augmenté que de 0,9 % entre fin 2012 et fin 2022 en moyenne annuelle (contre 2,6 % aux États-Unis et 2 % dans la zone euro) et les salaires nominaux par tête de 0,6 % sur la même période (contre respectivement 3,6 % et 2,2 %). L'objectif est que l'inflation actuelle, tirée par des facteurs exogènes, induise des progressions de salaires plus fortes et permette d'atteindre une inflation proche de 2 % durablement. C'est d'ailleurs tout l'enjeu des négociations salariales (« shunto ») qui ont débuté mi-janvier 2023 entre syndicats et patronats et dont le premier ministre Fumio Kishida avait rappelé début janvier 2023 l'importance pour les perspectives de l'économie japonaise.

La plus importante confédération de syndicats (*Japanese Trade Union confederation* ou *Rengo*) a indiqué début mars 2023 que les augmentations de salaires demandées par les syndicats atteignaient 4,5 % en moyenne contre 3 % à la même période de 2022. Les revendications correspondaient à des progressions de 2,8 % pour les salaires de base auxquelles il faut ajouter 1,7 % supplémentaires (bonus, prise en compte de l'ancienneté...). De son côté, la Fédération des entreprises japonaises (*Japan Business Federation* ou *Keidanren*) avait convenu que les augmentations salariales devaient tenir compte de l'accélération des prix. Les premiers résultats annoncés par la confédération des syndicats *Rengo* sont encourageants : au 5 avril 2023, un peu plus de la moitié des syndicats affiliés ayant soumis des demandes d'augmentation salariale affichaient des hausses prévues de 3,8 % en moyenne pour la nouvelle année fiscale débutant le 1<sup>er</sup> avril 2023 (dont 2,2 % pour les salaires de base). Pour la majorité des grandes entreprises, les accords sont déjà connus mais beaucoup de PME vont continuer de négocier jusqu'à début juillet et on ne connaîtra les résultats définitifs

des négociations en cours qu'à ce moment-là. Les perspectives sont un peu moins favorables dans les PME (environ 70 % des salariés du secteur privé) car elles ont tendance à moins répercuter l'augmentation des coûts des intrants sur les prix finaux. C'est pourquoi, nous faisons l'hypothèse d'une progression salariale de près de 3 % en 2023 puis 2024, après 2 % en 2022<sup>11</sup>.

Quant à l'inflation, elle resterait contenue, autour de 3 %, d'ici la fin de l'année 2023. Mais cette relative stabilité de l'inflation masque des mouvements très différents de ses composantes. En effet, d'une part, les prix du gaz et de l'électricité qui ont fortement baissé en février 2023 à la suite de l'introduction d'une subvention pour ces tarifs, devraient réaugmenter à partir de mai 2023 à la demande des compagnies d'électricité (qui ont vu leurs coûts augmenter précédemment et vont les répercuter avec retard sur les prix aux consommateurs). Ces revalorisations du tarif de l'électricité étaient prévues initialement pour avril 2023 mais le gouvernement a annoncé le 24 février 2023 qu'un examen plus approfondi aurait lieu et qu'il n'y aurait pas d'augmentation de ces tarifs avant mai au plus tôt. La demande des compagnies d'électricité d'une hausse comprise entre 30 et 40 % du tarif réglementé s'appuyait sur un prix du carburant plus élevé que ceux observés récemment, ce qui devrait réduire les augmentations tarifaires autorisées par l'État. Les aides gouvernementales actuelles étant prévues jusqu'en septembre 2023, nous faisons l'hypothèse qu'elles compenseront en grande partie cette augmentation des tarifs réglementés et que les prix retrouveront leur niveau de janvier 2023. De plus, les autorités japonaises ont approuvé le 22 mars 2023 de nouvelles aides pour réduire la facture de GPL, utilisé plus particulièrement dans les zones rurales, ce qui limiterait aussi la facture énergétique<sup>12</sup>. D'autre part, comme nous prévoyons une stabilisation du prix du pétrole à 80 dollars et du taux de change du dollar face au yen (1 dollar pour 132 yens), le prix du carburant à la pompe baisserait en glissement annuel à partir du deuxième trimestre 2023 (*via* des effets de base). Les prix alimentaires décélèreraient également dans le sillage du retournement des cours mondiaux. Tous ces éléments conduiraient à une inflation quasi-stable chaque trimestre malgré des soubresauts au mois le mois.

---

11. Cette augmentation s'appuie sur le *Monthly Labor Survey* et concerne l'ensemble des entreprises de plus de 5 salariés.

12. Ce sont les municipalités qui verseront ces aides dans le cadre d'une enveloppe fournie par le gouvernement.

La nomination de Kazuo Ueda à la tête de la Banque du Japon ne devrait pas modifier sensiblement la politique monétaire. Nous faisons l'hypothèse que la banque du Japon n'augmentera pas ses taux courts mais pourrait modifier la façon dont elle contrôle la courbe des taux, comme elle a commencé à le faire en décembre 2022 (voir encadré 1). Sa marge de manœuvre est étroite face à une déflation ancrée et à une dette publique très élevée mais détenue pour plus de la moitié par la banque centrale. Selon le FMI, la dette publique brute était de 263,9 % en 2022 et elle baisserait légèrement, à 255 % en 2024.

Depuis mi-janvier 2023, les subventions pour le tourisme intérieur sont à nouveau en vigueur jusqu'à fin mars 2023 au moins<sup>13</sup>, mais avec des taux de réduction plus faible qu'à l'automne 2022. Elles continueraient de soutenir le rétablissement de la consommation des services durant le premier semestre 2023 malgré l'inflation élevée. Le gouvernement a par ailleurs prévu en 2023 une nouvelle aide de 30 000 yens pour chaque ménage modeste à laquelle s'ajoutera une aide de 50 000 yens par enfant pour ces mêmes ménages. La consommation totale serait peu dynamique en 2023 comme en 2024, les ménages restant prudents. Ils consommeraient néanmoins un peu de la sur-épargne accumulée depuis le début de l'année 2020. Leur taux d'épargne poursuivrait ainsi sa baisse, passant dès le premier trimestre 2023 sous la moyenne de 2019.

L'investissement bénéficierait à l'horizon de la prévision des subventions publiques pour l'investissement en recherche et développement et pour les investissements verts ainsi que de l'accélération de la demande adressée au cours des années 2023 puis 2024.

Après plusieurs mois de croissance modérée, les exportations réelles de biens avaient chuté en décembre 2022 puis en janvier 2023, en cohérence avec le trou d'air de la demande adressée au dernier trimestre 2022. En février 2023, elles ont rebondi de 1,5 % par rapport au mois précédent, tirées par les exportations vers la Chine et les autres pays du sud-est asiatique. Selon notre scénario mondial, la demande adressée au Japon s'est redressée début 2023 et devrait accélérer à partir du second semestre 2023. La compétitivité-prix favorable, avec un niveau du yen bas, permettrait au Japon de stabiliser ses parts de marché.

---

13. Elles seront effectives tant que le budget alloué pour chaque préfecture n'est pas épuisé.

Du côté des exportations de services, la levée des restrictions en octobre 2022 pour les touristes étrangers a eu un effet très rapide puisque le nombre mensuel de visiteurs étrangers est passé de 200 000 en septembre 2022 à 1,5 million par mois en janvier puis février 2023, soutenant les exportations de services fin 2022 (ces dernières ont contribué à près des 2/3 à la croissance des exportations totales au dernier trimestre 2022). Malgré cette accélération, sur les mois de janvier et février 2023, les touristes n'ont représenté qu'un peu plus de la moitié du nombre accueilli sur la même période en 2019. Il y a donc un fort potentiel de rattrapage, en particulier des touristes chinois qui représentaient un peu plus d'un quart des touristes début 2019 (contre 2 % des touristes sur les deux premiers mois de l'année 2023). En dépit de la fin de la politique « zéro-covid » en décembre 2022, les autorités chinoises ont initialement limité les visas pour les voyages organisés à seulement quelques pays. De plus, le gouvernement japonais, inquiet d'une éventuelle recrudescence de cas de Covid, a rapidement durci les conditions d'entrées pour les touristes en provenance de Chine<sup>14</sup> avant de lever en partie les restrictions le 1<sup>er</sup> mars 2023<sup>15</sup>. Le nombre de touristes chinois devrait augmenter de façon progressive dans les prochains mois mais resterait bien inférieur au niveau pré-Covid.

La croissance de l'activité atteindrait 1 % en 2023 puis 1,2 % en 2024, soutenue par un *policy-mix* offensif. En termes de PIB par tête, la progression serait plus importante : respectivement, 1,5 % puis 1,8 %. La baisse relativement modérée de la population japonaise pendant une décennie (0,1 % en moyenne par an entre 2011 et 2018) s'accroît depuis lors et a atteint 0,5 % en 2022. Nous faisons l'hypothèse que la population diminuera à nouveau de 0,5 % en 2023 puis 2024. Cette réduction de la population est accentuée sur les classes d'âge comprises entre 15 et 64 ans, ce qui pèse déjà sur la croissance potentielle et devrait s'amplifier dans les années à venir.

---

14. Avec l'obligation d'un test négatif dans les 72 heures précédant le départ de Chine, des tests systématiques à l'arrivée au Japon et des vols restreints en provenance de Chine dans seulement 4 aéroports japonais et une quarantaine de 7 jours en cas de test positif.

15. Il s'agit d'une augmentation du nombre de vols (avec la réouverture de tous les aéroports aux vols en provenance de Chine), de la fin des tests systématiques à l'arrivée au Japon (les passagers seront testés de manière aléatoire). En revanche, un test de moins de 72 heures est toujours demandé.

### Encadré 1. Quelle politique monétaire attendre ?

Dans le contexte du cycle annuel de négociations salariales prévues pour l'année fiscale 2023-2024 qui devrait se conclure à l'été 2023 par des progressions des salaires nominaux proches de 4 % (voir supra) et face à une plus grande transmission des hausses des coûts sur les prix de vente, la Banque du Japon (Boj) espère la mise en place d'un cercle vertueux avec une augmentation durable des prix et des salaires. À la suite de la réunion des 9 et 10 mars 2023, la Banque du Japon a rappelé que la diffusion et le maintien dans le temps d'augmentations salariales favorables est nécessaire, en particulier dans les services, pour que l'inflation reste durablement autour de son objectif de 2 %. Étant donné les perspectives d'activité économique et de prix, la Banque du Japon a estimé que le risque d'une modification de politique prématurée (qui pourrait empêcher d'atteindre durablement l'objectif d'une inflation à 2 %) l'emportait sur les conséquences potentiellement néfastes liées au maintien à -0,1 % des taux courts et du contrôle de la courbe des taux (voir infra).

Le 20 décembre 2022, elle a néanmoins un peu modifié un pivot de sa politique monétaire depuis septembre 2016, à savoir le contrôle de la courbe des taux<sup>16</sup>, en élargissant la bande de fluctuation pour les taux des obligations publiques à 10 ans (entre -0,5 et 0,5 point de pourcentage, contre -0,25 à 0,25 précédemment). Elle a dans le même temps augmenté le montant des achats mensuels prévus d'obligations publiques de 7 300 milliards de yens à environ 9 000 milliards<sup>17</sup>. Cette légère modification de sa politique vise à améliorer le fonctionnement du marché obligataire, notamment la fixation des taux d'intérêt d'obligations de différentes échéances<sup>18</sup>. En effet, pour défendre son objectif de contrôle de la courbe des taux, la Boj a procédé à un achat massif de titres publics et fortement accru son bilan. Elle détient désormais plus de 50 % des obligations publiques japonaises, contre 11 % en mars 2013, quand le précédent gouverneur Haruhiko Kuroda, maître-d'œuvre d'une politique très accommodante avait pris ses fonctions. La conséquence a été une réduction de la liquidité du marché obligataire. La Boj a insisté lors de la conférence de presse de décembre 2022 sur le fait que ce n'était pas la fin de sa politique de contrôle de la courbe des taux mais un simple ajustement.

Ce changement n'était pas attendu avant l'arrivée du nouveau gouverneur Kazuo Ueda le 9 avril 2023. Ce chercheur en économie et ancien membre du conseil des gouverneurs de la BOJ hérite d'une situation

16. Pour plus de détails, voir : « [New Framework for Strengthening Monetary Easing : Quantitative and Qualitative Monetary Easing with Yield Curve control](#) », September 21, 2026, Bank of Japan.

17. Pour plus de détails, voir : « [Modification of the Conduct of Yield Curve Control \(YCC\)](#) ».

18. Non seulement la banque centrale achète des obligations publiques et privées mais elle intervient aussi sur le marché des actions *via* des fonds cotés en bourse (EFT : exchange-trades funds) et des fonds de placements immobiliers (J-REIT : real estate investment trusts).

délicate : la position de la Banque du Japon de ne pas relever ses taux directeurs est devenue de plus en plus difficile à gérer au cours de l'année 2022 alors que les autres banques centrales les remontaient fortement, avec pour conséquence une dépréciation importante du yen (chute de 26 % par rapport au dollar entre mi-mars 2022 et fin octobre 2022, 13 % vis-à-vis de l'euro sur la même période), qui a renchéri les prix des produits importés et affaibli le pouvoir d'achat des ménages. Au pic de fin octobre, le taux de change était de 150 yens pour un dollar. Début novembre 2022, à la suite de la déclaration du président de la Federal Reserve indiquant que le rythme du resserrement monétaire américain allait ralentir, et dans l'attente d'une politique monétaire japonaise moins accommodante, le yen s'était apprécié face au dollar (13 % jusqu'à mi-janvier 2023). La BoJ n'ayant pas modifié sa politique les 17 et 18 janvier contrairement à certaines anticipations de marchés, le yen s'est redéprécié. Depuis lors, au gré des interventions des gouverneurs américains et japonais et des annonces de résultats économiques plus ou moins bons dans ces deux pays, le taux de change fluctue autour de 132 yens pour 1 dollar.

Le nouveau gouverneur devrait infléchir progressivement la politique monétaire japonaise à l'horizon de notre prévision, notamment le contrôle de la courbe des taux. En revanche, nous n'inscrivons pas de relèvement des taux d'intérêt de court terme. Devant le parlement en février 2023, Kazuo Ueda a jugé qu'il convenait de maintenir la politique monétaire très accommodante de la BoJ mais que les réflexions autour des différentes possibilités de sortie du contrôle de la courbe des taux seraient poursuivies.

Lors de la première conférence de presse après sa nomination, Kazuo Ueda a confirmé qu'à court terme il poursuivrait la politique de son prédécesseur et que les taux d'intérêts négatifs et le contrôle de la courbe des taux restaient appropriés à la situation économique japonaise. La BoJ continuera donc ses achats de titres publics à 10 ans pour le moment. Il s'est félicité des progressions plus favorables qu'anticipé des salaires issues des négociations de printemps et a indiqué que si ce mouvement se poursuivait, l'objectif d'une inflation stable autour de 2 % serait alors atteignable. La première réunion pour Kazuo Ueda en tant que gouverneur se tiendra les 27 et 28 avril 2023 et permettra vraisemblablement à ce dernier de préciser les orientations monétaires à venir.

---



### Chine : la reprise aux pieds d'argile<sup>1</sup>

La croissance du PIB chinois a été, selon les statistiques officielles, de 3 % en 2022, nettement inférieure à l'objectif de 5,5 % que s'était fixé le gouvernement début mars. L'arrivée d'Omicron sur le sol chinois a conduit à de nombreux confinements et mises à l'arrêt d'activités au cours de l'année (dont Shanghai pendant deux mois au printemps), dans le cadre de l'application de la stratégie zéro-Covid. Le 7 décembre 2022, face à la montée croissante des mécontentements parmi la population soumise de façon épisodique à des restrictions strictes depuis près de trois ans, et du fait d'une activité économique freinée par les mesures sanitaires, le gouvernement chinois abandonnait soudainement la stratégie zéro-Covid, prenant le risque d'une forte montée de décès liés à la Covid-19, ce qu'il avait souhaité éviter pendant près de trois ans. Ce risque ne s'est apparemment pas réalisé. La reprise semble s'être amorcée de façon graduelle, au tournant de 2022-2023, selon les indicateurs conjoncturels disponibles jusqu'à la fin mars.

À l'horizon de notre prévision, la croissance resterait contrainte par de nombreuses fragilités, internationales comme intérieures. Du côté de l'environnement international, le commerce mondial resterait peu dynamique, en lien avec les hausses passées des prix de l'énergie (qui pèsent sur la demande) et les hausses des taux d'intérêt. L'impact des incertitudes géopolitiques sur la croissance mondiale s'estomperait mais, pour la Chine, les tensions avec les États-Unis, sur le plan politique à propos de Taiwan et du maintien de relations avec la Russie, et sur le plan économique au sujet du développement des nouvelles technologies, pourraient s'amplifier. Sur le plan intérieur, le gouvernement poursuivrait, à court terme, sa stratégie du désendettement du secteur immobilier en évitant de briser la reprise, l'objectif étant une croissance du PIB de 5 % cette année. Les déséquilibres structurels de l'économie chinoise continueraient de freiner les perspectives de croissance à moyen terme (vieillesse de la population, protection sociale insuffisante, notamment en matière de retraite, nécessité de poursuivre un

---

1. Ce texte est rédigé par Catherine Mathieu, *Département analyse et prévision*.

rééquilibrage de la demande intérieure vers plus de consommation des ménages et moins d'investissement).

### **2023 : un redémarrage graduel de l'activité**

La fin de la stratégie zéro-Covid a dans un premier temps entraîné une forte hausse des cas de Covid-19. Fin 2022, les autorités chinoises interrompaient la publication jusqu'alors quotidienne du nombre de cas et de décès officiellement recensés, rendant encore plus opaque le bilan sanitaire de la pandémie en Chine. Elles annonceraient ensuite que le pic des cas de Covid-19 avait été atteint dès le mois de janvier 2023. Selon l'OMS, il y aurait eu moins de 120 000 décès dus à la Covid-19 en Chine depuis le début de la pandémie (soit 85 décès par million d'habitants, ce qui reste très inférieur à ce qui a été recensé dans les autres pays dont la France qui, avec 162 000 décès, affiche un taux de 2 400 décès par million d'habitants). Depuis février 2023, il n'y aurait plus que des cas sporadiques de Covid-19 en Chine. Cela sous-estime vraisemblablement la réalité.

Sur le plan économique, les indicateurs conjoncturels ont signalé un redémarrage de l'activité à partir de janvier 2023. Les opinions des directeurs d'achat, retracées par les indices PMI, qui s'étaient dégradées lors des confinements en 2022 et avaient retrouvé en fin d'année le point bas qu'elles avaient précédemment atteint au printemps, ont rebondi, plus nettement dans les secteurs des services et de la construction que dans l'industrie manufacturière, où le redémarrage semble avoir été graduel. La production industrielle n'était en hausse que de 2,4 % sur un an en janvier-février 2023 (après 1,3 % en décembre dernier). Les investissements ont pour leur part continué à croître à un rythme de 5,5 % sur un an, demeurant beaucoup plus dynamiques dans les secteurs automobile (+24 % sur un an), biens d'équipement électriques (+34 %) et biens d'équipement informatiques, électroniques et de télécommunications (+17 %). Les ventes de détail n'étaient en hausse que de 3,5 % sur un an en janvier-février (après -1,8 % en décembre) alors qu'elles progressaient de plus de 5 % sur un an en août 2023.

L'inflation reste très faible en Chine. L'indice des prix à la consommation n'était en hausse que de 0,7 % sur un an en mars, contre 1,5 % un an plus tôt et après avoir atteint un point haut à 2,8 % pendant l'été. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation n'était que de 0,7 %. L'inflation des biens alimentaires est certes un peu plus élevée

mais n'est que de 2,4 % (avec des hausses de plus de 10 % pour la viande de porc et de 11 % pour les fruits frais, mais des baisses de prix pour la viande de mouton et de bœuf et les produits aquatiques). Les prix de l'eau, de l'électricité et du fioul domestique sont en légère baisse à 0,1 % sur un an tandis que ceux des carburants sont en baisse de 6,4 %, les prix étant, comme la production d'énergie, en grande partie fixés par l'État. Cela permet aussi de maintenir une hausse des prix de production très faible.

### **Une reprise sous contraintes....**

Compte tenu des indicateurs conjoncturels disponibles jusqu'au début d'avril, l'objectif de 5 % que s'est fixé le gouvernement pour 2023 serait atteignable.

#### *...sur le plan international...*

Au cours des derniers mois, les difficultés d'approvisionnement, qui avaient freiné le commerce mondial et l'activité en 2022, se sont estompées. Les indicateurs de coût du fret maritime sont revenus à leur niveau de la fin 2019. L'indice GSCPI (Global Supply Chain Pressure Index) calculé par la Fed de New York, après avoir atteint un pic en avril 2022, indique depuis lors une baisse régulière des tensions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales. Ces tensions seraient revenues à la normale au début 2023 et ont continué à baisser jusqu'à la fin mars. Mais, alors que les contraintes qui pesaient sur l'offre à la sortie de la crise ont été levées, les perspectives de demande ont été revues à la baisse chez les principaux partenaires commerciaux chinois du fait de l'inflation qui rogne le pouvoir d'achat des ménages.

Dans notre scénario, le commerce mondial resterait peu dynamique : les importations mondiales de biens et services en volume ne progresseraient que de 2,6 % en 2023 et 3,7 % en 2024. Les exportateurs chinois ne pourraient donc pas compter sur une forte hausse de la demande extérieure pour relancer leur production. Les parts de marché chinoises à l'exportation avaient fortement augmenté pendant la crise Covid lorsque les usines continuaient à produire en Chine tandis qu'elles étaient à l'arrêt dans de nombreux pays et du fait de la bonne spécialisation chinoise sur des produits alors très demandés (biens électroniques et informatiques, équipement médical). Ce mouvement s'est inversé à partir de la mi-2021 avec la réouverture des économies et les parts de marché chinoises avaient retrouvé à l'automne 2022 leur

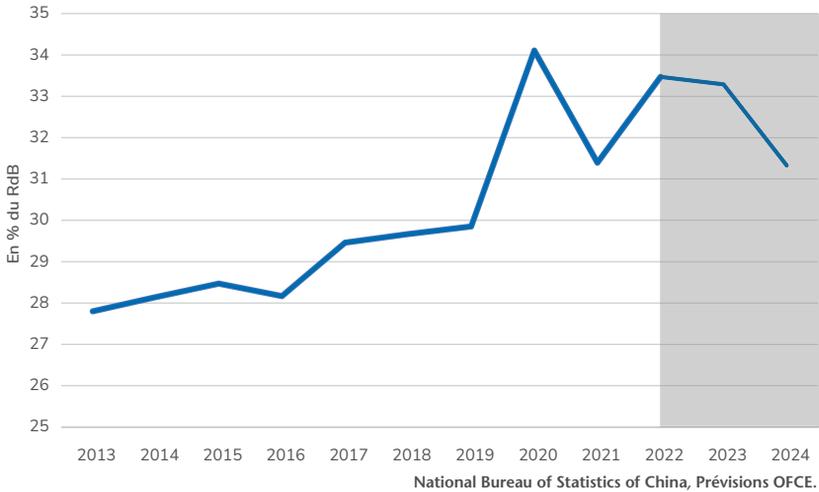
niveau du début 2020. Elles seraient stabilisées à l'horizon 2024, les exportateurs chinois étant cependant susceptibles de bénéficier à court terme d'un effet compétitivité favorable du fait d'une hausse des prix plus faible qu'ailleurs dans le monde. Mais les exportations chinoises seront aussi soumises à l'évolution des tensions géopolitiques.

### *... et intérieur*

Les incertitudes quant au dynamisme de la reprise de la demande intérieure sont elles aussi élevées. Premièrement, les risques de résurgence de la Covid-19 dont on craignait qu'ils se diffusent dans le pays à l'occasion des festivités du nouvel an chinois fin janvier, où pour la première fois depuis trois ans les travailleurs des villes pouvaient rendre visite à leurs familles dans les campagnes, ne se sont apparemment pas matérialisés. Néanmoins, la faible progression des ventes de détail en janvier-février 2023 suggère que les ménages ont gardé, en début d'année, un comportement de consommation prudent. Les ménages chinois ont accumulé de l'épargne pendant les 3 ans de la crise Covid. Le taux d'épargne, qui était de 30 % du revenu des ménages en 2019, avait atteint 34 % en 2020 puis, après avoir baissé à 31,4 % en 2021 avec le relâchement des restrictions sanitaires, était revenu à 33,5 % en 2022. Les ménages chinois ne semblent reprendre que progressivement leurs habitudes pré-Covid en matière de sorties au restaurant, autres sorties et voyages. Dans notre scénario, ils resteraient prudents, au moins au premier semestre 2023, tant que les risques liés à la Covid-19 n'auront pas entièrement disparu, de sorte que le taux d'épargne baisserait peu. Á l'horizon 2024, le taux d'épargne retrouverait son niveau de 2021.

Le taux de chômage urbain, qui avait augmenté d'un point entre le quatrième trimestre 2021 et avril 2022, à 6,1 %, n'a par la suite que peu baissé et était encore de 5,7 % en février 2023. Le taux de chômage des 16-24 ans, qui avait augmenté de 14,3 % au quatrième trimestre 2021 à 18,2 % en avril 2022 et jusqu'à 19,9 % en juillet, était revenu à 16,7 % décembre mais il a recommencé à monter depuis et était de 18,1 % en février. Le taux de chômage des jeunes est généralement considéré comme un bon indicateur des tensions sur le marché du travail en Chine : les chiffres récents montrent que les jeunes diplômés ont du mal à trouver un emploi. Ces chiffres ne suggèrent pas de franche accélération de l'emploi et des revenus salariaux au cours des deux premiers mois de 2023 et pourraient n'être que partiellement en ligne avec la reprise de l'activité.

Graphique 1. Taux d'épargne des ménages chinois



S'il s'avérait que la suppression des mesures zéro-Covid n'entraîne finalement pas de dégradation de la situation sanitaire, la consommation des ménages pourrait accélérer plus rapidement que prévu dans notre scénario et le taux d'épargne baisserait plus rapidement. Les dépenses de tourisme des ménages, en Chine et à l'étranger, pourraient en particulier accélérer, les autorisations de voyages à l'étranger ayant commencé à être assouplies à partir de janvier 2023.

Cela faciliterait le rééquilibrage de la croissance avec davantage de consommation et moins d'investissements, notamment dans le secteur immobilier comme cela est souhaité par le gouvernement. Depuis plusieurs années, le secteur immobilier a été très dynamique en Chine. Les promoteurs basaient leurs activités sur un fort endettement qu'ils garantissaient grâce à la vente de vastes programmes de logements à des prix toujours plus élevés. Le durcissement de la législation sur leur endettement en août 2020, destiné à freiner cette spirale et à éviter la formation d'une bulle immobilière, les a mis en difficulté en faisant baisser les prix du marché. Ne pouvant écouler les programmes réalisés aux prix prévus, certains promoteurs ont été incapables d'honorer les échéances de leurs crédits. Cela a fragilisé les banques prêteuses qui ont fortement réduit leurs financements. Pour éviter les faillites de promoteurs dont certains comme Evergrande (300 milliards de dollars de dette en 2021) sont porteurs d'un risque systémique, le gouvernement s'est résolu à inciter les autorités locales et les banques à soutenir

les promoteurs en difficulté (rachat d'immeubles non vendus, baisses de taux d'intérêt, report des échéances).

En 2021, la valeur ajoutée du secteur de la construction représentait 7 % de la valeur ajoutée totale. Rogoff et Yang (2020<sup>2</sup>) estimaient le poids de l'ensemble du secteur immobilier dans la valeur ajoutée à près de 30 % en utilisant les tableaux entrées-sorties de 2016. Leur analyse les conduisait à estimer qu'une baisse de 20 % de l'activité immobilière (au sens large : construction, rénovation, vente, location, gestion immobilière) aurait à long terme un impact compris entre 5 et 10 % sur le niveau du PIB.

En 2022, de nombreux indicateurs dans l'immobilier étaient en forte baisse : investissements en baisse de 10 % par rapport à 2021, ventes de surfaces commerciales en chute de 25 % et mises en chantier de près de 40 %. Cette correction a cependant marqué le pas en janvier et février 2023 : en glissement, sur un an, les investissements dans l'immobilier n'étaient plus en baisse que de 5,6 %, les ventes de surfaces commerciales de 3,6 % et les mises en chantier de 10 %. Le gouvernement semble avoir réussi à engager l'ajustement du secteur immobilier en évitant une crise systémique et cela resterait le cas à l'horizon 2024.

La faible inflation facilite la conduite de la politique monétaire, la Banque de Chine n'ayant jusqu'à présent pas relevé ses taux d'intérêt. La politique budgétaire, après avoir soutenu la croissance en 2022 avec une impulsion budgétaire de 1 point de PIB selon le FMI, serait légèrement restrictive cette année comme l'an prochain (de 0,4 point par an). Le déficit public, qui avait atteint 7,4 % du PIB en 2022, se réduirait à 6,4 % du PIB en 2024 ; la dette publique rapportée au PIB augmenterait de 10 points entre 2022 et 2024 où elle atteindrait 92 % du PIB.

Au total, la croissance serait de l'ordre de 5 % cette année comme l'an prochain. Consommation et investissement contribueraient à parts égales à la croissance cette année (à hauteur de 2,5 points pour chacune des composantes). La contribution des exportations nettes à la croissance, qui avait atteint 1,9 point en 2021, n'était plus que de 0,5 point en 2022. Elle serait légèrement négative cette année et nulle l'an prochain sous l'effet de la faible croissance des exportations tandis que les importations augmenteraient comme la demande intérieure.

---

2. Rogoff K. et Y. Yang (2020), « Peak China Housing », *NBER Working Paper*, n° 27697.

En 2024, la consommation serait le principal moteur de la croissance tandis que l'investissement ralentirait. Le rééquilibrage de la demande intérieure en faveur de la consommation s'amorcerait. Le désendettement des entreprises, en particulier dans l'immobilier, sera cependant un long processus qui pourrait être interrompu ou ralenti en cas de nouveau choc négatif sur le commerce mondial afin de maintenir une croissance proche de 5 %.

### Chine : résumé des prévisions

En %

	2020	2021	2022	2023	2024
<b>PIB</b>	<b>2,3</b>	<b>8,4</b>	<b>3,0</b>	<b>4,9</b>	<b>5,0</b>
Consommation	-0,3	9,0	1,8	4,7	6,0
Investissement	4,3	3,8	3,6	6,0	4,2
Exportations	1,6	18,3	3,3	2,6	3,9
Importations	-1,8	9,0	1,0	4,2	4,9
<i>Contributions</i>					
Consommation	-0,1	4,9	1,0	2,5	3,2
Investissement	1,8	1,6	1,5	2,5	1,8
Exportations nettes	0,6	1,9	0,5	-0,2	0,0
Exportations	0,3	3,3	0,7	0,5	0,8
Importations	-0,3	1,5	0,2	0,7	0,8

National Bureau of Statistics of China, estimations OFCE pour les exportations et les importations.  
Prévision OFCE avril 2023.



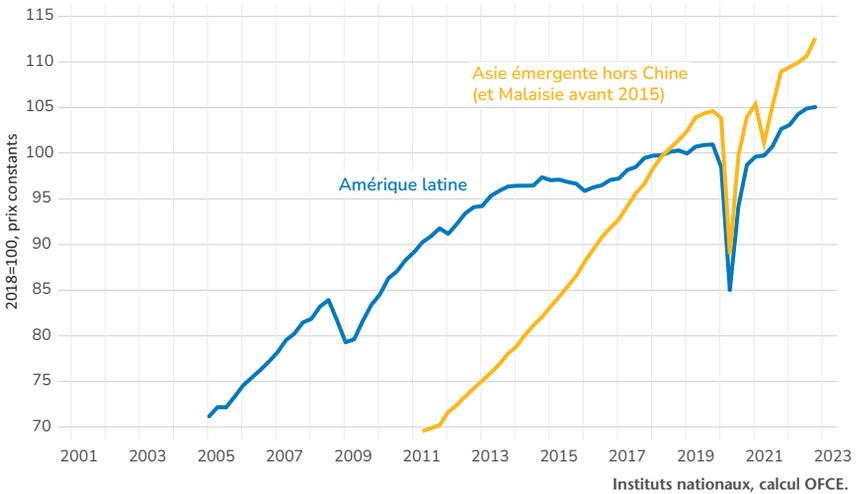
### Émergents d'Asie et d'Amérique latine : toujours pas de sortie de crise en vue<sup>1</sup>

Depuis 2020, le monde enchaîne les chocs aux conséquences plus ou moins dévastatrices selon les pays. Si la récession liée à la pandémie a été globalement moins marquée dans les économies émergentes et en développement (EMDE) que dans les économies avancées et la reprise qui a suivi, davantage soutenue, la situation économique n'en reste pas moins plus dégradée dans ces régions du Sud. À quelques rares exceptions (Venezuela, Thaïlande, ...), tous les pays émergents ont retrouvé leur niveau d'activité pré-crise Covid fin 2022 mais si l'on prend en compte leur potentiel de croissance, bien supérieur à celui des économies avancées du Nord, le retard est loin d'avoir été rattrapé. En considérant la croissance moyenne annuelle du PIB sur longue période (2000-2019) de 1,8 % pour les économies avancées et de 5,5 % pour les économies émergentes et en développement (6,2 % pour l'Asie hors Chine, et 2,4 % en Amérique latine), la perte d'activité par rapport à ce qu'elle aurait été en l'absence de chocs et en suivant la tendance, représente en 2022, 1,9 % dans les économies avancées et 7,5 % dans les EMDE (10,2 % dans l'Asie hors Chine, et 3,8 % en Amérique latine) (graphique 1). Cette situation s'est aggravée dans le courant de l'année 2022 avec l'envolée de l'inflation, le resserrement des politiques monétaires qui s'est mis en place dans tous les pays, souvent avant le coup d'envoi donné par la Réserve fédérale des États-Unis en mars 2022, et enfin le ralentissement de la demande mondiale au deuxième semestre 2022. La sensibilité des flux de capitaux au risque-pays oblige les autorités à mettre en place des politiques économiques restrictives pour rassurer les marchés financiers et dont les effets vont peser en 2023 et 2024. Les perspectives de croissance sont ternes. Bien que supérieures à celles des pays industrialisés, elles restent inférieures à leur tendance de long terme et ne pourront éviter le risque de dette pour les pays les plus fragiles. La croissance pourrait atteindre 4,4 % puis 4,8 % en Asie hors Chine et 0,9 % et 2 % en Amérique latine en 2023 et 2024 respectivement.

---

1. Ce texte est rédigé par Christine Riffart et Amel Falah, *Département analyse et prévision*.

Graphique 1. PIB de l'Asie émergente et d'Amérique latine



## Inflation, politiques monétaires restrictives et faible demande étrangère

Ces mauvaises performances s'accompagnent d'une flambée des prix qui a débuté dans certains pays dès la fin 2020 avec la hausse du cours des matières premières industrielles, agricoles et énergétiques et les tensions dans les chaînes d'approvisionnement. Ces hausses se sont diffusées dans l'ensemble des circuits de production en 2021 et 2022. Pour les pays exportateurs de matières premières, ces hausses ont certes eu des effets positifs sur la balance commerciale mais elles ont aussi pesé sur la demande intérieure par la hausse des prix à la consommation. C'est en Amérique latine que l'inflation a été la plus élevée. Elle a culminé à 12,5 % en avril 2022 au Brésil et à 14,1 % en août de la même année au Chili avant de refluer (4,4 % au Brésil mais encore 11,1 % au Chili en mars 2023). Dans les autres pays, l'inflation stagne à des niveaux élevés (13,3 % en Colombie, 8,4 % au Pérou, 6,8 % au Mexique). Le record se situe en Argentine avec des prix qui continuent d'accélérer (104 % sur un an en mars dernier). L'Asie émergente, traditionnellement moins exposée au risque inflationniste, n'est pourtant pas en reste. Sur l'ensemble de la région, l'inflation n'a pas dépassé 8 % en 2022 (pour une moyenne 2000-2019 autour de 4 % contre 6 % en Amérique latine) sauf aux Philippines où un pic semble avoir été atteint en janvier-février à 8,7 %. Dans les autres pays de la région, le repli s'est engagé dans le courant du deuxième semestre mais l'inflation reste

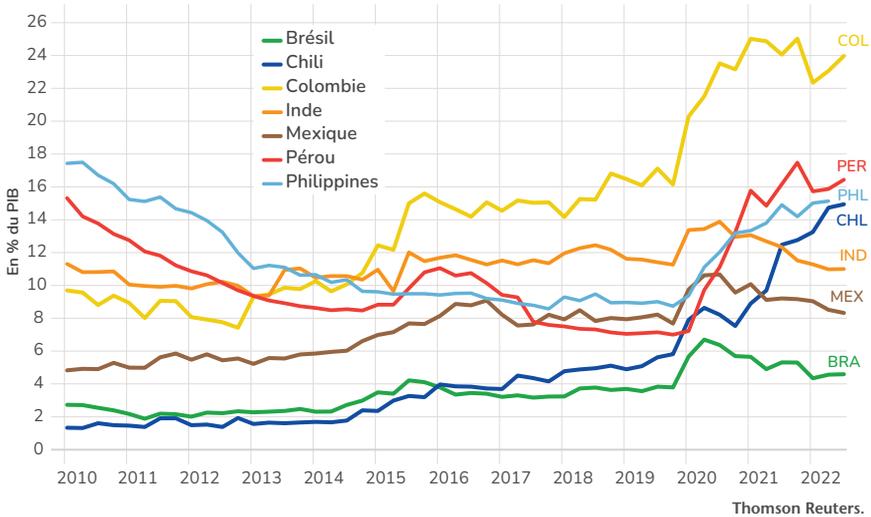
encore très supérieure à la période avant la crise, notamment à Singapour (5,5 % pour une moyenne de long terme à 1,6 %) et en Corée. En Inde, l'inflation est restée autour de à 6,9 % en 2022.

Les réactions des banques centrales à cette poussée inflationniste ont été d'autant plus rapides qu'il en va de leur crédibilité. De nombreux pays ont mis en place des politiques monétaires de ciblage d'inflation à l'intérieur d'une bande de fluctuations autorisées. L'objectif est de ramener les anticipations d'inflation vers leur cible et de préserver la stabilité des monnaies en évitant les sorties de capitaux. Les taux directeurs ont augmenté d'abord en Amérique latine (mars 2021 au Brésil), bien avant le resserrement de la Réserve fédérale américaine de mars 2022. Aujourd'hui, les taux ont atteint un plafond au Brésil, au Chili, au Pérou mais continuent d'augmenter en Colombie et au Mexique. L'Argentine confrontée à une chute de la valeur du peso, en est à sa troisième hausse de taux en 5 semaines, à 91 % fin avril. En Asie, le cycle de resserrement a commencé plus tard, dans le courant du second semestre 2022. Il continue début 2023 dans certains pays (Philippines, Thaïlande) mais semble avoir atteint son terme dans les autres pays. Compte tenu du repli de l'inflation, les taux pourraient baisser dans le courant du second semestre 2023 en Amérique latine (l'Uruguay vient d'amorcer le mouvement) et en 2024 en Asie.

Le reflux de l'inflation dans de nombreux pays combiné à des taux d'intérêt toujours élevés conduit à des politiques monétaires de plus en plus restrictives. Au Brésil et au Mexique, les taux d'intérêt, déflatés de l'inflation sont à des niveaux historiquement élevés. Il faut remonter au début des années 2000 pour retrouver de tels niveaux. Dans les autres pays, ils sont encore négatifs en ce début 2023 mais en passe de devenir positifs dans les prochains mois.

Ce resserrement monétaire rend les conditions de financement tant sur le marché domestique que sur le marché international de la dette plus difficiles. La dette publique a augmenté au cours des dernières années mais semble être sous contrôle dans la plupart des pays émergents ici suivis. La dette domestique a augmenté le plus en Colombie et en Indonésie mais reste en dessous des 40 % du PIB. Quant à la dette en devises, c'est en Colombie, Pérou, Chili et Philippines qu'elle a le plus crû (graphique 2). C'est d'ailleurs en Colombie et aux Philippines que les primes de risque des titres souverains sont restées les plus élevées. Ailleurs, la confiance est revenue, les monnaies se sont raffermies face au dollar (à l'exception de celle du Brésil, et surtout de la Colombie).

Graphique 2. Dette publique, en devises



## Asie : Croissance mais pas de rattrapage

Les économies asiatiques ont fait preuve d'une étonnante résilience au cours de l'année 2022, malgré le durcissement des conditions monétaires et financières à l'échelle mondiale, dans un contexte de poussées inflationnistes. Cependant, plusieurs facteurs commencent à peser négativement sur l'activité économique dans la région. Le ralentissement du secteur technologique début 2023 commence à avoir un impact sur la croissance de certains pays comme la Corée du Sud et Taiwan. De même, la Malaisie, Singapour et la Thaïlande ont connu un net ralentissement de leurs exportations dû à l'effondrement de la demande mondiale de produits électroniques. De plus, le relèvement des taux d'intérêt par la Fed a entamé un cycle de resserrement monétaire qui a rendu plus attractifs les placements américains au détriment de placements plus risqués des économies émergentes, provoquant des redirections de flux de capitaux de ces pays vers les États-Unis et une dépréciation de leur taux de change. En revanche, le rebond post-Covid de la croissance en Chine devrait entraîner des répercussions positives sur les autres économies de la région en 2023, notamment à Hong-Kong. En effet la réouverture plus rapide que prévu des frontières chinoises devrait permettre à la croissance de rebondir de + 4,8 % cette année tout en donnant un coup de fouet au commerce intrarégional notamment en Thaïlande, à Hong-Kong, en Malaisie, à

Singapour qui en sont les principaux bénéficiaires. La région devrait également bénéficier d'un coup de pouce du secteur du tourisme avec le retour des visiteurs chinois. En Asie ce retour des touristes chinois atténuera l'impact négatif de l'inflation et de la remontée des taux américains qui ont fragilisé la croissance en 2022.

Tableau 1. Asie : résumé des prévisions de PIB

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2022	2023	2024
Corée du Sud	6,8	2,6	1,2	2,1
Asie en développement rapide	20,3	4,1	3,7	4,1
Taïwan	3,9	2,5	2,0	2,5
Hong Kong	1,5	-3,5	3,6	3,6
Singapour	0,9	3,6	1,8	2,5
Thaïlande	3,6	2,6	3,6	3,7
Indonésie	6,0	5,3	4,5	4,9
Malaisie	1,7	8,7	3,8	4,4
Philippines	2,6	7,6	5,3	5,6
Chine	48,5	3,0	4,9	5,0
Inde	24,4	6,9	5,8	6,1
Asie hors Chine	51,5	5,2	4,4	4,8
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>4,2</b>	<b>4,6</b>	<b>4,9</b>

CEIC, calculs et prévision OFCE avril 2023.

Dans ce contexte régional, le PIB **indien** a cru de +6,9 % en 2022, contre + 8,9 % l'année précédente. L'économie indienne pâtit à la fois d'une demande externe en forte baisse, de la hausse des taux directeurs à l'économie réelle et de la faiblesse de la production manufacturière, de l'inflation et du durcissement des politiques monétaires indiennes. En effet, la croissance a été fortement impactée par une décélération des dépenses des ménages (+2,1 % au quatrième trimestre contre + 8,8 % au troisième trimestre). En revanche, la croissance de l'investissement est restée forte (+8,3 % en glissement annuel) et le commerce extérieur devrait soutenir l'activité. La croissance des exportations a ralenti pour atteindre 11,3 % (en glissement annuel), contre 12,3 % au deuxième trimestre, en raison de la faiblesse de la demande étrangère. Un ralentissement de la production industrielle a été enregistré (+0,4 % contre +2,6 % au trimestre précédent). Après avoir atteint un point

haut en 2022, à + 6,6 % en g.a., l'inflation a baissé pour s'établir à +5,2 % en g.a. en début d'année 2023, portée par une sensible décélération des prix alimentaires alors que l'augmentation des prix de l'énergie est restée importante (+10,6 % en g.a). La Banque centrale a été contrainte de modifier sa politique monétaire et a fortement relevé son principal taux directeur, de 4 % en avril 2022 à 6,50 % en février 2023. Depuis le début du conflit en Ukraine, importateur net de matières premières, l'Inde a vu sa facture énergétique augmenter fortement alors même qu'elle a très rapidement substitué une grande partie de ses importations de pétrole du Moyen-Orient par du pétrole en provenance de Russie. Autre facteur qui pèse sur la croissance, le taux de chômage relativement élevé +8 % pour une économie en développement, avec un décrochage lié à la pandémie que le pays peine à rattraper. L'Inde ne parvient pas à tirer profit de son avantage démographique en particulier pour les jeunes et des femmes.

La croissance de l'activité **sud-coréenne** a baissé de 2,6 % en 2022, en net recul par rapport à 4,1 % en 2021. Le principal facteur négatif a été la forte baisse du commerce extérieur, les exportations de biens et services ayant diminué de -4,5 % dans un contexte de ralentissement du cycle technologique mondial. Compte tenu de la part importante de l'industrie manufacturière dans l'économie du pays, la baisse du secteur informatique a pesé sur l'économie. La production manufacturière a baissé de 4,1 % au quatrième trimestre 2022. En début d'année 2023 la chute de la production industrielle (-1,6 % en glissement mensuel) en raison de la faiblesse de la demande extérieure, les exportations des semi-conducteurs ont connu une contraction de 16,8 %. Le resserrement monétaire pour contenir une inflation élevée (+5,1 %) a également pesé sur la demande intérieure, entraînant une baisse de la croissance de la consommation, +3,4 % en 2022 contre +5,6 % en 2021 et de l'investissement +0,7 % en 2022 contre +2,8 % en 2021. L'inflation globale a augmenté en début d'année, atteignant + 5,2 %. La forte inflation, des taux d'intérêt élevés et le renforcement du dollar américain tout au long de l'année ont pesé lourd sur la reprise post-Covid dans le pays en ce début d'année.

L'économie de **Singapour** a enregistré une croissance de +3,6 % en 2022, après un rebond spectaculaire de sa croissance en 2021 (+7,6 %). Une faible demande extérieure due à l'environnement international a impacté le secteur manufacturier, notamment dans l'électronique, la chimie et le biomédical. La production manufacturière a connu une contraction de 5,4 % au dernier trimestre 2022. Le

secteur de la construction quant à lui a continué à se redresser (+6,7 % en 2022). L'indice PMI de S&P a par ailleurs chuté pour Singapour sous le seuil de 50,0 en décembre (49,1), témoignant d'un recul de l'activité dans l'industrie. Grâce à la réouverture des frontières et l'assouplissement des conditions d'entrée, l'afflux de voyageurs (6,3 millions d'arrivées enregistrées en 2022) a contribué à relancer le secteur des services. L'inflation bien que maîtrisée en 2021 (+2,3 %) a atteint son plus haut niveau depuis la crise de 2008, avec une hausse de +6,0 % en 2022. Pour compenser la hausse de la TVA de 8 % le gouvernement a mis en place une mesure de soutien aux ménages les plus modestes (environ 5,8 mds de dollars). En matière d'emploi beaucoup de postes restent vacants notamment dans la construction et l'industrie, la politique migratoire très stricte conjuguée à une démographie en baisse ainsi que l'accélération du vieillissement de la population limitent la croissance de l'offre de travail.

En raison d'un assouplissement des mesures anti-Covid l'économie **philippine** a connu en 2022 une croissance plus importante que prévue, passant de +7,1 % contre +5,7 % en 2021. En effet au cours des trois premiers trimestres 2022, la consommation des ménages et l'investissement privé ont enregistré des taux de croissance très dynamiques (près de +8,3 % et 12 % respectivement, en moyenne et en g.a.). D'importantes remises de fonds de l'étranger ont contribué à soutenir la croissance de la consommation notamment dans le secteur des services. La reprise du tourisme a également soutenu cette croissance. Le raffermissement du peso ces derniers mois devrait contribuer à limiter les pressions inflationnistes, inflation qui oscille autour de +8 % en début d'année 2023. Par ailleurs, le taux de chômage a baissé significativement, enregistrant son niveau historiquement le plus bas en fin d'année 2022 à 4,2 %.

**La Malaisie** a atteint une croissance de + 8,4% en 2022 (avec un troisième trimestre record à +14,2 %), contre 3,1% en 2021, soit la plus élevée parmi les pays d'Asie. La consommation privée continuera d'être le principal moteur de la croissance avec une progression de +11,6 % en 2022. L'investissement avec un taux de croissance de +6,2 % a également soutenu la croissance.

Avec une croissance trimestrielle de +5, % au troisième et +4,8 % au quatrième, **l'Indonésie** a enregistré une croissance annuelle de +5,2 % en 2022. En effet l'Indonésie a retrouvé son taux de croissance prépan-démique, soutenu par la demande extérieure et la consommation des

ménages, +4,7 % en 2022. Autre facteur de soutien à la croissance, l'excédent commercial a atteint le record historique de 54,5 milliards de dollars l'an dernier, en hausse de 54% par rapport à 2021. La levée des restrictions liées à la pandémie de Covid-19, notamment l'abandon en mars des quarantaines obligatoires pour l'entrée dans le pays, a stimulé le tourisme. Le nombre d'arrivées étrangères en Indonésie de janvier à juin 2022 s'est élevé à 743 210 personnes, soit une augmentation de 929,66% par rapport à la même période l'an dernier. La Banque d'Indonésie a de nouveau relevé ses taux le mois dernier, de 25 points de base, considérant que son taux actuel est suffisant en dépit d'une inflation à +5,3 %.

En 2022, lors des trois premiers trimestres **Taiwan** a connu une croissance soutenue. C'est avant tout à la consommation des ménages (+7,5 %) que l'économie taïwanaise doit ce bon résultat. Les ventes de détail, la restauration, les loisirs et les transports ont en effet connu une forte hausse de leur activité en comparaison du quatrième trimestre 2021, période où Taiwan sortait à peine de sa première vague épidémique de Covid-19. Après trois trimestres positifs en 2022, le taux de croissance au dernier trimestre est passé en dessous du zéro à -0,1 % (+4,0 % au troisième) du fait de la diminution des exportations nettes de biens et services (-5,1 % en glissement annuel) dans un contexte de ralentissement de la demande technologique mondiale. De plus Taiwan doit faire face aux tensions qui pèsent autour de l'île. Les exercices militaires menés par la Chine ont fragilisé les entreprises avec des inquiétudes au sujet de la chaîne d'approvisionnement.

Après une croissance de 1,5 % en 2021, l'une des croissances les plus faibles d'Asie du Sud Est, la **Thaïlande** connaît une croissance de +3,2 en 2022. Grâce à la réouverture des frontières, le secteur vital du tourisme thaïlandais poursuit son redressement. En effet, en décembre les arrivées de touristes étrangers ont atteint plus de 2,2 millions de visiteurs. Ce chiffre ne tient pas compte des touristes en provenance de Chine puisque les contrôles aux frontières ont été levés en novembre. En dépit du fort rebond du tourisme, les exportations, en berne sur le quatrième trimestre (-7,5 % sur les biens sur un an), restent dépendantes d'une conjoncture mondiale compliquée. L'inflation reste élevée à 6,1 % en 2022 (1,2 % en 2021 et -0,8 % en 2020).

Désormais intégrée à la Chine comme région administrative, **Hong Kong** en 2022, a connu quatre trimestres de croissance négative avec sa plus forte baisse au quatrième trimestre (-4,2 % en rythme

annuel). En effet le PIB de Hong Kong s'est contracté de 3,5 % en 2022, durement frappé par la chute des exportations et les conséquences des restrictions anti-Covid. Les dépenses publiques ont été le principal moteur de la croissance économique de Hong Kong en 2022, avec une augmentation de 8,1 % en glissement annuel. Les dépenses de consommation privée ont quant à elles diminué de 1,1 % par rapport à 2021, alors que les exportations et les importations de biens ont chuté respectivement de 13,9 % et 13,1 %. L'épidémie de Covid de l'année dernière a frappé de plein fouet les entreprises faisant chuter l'investissement de -11,2 %. Pour l'exercice 2023-2024 le gouvernement a dévoilé un budget de 761 milliards de dollars pour relancer l'activité avec notamment une baisse des droits d'enregistrement foncier pour les primo-accédants, une baisse d'impôts sur les salaires et des bons d'achats de l'équivalent de 600 euros pour les plus de six millions de résidents permanents.

Après une année 2022 plutôt solide, l'Asie devrait renouer avec un certain dynamisme en 2023. Plusieurs facteurs pourraient être à l'origine de l'accélération. Tout d'abord l'abandon de la stratégie « zéro Covid » en Chine améliorant les perspectives de croissance dans le reste de l'Asie ainsi que la réouverture des frontières et le retour des touristes chinois qui figuraient en haut du classement des nationalités des visiteurs. D'autres facteurs pourraient en revanche conduire à une stagnation de la croissance : le ralentissement de la croissance mondiale, les prix des produits de base et le resserrement des conditions financières en réponse à une inflation persistante pèseront sur la région en 2023. En effet les pays d'Asie sont très dépendants du pétrole (sauf la Malaisie). Fin 2022 la stabilisation du prix du pétrole et la reprise modérée du tourisme a permis d'alléger la pression sur les taux de change. Toutes les devises de la zone se sont ainsi nettement appréciées face au dollar et ont retrouvé leur niveau de début 2022. La croissance en Asie devrait accélérer respectivement de +4,6 % et + 4,9 % en 2023 et 2024 contre + 4,2 % en 2022.

## **Amérique latine : instabilités chroniques**

Au **Brésil**, la baisse d'activité en fin d'année (-1,9 % par rapport au trimestre précédent) devrait être partiellement compensée par un rebond au premier trimestre du fait d'une très bonne production agricole. Mais le ralentissement qui s'est enclenché devrait continuer en 2023. Un débat est engagé au sein des autorités pour réviser à la

hausse la cible d'inflation (et assouplir la politique monétaire) et réformer le mécanisme de contrôle budgétaire. La marge est étroite car une sanction des marchés financiers serait pénalisante pour l'économie. Au **Mexique**, si la croissance a bien résisté jusqu'à la mi 2022, elle a pâti de la chute de la demande en provenance des États-Unis au deuxième semestre 2022. En 2023, le faible dynamisme américain pèsera sur la croissance. En **Argentine**, la crise s'approfondit (-1,5 % du PIB au quatrième trimestre par rapport au précédent) et le pays est confronté à une sécheresse historique dont les conséquences se situeraient entre 1,5 et 3 points de PIB en 2023. Premier exportateur mondial de soja et troisième pour le maïs, le pays ne bénéficierait plus du soutien du commerce extérieur et une nouvelle récession se profilerait cette année. En mars, le pays a pu obtenir du FMI un assouplissement des objectifs inscrits dans l'accord de l'aide de 44 milliards négociée en mars 2022. Au-delà de la crise économique et financière, les élections présidentielles d'octobre prochain pourraient ouvrir une nouvelle période d'incertitudes et d'instabilité. Après une année 2022 marquée par une baisse d'activité (-2,2 % en fin d'année sur un an), le **Chili** ne devrait pas échapper pas à une récession en 2023. Son commerce extérieur devrait bénéficier, plus que les autres pays de la région, de la reprise de la croissance chinoise en 2023 et 2024 et notamment de la demande de minerais (cuivre, lithium dont le Chili détient près de la moitié du stock mondial).

Tableau 2. Amérique latine : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2022	2023	2024
<b>PIB</b>	3,9	0,9	2,0
<b>Argentine</b>	5,2	-2,0	0,0
<b>Bésil</b>	2,9	1,0	1,9
<b>Mexique</b>	3,1	1,5	2,2
<b>Chili</b>	2,5	-0,5	2,0

FMI, calculs et prévision OFCE avril 2023.

### 3. ANNEXE TABLEAUX

---

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

	2022				2023				2022	2023	2024
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
<b>Taux de change <sup>1</sup></b>											
1 €=...dollars	1,08	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,06	1,09	1,10
1 \$=...yens	132	132	132	132	132	132	132	132	130	132	132
1 £=...euros	1,13	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,17	1,12	1,11
<b>Taux d'intérêt directeurs des banques centrales<sup>1</sup></b>											
USA	4,75	5,17	5,25	5,25	5,00	5,00	4,75	4,50	2,19	5,10	4,81
JPN	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
EUZ	3,00	3,75	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	0,94	3,69	4,00
GBR	3,9	4,4	4,5	4,5	4,25	4,2	3,9	3,75	1,94	4,33	4,02
<b>Matières premières</b>											
Prix du pétrole Brent, en \$ <sup>1</sup>	82,6	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	80,0	100,82	80,29	80,00
Prix du pétrole Brent, en € <sup>1</sup>	76,6	72,7	72,7	72,7	72,7	72,7	72,7	72,7	95,34	73,41	72,73

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 avril 2023.

## A2. États-Unis : résumé des prévisions

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

	2022				2023				2022	2023	2024
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
<b>PIB</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>2,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>
<b>PIB par habitant</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>1,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>
Consommation des ménages	0,3	0,5	0,6	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	2,8	1,3	1,2
Consommation publique	-0,3	-0,2	0,7	0,8	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,2	1,4	1,2
FBCF totale dont :	1,4	-0,9	-0,2	-0,6	0,2	0,5	0,5	0,6	0,9	0,3	2,3
Production privée	1,9	0,0	1,5	0,8	1,4	1,0	0,8	0,6	3,8	4,0	2,4
Logement	-0,8	-4,8	-7,6	-7,2	-5,6	-1,9	-1,0	0,3	-10,7	-17,1	1,7
Administrations publiques	-1,5	-1,4	1,9	1,3	0,2	0,2	0,2	0,2	-2,2	2,0	1,3
Exportations de biens et services	-1,2	3,3	3,5	-0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	7,2	3,3	1,8
Importations de biens et services	4,3	0,6	-1,9	-1,1	0,7	0,6	0,6	0,6	8,2	0,0	2,3
<b>Contributions :</b>											
Demande intérieure hors stocks	0,4	0,1	0,5	0,3	0,3	0,2	0,2	0,4	2,0	1,2	1,5
Variations de stocks	0,1	-0,5	-0,4	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,2	0,0
Commerce extérieur	-1,0	0,3	0,8	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,6	0,4	-0,2
Déflateur de la consommation*	6,4	6,6	6,3	5,7	4,9	4,0	3,8	3,6	6,3	4,1	2,8
Taux de chômage	3,8	3,6	3,5	3,6	3,7	3,8	4,0	4,1	3,6	3,9	4,6
Solde courant, en % du PIB									-3,7	-3,0	-2,7
Solde public, en % du PIB									-4,0	-3,1	-4,2
Dette publique, en % du PIB									123,4	119,9	119,4
Impulsion budgétaire, en points de PIB									-8,6	-1,3	0,8
<b>PIB zone euro</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>3,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>

\* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.  
Bureau of Economic Analysis (BEA), Bureau of Labor Statistics (BLS), prévision OFCE avril 2023.

## A3. Zone euro : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2022				2023				2022	2023	2024
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
<b>PIB</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>3,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>
<b>PIB par habitant</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>3,2</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>
Consommation des ménages	0,1	1,1	0,9	-0,9	0,1	0,2	0,3	0,4	4,3	0,6	1,6
Consommation publique	0,1	-0,1	-0,1	0,7	0,0	0,1	0,2	0,2	1,1	0,6	0,8
FBCF totale	-0,7	0,9	3,9	-3,6	0,1	0,1	0,3	0,3	3,8	-0,2	1,6
Exportations de biens et services	1,4	1,7	1,7	0,1	0,1	0,5	0,6	0,7	7,2	2,4	2,9
Importations de biens et services	-0,6	1,9	4,2	-1,9	0,0	0,4	0,6	0,6	8,0	1,9	2,7
<i>Contributions :</i>											
Demande intérieure hors stocks	-0.1	0.7	1.3	-1.1	0.1	0.2	0.3	0.3	3,3	0,4	1,4
Variations de stocks	-0.3	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0,3	0,1	-0,1
Commerce extérieur	1.0	0.0	-1.2	1.0	0.1	0.1	0.0	0.1	-0,1	0,3	0,2
Prix à la consommation (IPCH)*	6,1	8,0	9,3	10,0	8,0	7,0	6,1	5,0	8,4	6,5	3,7
Taux de chômage	6,8	6,7	6,7	6,7	6,8	6,9	7,0	7,1	6,7	6,9	7,3
Solde public, en % du PIB											
Dette publique, en % du PIB											
Impulsion publique, en points de PIB											
<b>PIB États-Unis</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>2,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>

\* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.  
Eurostat, prévision OFCE avril 2023.

## A4. Allemagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2022				2023				2022	2023	2024
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
<b>PIB</b>	<b>0,8</b>	<b>0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>1,9</b>	<b>0,3</b>	<b>1,4</b>
<b>PIB par habitant</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,2</b>
Consommation finale privée	0,7	0,6	0,7	-1,0	-0,5	0,2	0,3	0,4	4,4	-0,4	1,6
Consommation des APU	0,6	0,5	-1,2	0,6	0,0	0,0	0,3	0,3	1,2	0,2	1,0
FBCF totale dont	2,3	-1,2	1,3	-2,5	0,0	0,0	0,3	0,3	0,6	-1,4	1,4
Exportations de biens et services	-0,3	0,7	1,9	-1,0	-0,7	0,5	0,6	0,7	3,0	0,5	3,0
Importations de biens et services	-0,5	2,3	2,1	-1,3	-1,3	0,3	0,7	0,7	6,1	0,0	3,2
<i>Contributions :</i>											
Demande intérieure hors stocks	1,0	0,2	0,4	-0,9	-0,3	0,1	0,3	0,3	2,6	-0,4	1,4
Variations de stocks	-0,3	0,7	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,5	0,0
Commerce extérieur	0,1	-0,7	0,0	0,2	0,3	0,1	0,0	0,0	-1,3	0,3	0,0
Prix à la consommation (IPCH)*	6,1	8,3	9,3	10,8	8,7	7,1	5,8	4,7	8,6	6,5	3,6
Taux de chômage	3,1	3,0	3,1	3,0	3,2	3,3	3,4	3,4	3,1	3,3	3,5
Solde courant, en % du PIB									3,8	5,4	6,0
Solde public, en % du PIB									-2,6	-3,2	-2,0
Dette publique, en % du PIB									66,4	66,7	65,4
Impulsion publique, en points de PIB									-0,5	0,2	-0,8
<b>PIB zone euro</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>3,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>

\* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.  
Bundesbank, Statistisches Bundesamt, prévision OFCE avril 2023.

## A5. France : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2022				2023				2022	2023	2024
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
<b>PIB</b>	-0,2	0,5	0,2	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	2,6	0,8	1,2
<b>PIB par habitant</b>	-0,3	0,4	0,1	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	2,4	0,5	1,0
Consommation finale privée	-1,0	0,6	0,4	-1,1	0,2	0,2	0,3	0,3	2,8	0,1	1,2
Consommation des APU	0,3	0,0	0,3	0,6	-0,1	0,1	0,1	0,1	2,6	0,7	0,4
FBCF totale dont :	0,3	0,3	2,3	0,3	0,1	0,2	0,3	0,3	2,3	1,8	1,0
<i>SNFEI</i>	0,1	0,5	3,8	0,6	0,1	0,3	0,3	0,3	3,3	3,1	1,3
<i>Ménages</i>	0,0	-0,1	-0,7	-0,9	-0,5	-0,6	-0,3	-0,3	0,3	-2,2	-1,3
<i>Administrations publiques</i>	1,1	-0,1	1,1	0,5	0,4	0,6	0,9	0,9	0,6	2,5	3,4
Exportations de biens et services	1,9	0,7	1,0	0,5	0,7	0,7	0,9	0,9	7,1	3,0	3,9
Importations de biens et services	1,3	1,1	4,2	-0,4	0,3	0,4	0,6	0,6	9,1	3,1	2,4
<b>Contributions :</b>											
Demande intérieure hors stocks	-0,4	0,4	0,8	-0,4	0,1	0,2	0,3	0,3	2,7	0,7	1,0
Variations de stocks	0,0	0,3	0,5	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,7	0,2	-0,2
Commerce extérieur	0,2	-0,2	-1,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,8	-0,1	0,4
Déflateur de la consommation (en ga)	3,2	4,9	6,0	7,2	8,1	7,9	7,4	6,4	7,2	6,4	3,0
Taux de chômage	7,3	7,4	7,3	7,2	7,2	7,2	7,3	7,4	7,3	7,3	7,7
Solde public, en % du PIB									-4,7	-4,5	-4,0
Dette publique, en % du PIB									111,6	108,8	107,8
<b>PIB zone euro</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>3,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>

\* Mesurée comme l'effort budgétaire structurel.  
INSEE, comptes trimestriels ; prévisions OFCE, *e-mod.fr*, 2023-2024, avril 2023.

## A6. Italie : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2022				2023				2022	2023	2024
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
<b>PIB</b>	0,1	1,0	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	3,7	0,4	0,6
<b>PIB par habitant</b>	0,2	1,2	0,5	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	4,1	0,7	0,9
<b>Consommation des ménages</b>	-1,1	2,2	2,2	-1,6	0,7	0,0	0,0	0,0	4,6	1,1	0,1
<b>Consommation publique</b>	0,3	-1,4	-0,2	0,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	0,0	-1,9	-1,0
<b>FBCF totale dont :</b>	3,4	1,1	0,2	2,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	9,4	1,2	0,3
productive	5,3	0,9	3,6	1,9	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	10,9	2,7	0,3
logement	8,9	1,0	-2,2	1,7	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	17,0	-0,4	0,3
<b>Exportations de biens et services</b>	5,3	1,8	0,0	2,6	-0,3	0,5	0,6	0,6	9,4	3,0	2,1
<b>Importations de biens et services</b>	4,1	1,5	2,5	-1,7	0,1	0,0	0,0	0,0	11,8	0,6	0,5
<b>Contributions :</b>											
Demande intérieure hors stocks	0,1	1,2	1,3	-0,4	0,2	-0,2	-0,2	-0,2	4,6	0,6	0,0
Variations de stocks	-0,4	-0,3	0,0	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-1,0	0,0
Commerce extérieur	0,4	0,1	-0,8	1,4	-0,1	0,2	0,2	0,2	-0,5	0,9	0,6
<b>Prix à la consommation (déflateur)*</b>	5,0	6,1	7,5	11,0	8,3	8,9	8,2	3,9	7,4	7,3	4,5
<b>Taux de chômage</b>	8,4	8,1	8,0	7,9	7,9	8,0	8,0	8,0	8,1	8,0	8,2
<b>Solde courant, en % de PIB</b>									-0,7	0,1	2,9
<b>Solde public, en % de PIB</b>									-8,0	-5,2	-4,8
<b>Dettes publiques, en % du PIB</b>									144,7	141,4	138,7
<b>Impulsion budgétaire, en points de PIB</b>									0,5	-0,7	-0,8
<b>PIB zone euro</b>	0,6	0,9	0,4	0,0	0,1	0,2	0,3	0,3	3,5	0,9	1,4

\* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.  
ISTAT, calculs de l'auteur, prévision OFCE avril 2023.

## A7. Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2022				2023				2022	2023	2024
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
<b>PIB</b>	<b>0,0</b>	<b>2,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>5,5</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>
<b>PIB par habitant</b>	<b>-0,1</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>5,0</b>	<b>0,8</b>	<b>1,6</b>
Consommation des ménages	0,3	5,2	1,8	-1,8	0,4	0,5	0,6	0,7	4,4	1,3	2,8
Consommation publique	-0,2	-1,0	1,6	1,9	0,7	0,5	0,5	0,5	-0,7	3,5	2,0
FBCF totale <sup>1</sup> dont :	3,6	3,2	-0,5	-3,7	-0,2	-0,1	0,4	0,4	4,6	-2,3	2,7
Productive	3,2	3,4	-0,5	-4,4	0,0	0,0	0,6	0,6	5,1	-2,4	3,1
Logement	5,0	2,5	-0,6	-1,5	-0,8	-0,5	0,0	0,0	3,1	-2,0	1,5
Exportations de biens et services	3,1	4,6	0,3	-1,1	0,9	0,5	0,5	0,5	14,4	1,8	1,2
Importations de biens et services	1,1	2,5	3,2	-4,2	1,4	0,5	0,5	0,5	7,9	1,1	2,3
<i>Contributions :</i>											
Demande intérieure hors stocks	0,8	1,7	1,2	-1,3	0,3	0,3	0,6	0,6	3,3	1,0	2,5
Variations de stocks	-1,6	-0,4	-0,1	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,3	0,0
Commerce extérieur	0,7	0,9	-1,0	1,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	2,3	0,3	-0,3
Prix à la consommation (IPCH) <sup>2</sup>	6,3	7,7	8,0	5,3	4,0	4,1	3,8	4,3	6,8	4,1	3,3
Taux de chômage	13,6	12,5	12,7	12,9	13,1	13,4	13,6	13,9	12,9	13,5	14,3
Solde public, en % de PIB									-4,8	-4,6	-4,1
Dette publique, en % de PIB									113,2	114,1	113,2
Impulsion budgétaire, en points de PIB									-1,0	-0,5	0,0
<b>PIB zone euro</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>3,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>

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 avril 2023.

## A8. Royaume-Uni : résumé des prévisions

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

	2022				2023				2022	2023	2024
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
<b>PIB</b>	<b>0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>	<b>4,1</b>	<b>0,3</b>	<b>1,4</b>
<b>PIB par habitant</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>0</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>3,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,9</b>
Consommation des ménages <sup>1</sup>	1,4	0,3	-0,3	0,2	-0,3	0	0,1	0,3	5,6	-0,1	1,0
Consommation publique	-0,4	-1,7	0,8	0,5	1,4	1,4	1,2	0,4	1,8	3,5	1,5
FBCF totale <sup>2</sup> dont :	8,6	-2,3	1,1	0,3	-1,3	0,3	-0,3	0,7	8,6	-0,9	2,1
Productive privée	8,2	2,5	0,1	-0,2	-3,0	0	0	1,0	10,8	-2,3	3,3
Logement	2,7	3,9	0,9	-1,9	-2,5	-2,5	-2,0	0	8,3	-5,3	0,8
Administrations publiques	20,1	-24,5	7,3	8,3	5,5	5,0	1,0	0,9	3,6	12,3	0,5
Exportations de biens et services	-7,3	5,1	10,5	-1,4	-8,0	-1,0	0,3	0,4	9,9	-3,8	1,3
Importations de biens et services	8,2	0,5	-3,1	-0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	13,3	-1,3	1,0
<i>Contributions :</i>											
Demande intérieure hors stocks	2,3	-0,6	0,2	0,3	-0,2	0,4	0,3	0,4	5,4	0,5	1,4
Variations de stocks	3,0	-0,6	-4,5	0,2	2,8	0	0	0	-0,1	0,5	0
Commerce extérieur	-4,8	1,3	4,2	-0,4	-2,6	-0,3	0	0,1	-1,2	-0,7	0
Prix à la consommation (IPCH) <sup>3</sup>	6,2	9,2	10,0	10,8	10,0	5,9	4,2	2,5	9,1	5,5	2,7
Taux de chômage <sup>4</sup>	3,7	3,8	3,6	3,7	3,9	4,0	4,1	4,1	3,7	4,0	4,5
Solde courant, en % du PIB									-3,8	-2,5	-0,5
Solde public <sup>5</sup> , en % du PIB									5,1	5,4	3,8
Dette publique, en % du PIB									102,0	104,0	104,0
Impulsion budgétaire, en points de PIB									-1,1	-1,0	-1,2
<b>PIB zone euro</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>3,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>

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 4 2022, 31 mars 2023), prévision OFCE avril 20223.

### A9. Amérique latine : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2022	2023	2024
<b>PIB</b>	3,9	0,9	2,0
Argentine	5,2	-2,0	0,0
Brésil	2,9	1,0	1,9
Mexique	3,1	1,5	2,2
Chili	2,5	-0,5	2,0

FMI, calculs et prévision OFCE avril 2023.

### A10. Asie : résumé des prévisions de PIB

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2022	2023	2024
<b>Corée du Sud</b>	6,8	2,6	1,2	2,1
<b>Asie en développement rapide</b>	20,3	4,1	3,7	4,1
Taïwan	3,9	2,5	2,0	2,5
Hong Kong	1,5	-3,5	3,6	3,6
Singapour	0,9	3,6	1,8	2,5
Thaïlande	3,6	2,6	3,6	3,7
Indonésie	6,0	5,3	4,5	4,9
Malaisie	1,7	8,7	3,8	4,4
Philippines	2,6	7,6	5,3	5,6
Chine	48,5	3,0	4,9	5,0
Inde	24,4	6,9	5,8	6,1
Asie hors Chine	51,5	5,2	4,4	4,8
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>4,2</b>	<b>4,6</b>	<b>4,9</b>

CEIC, calculs et prévision OFCE avril 2023.

### A11. Nouveaux États membres de l'Union

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2022	2023	2024
<b>Pologne</b>	0,47	5,2	-0,4	3,3
<b>Roumanie</b>	0,19	4,5	2,6	3,5
<b>République tchèque</b>	0,15	2,4	0,1	2,7
<b>Hongrie</b>	0,12	4,6	0,0	2,7
<b>Bulgarie</b>	0,06	3,8	1,4	2,5
<b>NEM-6</b>		<b>4,5</b>	<b>0,4</b>	<b>3,1</b>

Comptes nationaux, calculs et prévision OFCE avril 2023.

## A12. Chine : résumé des prévisions

En %

	2020	2021	2022	2023	2024
<b>PIB</b>	<b>2,3</b>	<b>8,4</b>	<b>3,0</b>	<b>4,9</b>	<b>5,0</b>
Consommation	-0,3	9,0	1,8	4,7	6,0
Investissement	4,3	3,8	3,6	6,0	4,2
Exportations	1,6	18,3	3,3	2,6	3,9
Importations	-1,8	9,0	1,0	4,2	4,9
<i>Contributions</i>					
Consommation	-0,1	4,9	1,0	2,5	3,2
Investissement	1,8	1,6	1,5	2,5	1,8
Exportations nettes	0,6	1,9	0,5	-0,2	0,0
Exportations	0,3	3,3	0,7	0,5	0,8
Importations	-0,3	1,5	0,2	0,7	0,8

National Bureau of Statistics of China, estimations OFCE pour les exportations et les importations.  
Prévision OFCE avril 2023.

## A13. Japon : résumé des prévisions

En %

	2021	2022	2023	2024
<b>PIB</b>	<b>2,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>
<b>PIB par habitant</b>	<b>2,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>
Consommation privée	0,4	2,0	1,2	1,0
Consommation publique	3,5	1,5	0,9	0,5
Investissement	0,1	-1,0	1,8	2,1
Exportations	11,9	4,9	5,1	4,8
Importations	5,0	7,9	5,1	4,4
<i>Contributions à la croissance, en points</i>				
Demande intérieure hors stocks	1,0	1,2	1,3	1,3
Variations de stocks	0,2	0,4	-0,4	-0,4
Commerce extérieur	1,1	-0,6	0,3	0,3
<i>En %</i>				
Prix à la consommation	-0,2	2,5	3,1	1,8
Taux de chômage	2,8	2,6	2,4	2,2

Cabinet Office, Eikon, Prévision OFCE avril 2023.



# LE PRIX DE L'INFLATION

## PERSPECTIVES 2023-2024 POUR L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

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

La reprise de l'activité post-Covid a été violemment freinée par de multiples événements, en premier lieu les conséquences de l'invasion de l'Ukraine par la Russie. La crise énergétique, le retour du spectre de l'inflation, les tensions internationales et les difficultés d'approvisionnement, la remontée brutale des taux... l'ensemble de ces chocs amputeraient la croissance du PIB de 3 points sur trois ans malgré les mesures budgétaires déployées.

Si le reflux des prix de l'énergie depuis le pic de l'été 2022 devrait permettre d'éviter officiellement une récession, l'économie française ne devrait cependant croître que de 0,8 % en 2023, marquée encore par la diffusion du choc monétaire et énergétique.

En 2024, sous l'hypothèse d'une relative stabilité des prix de l'énergie et sans crise financière majeure, la croissance du PIB serait de 1,2 %. La croissance de l'activité serait principalement amputée par la diffusion de la hausse des taux et une politique budgétaire plus restrictive.

Tirée par les prix de l'alimentaire, l'inflation resterait élevée jusqu'à la fin de l'année 2023 oscillant entre 5,5 % et 6,5 %. Elle commencerait à se dégonfler seulement à partir de 2024 pour converger vers les 3 % à la fin de l'année prochaine. Au total, l'inflation mesurée par l'IPC, augmenterait en moyenne de 5,8 % en 2023 et de 3,8 % en 2024.

Le pouvoir d'achat par unité de consommation baisserait de 1,2 % sur la période 2022-2024. Il reviendrait en 2024 à un niveau proche de 2019 malgré les mesures fiscales déployées. Le taux d'épargne des ménages, encore près de 3 points au-dessus de son niveau de 2019 à la fin 2022,

\* Cette analyse s'appuie sur le travail de l'équipe France animée par Mathieu Plane et composée de Elliot Aurissergues, Bruno Coquet, Ombeline Jullien de Pommerol, Pierre Madec et Raul Sampognaro. Cette prévision intègre les informations disponibles au 3 avril 2023.

convergerait vers son niveau d'avant-crise à l'horizon de la prévision, soutenant ainsi la consommation. La « sur-épargne » accumulée depuis le début de la crise Covid représenterait 12,6 % de leur revenu annuel, hors taxe inflationniste sur le patrimoine, à la fin de l'année 2024.

Le climat des affaires des entreprises contraste avec les déficits extérieurs historiques. Cependant, le moindre restockage et la stabilité attendue du taux d'investissement, couplés à un rattrapage partiel des parts de marché avec notamment l'amélioration de la situation dans l'aéronautique, permettrait au commerce extérieur de contribuer positivement à la croissance au cours des trimestres à venir.

L'année 2023 devrait être l'année du retournement du marché du travail, le taux de chômage augmentant à partir du second semestre, avec la baisse de l'apprentissage et la hausse de la durée du travail. Nous attendons 101 000 pertes d'emplois entre la fin de l'année 2022 et celle de 2024 et un taux de chômage à 7,9 % à la fin de l'année prochaine (contre 7,2 % actuellement). Cependant la productivité du travail ne retrouverait pas sa tendance d'avant-crise d'ici la fin 2024, révélant un cycle de productivité encore largement creusé.

Le déficit public à 4,7 % du PIB en 2022, plus bas que prévu dans le PLF 2023, diminuerait légèrement, sous l'effet de l'extinction progressive des mesures sanitaires et énergétiques pour atteindre 4 % du PIB en 2024. Le ratio entre dette publique et PIB baisserait, passant de 111,6 % en 2022 à 107,8 % en 2024, ce dernier bénéficiant d'une croissance du PIB nominal vigoureuse avec la hausse marquée des prix du PIB. L'inflation élevée relève comptablement le niveau de déficit qui stabilise la dette en points de PIB, allégeant ainsi le poids de la dette.

---

Depuis le début de l'année 2020, l'économie mondiale subit des événements de grande ampleur. Sanitaire dans un premier temps puis énergétique et géopolitique dans un second temps, ces chocs ont profondément perturbé la trajectoire de l'économie mondiale et française. L'année 2022 a été marquée par une inflation élevée (5,2 %) et un très fort ralentissement de la croissance (+0,5 en glissement annuel fin 2022), au point d'inquiéter sur un potentiel retour de la stagflation.

Alors que la croissance s'inscrivait dans un contexte de reprise post-Covid, poussée par un très fort rebond de la demande interne après la « mise sous cloche » des économies, son freinage a été brutal, sous l'effet du choc énergétique, des tensions géopolitiques, des difficultés d'approvisionnement des chaînes de production mondiale et de l'intensification des difficultés de recrutement. L'aplatissement de la trajectoire du PIB en 2022 reflète donc une forme de « récession cachée » par la phase très dynamique de rattrapage post-Covid, permettant à la croissance trimestrielle, bien que faible, de rester positive, au lieu de basculer en territoire négatif.

Les tensions sur les matières premières et les matériaux au second semestre 2021, qui ont émergé face à une demande mondiale post-Covid très dynamique, ont été amplifiées par l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Tout ceci a créé un impact majeur et durable sur le marché de l'énergie. Les prix du gaz et de l'électricité ont atteint des niveaux historiquement élevés, représentant un prélèvement sur les ménages de 3 points de consommation sur un an à la mi-2022 malgré les mesures prises par le gouvernement (bouclier tarifaire, remise carburant...).

L'inflation n'aurait pu être que temporaire, parce que liée à la sortie de la crise sanitaire ; mais elle s'est inscrite dans la durée avec le choc énergétique et la modification des relations internationales à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Ainsi, l'inflation a fait un retour spectaculaire dans la plupart des pays, la France ne faisant pas exception bien que se situant en dessous de la moyenne de la zone euro (5,9 % en France contre 8,4 % dans la zone euro en moyenne en 2022 d'après l'IPCH).

La hausse des prix de l'énergie (pétrole, gaz, électricité) et alimentaires, bien qu'amortie par d'importantes mesures budgétaires, ont pesé sur la croissance et fortement creusé le déficit extérieur. La balance commerciale de la France sur les biens a enregistré sa plus

mauvaise année en 2022 avec une dégradation de près de 80 milliards d'euros en un an (3 % du PIB) menant à un déficit historique de 164 milliards (6,2 % du PIB) dont 115 uniquement liés à la facture énergétique (4,4 % du PIB), soit un niveau comparable à celui du premier choc pétrolier de 1973 (4,1 % du PIB en moyenne en 1974).

Face à ce retour de l'inflation, les banques centrales ont durci leur politique monétaire. Après huit ans de politique de taux « zéro », le taux directeur de la BCE a connu une première hausse à partir de fin juillet 2022, pour une augmentation totale de 3,5 points de pourcentage en l'espace de huit mois, une rapidité de remontée des taux sans précédent<sup>1</sup>.

Malgré tout, dans ce contexte, les entreprises ont continué à embaucher et à investir, se montrant plutôt résilientes alors que les ménages, au contraire, inquiets sur l'évolution de leur niveau de vie, les ménages ont vu leur moral chuter au plus bas.

Si le reflux des prix de l'énergie depuis le pic de l'été 2022 devrait permettre d'éviter officiellement une récession en France et dans la zone euro, il ne sera pas suffisant pour envisager une croissance forte en 2023. En effet, la hausse des taux qui va mordre sur l'activité en 2023 (-0,4 point de PIB) et la diffusion du choc énergétique (-0,5 point), même si moins marquée que prévu, vont réduire l'activité par rapport à sa trajectoire de rebond. L'économie française ne devrait croître que de 0,8 % en 2023.

L'année 2023 devrait être également l'année du retournement du marché du travail, le taux de chômage augmentant à partir du second semestre en raison de la baisse de l'apprentissage et la hausse de la durée du travail. La productivité du travail retrouverait son niveau d'avant-crise seulement au bout de cinq ans après le déclenchement de la crise mais ne rattraperait pas sa tendance historique (+0,85 % par an) à l'horizon de notre prévision.

Le taux d'épargne des ménages, encore près de 3 points au-dessus de son niveau de 2019 à la fin 2022, convergerait vers son niveau d'avant-crise. Toutefois, les ménages ne puiseraient pas dans leur « sur-épargne » Covid, qui représentait plus de 11 % de leur revenu annuel, hors taxe inflationniste sur le patrimoine, à la fin de l'année 2022.

---

1. Lors du resserrement de 1999-2000, le taux directeur avait augmenté de 2,25 points en l'espace de onze mois et lors du resserrement de 2005-2007, le taux directeur avait augmenté de 2 points en dix-huit mois.

En 2024, sous l'hypothèse d'une relative stabilité des prix de l'énergie et sans crise financière majeure, la croissance du PIB serait de 1,2 %. La croissance de l'activité serait principalement amputée par la diffusion de la hausse des taux et une politique budgétaire plus restrictive.

Le déficit public à 4,7 % du PIB en 2022, plus bas que prévu dans le PLF 2023, diminuerait légèrement, sous l'effet de l'extinction progressive des mesures sanitaires et énergétiques pour atteindre 4 % du PIB en 2024. Le ratio entre dette publique et PIB baisserait, passant de 111,6 % en 2022 à 107,8 % en 2024, ce dernier bénéficiant d'une croissance du PIB nominal vigoureuse avec la hausse marquée des prix du PIB. L'inflation élevée relève comptablement le niveau de déficit qui stabilise la dette en points de PIB, allégeant ainsi le poids de la dette.

## L'élan de reprise post-Covid stoppé en 2022

Dès le troisième trimestre 2021, le PIB de la France, bien qu'encore en-dessous de son PIB potentiel, 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.

La dynamique de rattrapage de l'économie vers son PIB potentiel a été stoppée nette dans son élan au tournant de l'année 2022 en raison du rapide changement de l'environnement international. La croissance, en glissement annuel, de l'économie française est passée de 5,1 % fin 2021 à 0,5 % au quatrième trimestre 2022.

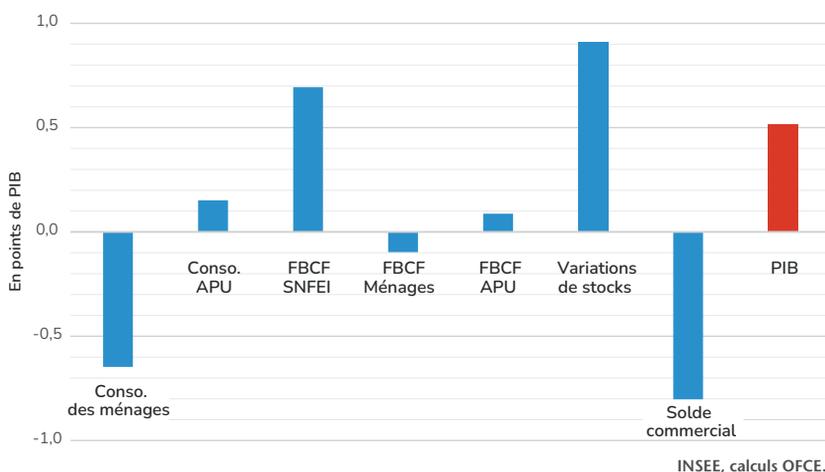
Un découplage apparaît entre d'un côté le comportement des entreprises qui investissent, restockent et embauchent, et de l'autre des ménages qui réduisent leurs consommations et leurs investissements pour faire face à leur baisse de pouvoir d'achat (graphique 1).

Le retour de l'inflation s'est traduit par une contraction du pouvoir d'achat sur 2022 (-0,5 % en glissement annuel à la fin de l'année), ce qui a conduit les ménages à réduire massivement leur consommation (-1,2 % au quatrième trimestre 2022 en glissement annuel). À l'exception de l'année 2020, une telle contraction n'a jamais été observée depuis 1950. La consommation, en volume, de « produits agricoles et

alimentaires » a baissé de 7,4 %, revenant à son niveau de début 2006, et celle en « énergie, eau, déchets et cokéfaction-raffinage » s'est contractée de 10,5 % sur l'ensemble de l'année, revenant à son niveau de la fin des années 1980. Ces postes qui représentent 27 % de la consommation totale des ménages en 2022 ont contribué à réduire la consommation de 2,2 points sur l'année. À l'inverse, la consommation en « services de transport » et en « hébergement-restauration » a augmenté de plus de 10 % sur un an, contribuant à augmenter la consommation totale de 1,1 point. Les secteurs les plus frappés par la crise sanitaire sont ceux désormais qui tirent la consommation alors que la contraction a lieu logiquement dans les secteurs les plus frappés par l'inflation et qui auparavant avaient bien résisté à la crise Covid (graphique 2).

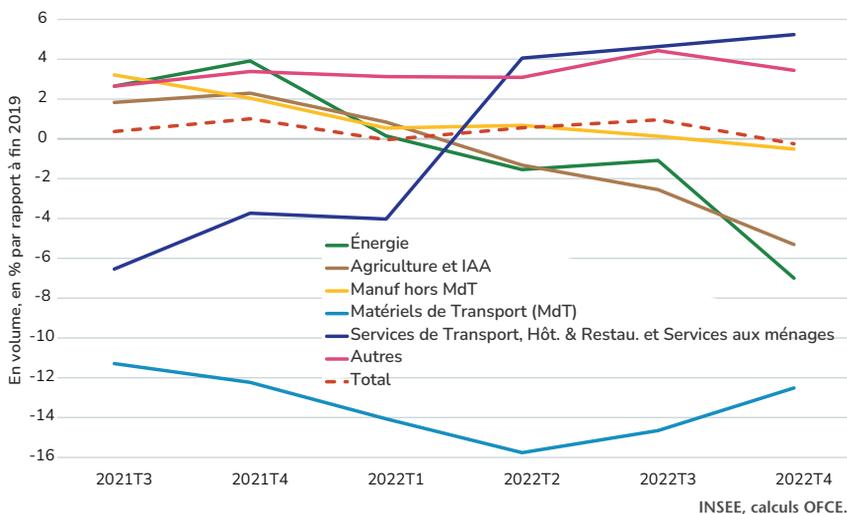
Avec une hausse de 5,1 % en glissement annuel, l'investissement des entreprises contribue à accroître le PIB de 0,8 point à la fin 2022 (graphique 1) et se situe désormais 10 % au-dessus de son niveau d'avant-crise, un niveau historiquement élevé. Sur un an, la totalité de la hausse est attribuable à l'investissement en « services d'information-communication » (+13,5 % en glissement annuel et +30 % depuis la fin 2019) poussé par la transformation digitale et numérique des entreprises, et à l'investissement en « biens manufacturés hors matériels de transport » (+ 8,7 % en glissement annuel et +14 % depuis la fin 2019).

**Graphique 1. Contribution des composantes du PIB à la croissance en glissement annuel à la fin de l'année 2022**



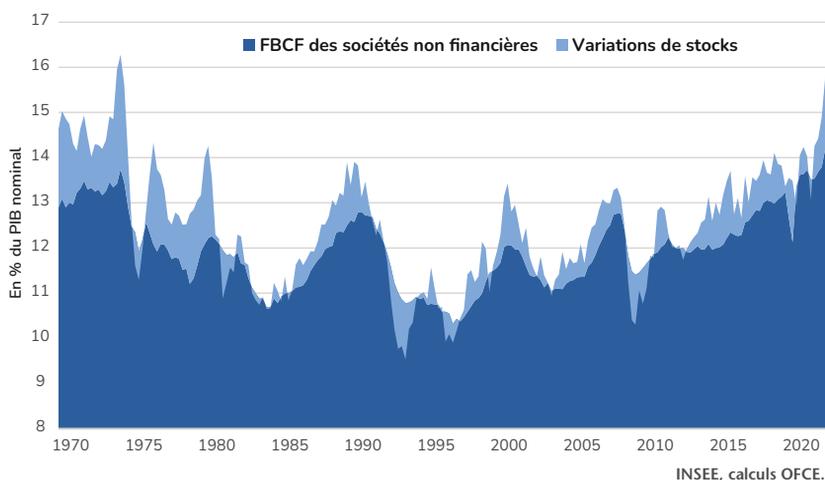
Les entreprises ont bénéficié d'aides à l'investissement et à la décarbonation de l'industrie dans le cadre du Plan de Relance et France 2030 qui ont pu favoriser ce type d'investissement. En revanche, l'investissement en « construction » et en « matériels de transport » sont en baisse sur un an (respectivement -1,2 % et -2,1 % en glissement annuel) et se situent respectivement -1 % et -18 % en-dessous de la fin 2019, trois ans après le début de la crise Covid.

Graphique 2. Niveau de consommation des ménages par type de produits



En raison des pénuries passées et de la crainte sur les possibles difficultés d'approvisionnement, les entreprises ont accru sur l'ensemble de l'année 2022 leurs stocks de biens manufacturés de 1,4 point de PIB, soit la plus forte augmentation enregistrée depuis cinquante ans (graphique 3). Au cours du premier trimestre 2023, selon les enquêtes menées auprès des industriels, le niveau des stocks de produits finis a baissé, ce qui pourrait conduire à une contribution négative des stocks en début d'année et qui se poursuivrait sur une partie de l'année 2023.

Graphique 3. Investissement des entreprises non financières et variations de stocks en biens manufacturés



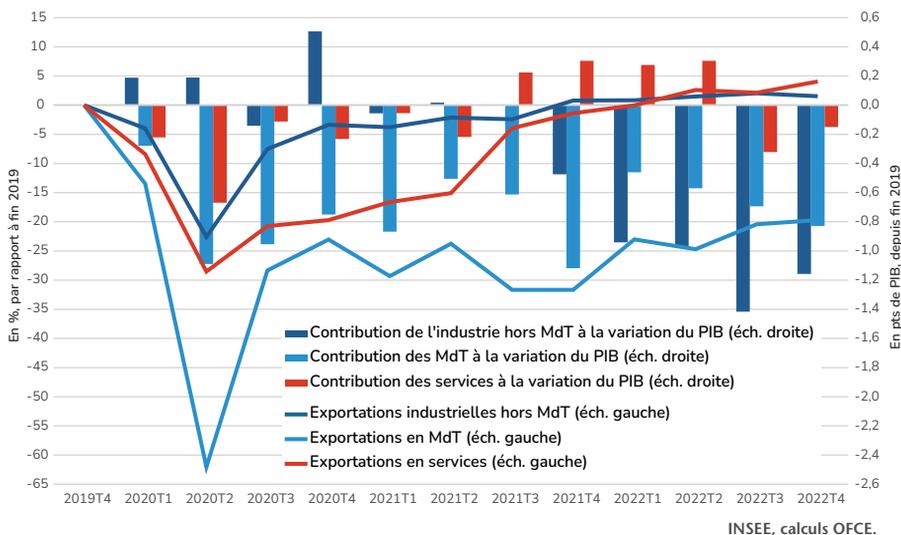
## Le plongeon du commerce extérieur

Depuis un an, les échanges commerciaux ont réduit la croissance du PIB, en volume, de -0,6 point de PIB. Par rapport à la fin 2019, le commerce extérieur ampute le PIB, à la fin de l'année 2022, de 2,1 points alors que l'investissement des entreprises et les variations de stocks l'augmentent de 2,2 points de PIB (graphique 1).

Les exportations, en volume, en « matériels de transport » ont connu une chute de grande ampleur avec la crise Covid et sont encore loin de leur niveau d'avant-crise (- 20 % par rapport à leur niveau de fin 2019), ce qui n'est pas le cas des importations (-5 %). Ainsi, le commerce extérieur lié aux seuls « matériels de transport » connaît un choc durable depuis trois ans et ampute le PIB de 0,8 point par rapport à fin 2019 (graphique 4). Du côté de la balance industrielle « hors matériels de transport », la dégradation est très nette depuis le troisième trimestre 2021 et a contribué à réduire le PIB de 1,2 point en cinq trimestres, ce qui n'a pas été le cas sur la période Covid. Les exportations en biens industriels « hors matériels de transport » stagnent depuis un an alors que les importations ont augmenté de 4 %, une partie étant due à la forte hausse de l'investissement en biens d'équipement et l'augmentation des stocks en produits manufacturés. La réduction des variations de stocks et le ralentissement de la croissance de l'investissement auront pour contrepartie une amélioration de la

balance commerciale, comme nous l'anticipons pour les prochains trimestres. Enfin, la balance des services a un effet faible sur la contribution totale du commerce extérieur.

Graphique 4. Exportations et contributions du commerce extérieur par produit

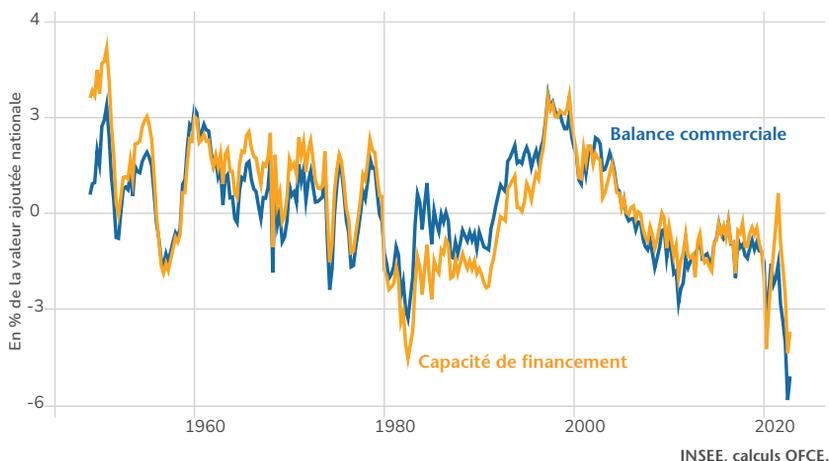


Alors que la France dégagait une légère capacité de financement de 0,6 point de PIB au troisième trimestre 2021, elle affichait à la fin de l'année 2022 un besoin de financement de 3,3 points de PIB vis-à-vis du reste du monde (RDM) (graphique 5). Cette évolution s'explique en grande mesure par la dégradation de la balance commerciale. Sur un an, entre le quatrième trimestre 2022 et le quatrième trimestre 2021, la dégradation du solde commercial en biens et services a été de 2,2 points de PIB, dont 1,3 point sont directement liés au seul facteur énergétique (-2,1 points de PIB par rapport au troisième trimestre 2021, avant l'envolée des prix de l'énergie).

La dégradation du solde commercial s'explique en partie par l'évolution des prix. Sur un an les importations françaises se sont renchéries de 13,9 % tandis que le déflateur des exportations a augmenté de 10,2 %. Toutefois, le creusement de la balance commerciale ne s'explique pas exclusivement par l'évolution défavorable des prix. En volume, les importations augmentent plus fortement (+6,3 %) que les exportations (4,3 %). Ces évolutions macroéconomiques masquent des hétérogénéités sectorielles importantes. Utilisant la

méthodologie présentée dans Sampognaro (2022)<sup>2</sup>, nous quantifions la contribution respective des variations de prix et des volumes de chaque produit (au niveau A17 de la nomenclature des comptes nationaux) à l'évolution du déficit commercial entre le quatrième trimestre 2021 et le quatrième trimestre 2022.

Graphique 5. Capacité et besoin de financement de l'économie française et balance commerciale



En effet, la dégradation de 14,7 milliards d'euros du solde commercial est liée majoritairement à l'évolution des prix (9,7 milliards d'euros s'expliquent par ce facteur) (tableau 1). Sans surprise, l'effet vient du renchérissement des produits *énergétiques* et *raffinés* importés (nets des exportations l'effet de la hausse de prix est de 9,4 milliards d'euros). Depuis un an, le reflux des prix du fret international contribue aussi à dégrader la balance commerciale sur ce poste qui avait été historiquement dynamique au cours de l'année 2021.

Si les termes de l'échange ont un effet quantitatif négatif, l'évolution des volumes aggrave le déficit de 5 milliards d'euros supplémentaires. L'essentiel de la baisse s'explique par les évolutions observées dans les échanges de *biens d'équipement*. Ceci pourrait s'expliquer par le maintien d'un taux d'investissement élevé. Il faut noter que le rétablissement progressif du volume des échanges de *matériels de transport* contribue à améliorer le solde commercial depuis un an.

2. R. Sampognaro (2022), « L'effet des chocs conjoncturels sur le déficit commercial français », *OFCE Le blog*.

Le déficit record de la balance commerciale observé au quatrième trimestre 2022, expliqué en grande partie par l'évolution défavorable des prix énergétiques, constitue un point d'alerte pour l'économie française. De plus, les volumes échangés, loin d'atténuer le déficit, l'aggravent. Si la situation s'est améliorée au cours de l'année 2022, elle reste dégradée dans les *matériels de transport*. La plus grande incertitude pour le futur reste de savoir si ces chocs sont temporaires ou permanents. Ceci déterminera l'ampleur de l'ajustement qui sera nécessaire pour diminuer ce déséquilibre vis-à-vis du reste du monde, notamment s'il faut financer une facture énergétique durablement plus onéreuse. La bonne tenue de l'investissement des entreprises peut nuancer ce constat.

Le besoin de financement actuel de la nation est à un niveau historiquement élevé<sup>3</sup>, comparable à celui du deuxième trimestre 2020, au moment du premier confinement, ou à celui de 1982, avant le tournant de la rigueur.

Tableau 1. Contribution de l'évolution des prix et des volumes au solde de la balance commerciale au T2 2022 par rapport au T4 2021

Produit	Exportations (1)			Importations (2)			Solde (1) - (2)		
	Prix	Volume	Total	Prix	Volume	Total	Prix	Volume	Total
Agriculture	1,0	0,2	1,2	0,5	-0,1	0,4	0,5	0,3	0,7
IAA	2,4	-0,8	1,6	2,0	0,5	2,5	0,4	-1,3	-0,9
Coké-raffinerie	0,8	-0,1	0,7	4,2	-0,4	3,8	-3,5	0,3	-3,1
Biens d'équip.	1,6	1,6	3,2	1,8	2,5	4,2	-0,1	-0,9	-1,1
Mat. de transp	3,1	4,1	7,3	2,0	2,1	4,1	1,1	2,0	3,1
Aut. industries	6,0	-0,9	5,2	5,9	1,2	7,0	0,1	-2,0	-1,9
Energie	4,8	0,8	5,6	10,7	1,5	12,2	-5,9	-0,7	-6,6
Commerce	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,3	0,0	-0,3	-0,3
Transport	-1,4	1,8	0,5	1,8	4,1	5,8	-3,1	-2,2	-5,4
Info-comm	0,1	0,2	0,3	0,1	0,4	0,6	0,0	-0,3	-0,3
Serv. fin.	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,4	-0,2	0,0	-0,2
S. aux ent.	0,7	-0,4	0,3	0,7	1,0	1,7	0,0	-1,3	-1,4
S. aux mén.	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Tourisme	1,1	2,0	3,1	0,8	0,9	1,7	0,4	1,1	1,4
<b>TOTAL</b>	<b>20,4</b>	<b>8,6</b>	<b>29,0</b>	<b>30,2</b>	<b>13,6</b>	<b>43,7</b>	<b>-9,7</b>	<b>-5,0</b>	<b>-14,7</b>

INSEE calculs OFCE.

Calculs réalisés à partir des Comptes Nationaux Trimestriels (Insee).

3. Il est possible de calculer le solde commercial grâce aux données douanières ou de la balance des paiements. Des différences de champ ou de méthodologie peuvent expliquer des divergences sur les chiffres publiés. La comptabilité nationale offre l'avantage de réaliser des comparaisons sur longue période avec une méthodologie homogène.

La hausse du besoin de financement de la nation vis-à-vis du Reste du monde depuis un an – équivalent à 2,5 points de PIB – est liée à l'augmentation du besoin de financement des entreprises (-1,7 point de PIB) et de celui des administrations publiques (APU) (-1,4 point de PIB), les ménages améliorant au contraire leur capacité de financement sur la période (+0,5 point de PIB) en raison d'une hausse de leur épargne et d'une baisse de leurs investissements (tableau 2).

Avec un taux d'épargne à 17,8 % de leur revenu à la fin 2022, soit près de 3 points de plus que le niveau moyen de 2019, les ménages continuent à « sur-épargner » par rapport à une tendance. L'accumulation totale depuis trois ans représente désormais 11,2 points de revenu annuel, soit 172 milliards d'euros<sup>4</sup> (hors effet de la « taxe inflationniste » sur le patrimoine). Ce niveau élevé de l'épargne peut refléter une forme de prudence malgré le niveau du chômage relativement bas. Cela se retrouve dans les enquêtes de conjoncture dans lesquelles les ménages montrent à la fois une forte inquiétude sur les niveaux de vie à venir mais des opportunités d'épargne élevées.

Tableau 2. Variation des comptes d'agents entre la fin 2021 et la fin 2022

Écart T4 2022 / T4 2021		SNF-SF	EI	Ménages	APU	ISBLS M	RDM	Total
En %, euros constants*	Valeur ajoutée	0,5	-2,9	4,5	0,0	2,1		0,8***
En %, euros constants**		0,4		-0,5	-7,9	-4,1		
En Mds trimestriels, euros constants**	Revenu Disp. Brut	0		-2	-12	-1		-14
<i>Contribution (en pts de %)</i>		-3		14	85	4		100
En % du RDB	Taux d'épargne			0,6				
En pts de % annuel	Taux de marge	-0,2						
En % en euros constants*	FBCF & var. stocks	13		-1	3	-3		
En % du PIB	CF (+) / BF (-)	-1,7		0,5	-1,4	0,0	2,5	0,0

INSEE, calculs OFCE.

\* Déflaté par les prix de VA. \*\* Déflaté par les prix de consommation finale.

\*\*\* Le PIB, en euros constants, croît de 0,5 % en glissement annuel sur cette même période. Cet écart s'explique par des différences de périmètre car, contrairement au PIB, la valeur ajoutée ne tient pas compte de la TVA et les taxes sur des produits particuliers comme les produits pétroliers, le tabac et l'alcool ou encore les produits importés (droit de douanes), ni les subventions sur les produits.

4. Cette estimation est réalisée pour chaque trimestre à partir de l'écart de taux, entre celui observé moins le taux d'avant-crise, auquel nous appliquons les revenus courants. La « sur-épargne » correspond à la somme des montants accumulés depuis début 2020. Un autre calcul de « sur-épargne » consiste à calculer cette épargne en euros constants de 2019 (en la déflétant par les prix de consommation) et à la comparer à l'épargne moyenne de 2019. Dans ce cas, nous arrivons à une « sur-épargne » de 180 milliards d'euros fin 2022. Une estimation plus complexe calculerait un taux d'intérêt réel sur l'épargne, livret A, etc. mais nous n'avons pas encore abouti sur ce calcul.

*A contrario*, malgré un revenu réel qui stagne, les entreprises ont investi et restocké massivement (+ 13 % déflaté par les prix de VA, voir précédemment), conduisant à creuser leur besoin de financement. Un simple retour des variations de stocks à leur niveau de fin 2021, qui correspond peu ou prou à la moyenne des cinq années précédant la crise, réduirait le besoin de financement des entreprises de 1,2 point de PIB.

Enfin, 85 % de la baisse du revenu réel de l'économie sur la période (perte totale de -14 milliards d'euros trimestriels entre la fin 2021 et la fin 2022) est attribuable aux administrations publiques qui ont mis en place des mesures budgétaires importantes pour faire face à la crise énergétique, conduisant à creuser le déficit public entre la fin 2021 et la fin 2022 de 1,4 point de PIB, et ce malgré la forte dynamique de certaines recettes fiscales.

Avec la baisse observée des prix de l'énergie au cours des derniers mois, couplée à une baisse des importations en produits manufacturés, le besoin de financement serait réduit, mais l'écart avec le niveau d'avant-crise devrait rester important.

## Un découplage entre la résilience des entreprises et le pessimisme des ménages

Ce découplage entre le comportement prudent des ménages qui « sur-épargnent » malgré un taux de chômage au plus bas depuis 15 ans, et des entreprises qui ne semblent pas marquées par l'incertitude, puisqu'elles investissent massivement et embauchent, se retrouve dans les enquêtes de conjoncture. En effet, le climat des affaires des entreprises, au-dessus de sa moyenne de long terme, ne se dégrade plus depuis septembre 2022, voire s'améliore légèrement alors qu'au contraire, la confiance des ménages est au plus bas depuis l'été 2022 et se situe à des niveaux historiquement bas, plus bas que lors du premier confinement ou de la crise des « Gilets jaunes » (graphique 6).

Cette résistance du côté des entreprises peut s'expliquer par plusieurs facteurs. Tout d'abord, selon l'enquête de la Banque de France de mars 2023, les difficultés d'approvisionnement baissent depuis avril 2022 et sont au plus bas depuis la sortie du dernier confinement de 2021. Deuxièmement, le reflux des prix spots du gaz et de l'électricité diminue le choc anticipé sur les coûts de production des entreprises, dont une grande partie ne bénéficient pas du tarif

règlementé, notamment dans l'industrie. De plus, les carnets de commande restent bien remplis dans l'industrie. Enfin, le taux de marge des entreprises ne s'est pas contracté sur l'année 2022 malgré la crise énergétique, et il se situait à la fin 2022, 0,7 point au-dessus de la fin 2018<sup>5</sup>. Depuis la fin 2021, les coûts salariaux unitaires réels des entreprises se sont réduits malgré les pertes de productivité en raison de la contraction encore plus marquée des salaires réels (tableau 3). Par ailleurs, les entreprises bénéficient de mesures de soutien budgétaire et fiscal, dont certaines non pérennes, représentant 1,5 point de valeur ajoutée de plus qu'en 2018. Seul bémol, les entreprises ont connu, selon l'enquête de la Banque de France, une forte dégradation de leur situation de trésorerie en 2022 et le nombre de faillites, hors microentreprises, a retrouvé son niveau d'avant-crise.

**Tableau 3. Décomposition de la variation du taux de marge des sociétés non financières**

<i>En points de valeur ajoutée</i>	2018 t4	2021 t4	2022 t4
<b>Taux de marge</b>	<b>31,7</b>	<b>32,2</b>	<b>32,4</b>
<b>Variation par rapport à fin 2018</b>		<b>0,5</b>	
<b>Effet coûts salariaux unitaires réels (CSU) dont</b>		-2,8	
<i>Productivité apparente du travail</i>		-1,2	
<i>Salaire réel par tête*</i>		-1,6	
<b>Effet fiscalité</b>		1,6	
<b>Effet prix relatif**</b>		1,8	
<b>Variation par rapport à fin 2021</b>			<b>0,2</b>
<b>Effet coûts salariaux unitaires réels (CSU) dont</b>			0,3
<i>Productivité apparente du travail</i>			-0,9
<i>Salaire réel par tête*</i>			1,2
<b>Effet fiscalité</b>			0,0
<b>Effet prix relatif**</b>			-0,1

INSEE, calculs OFCE.

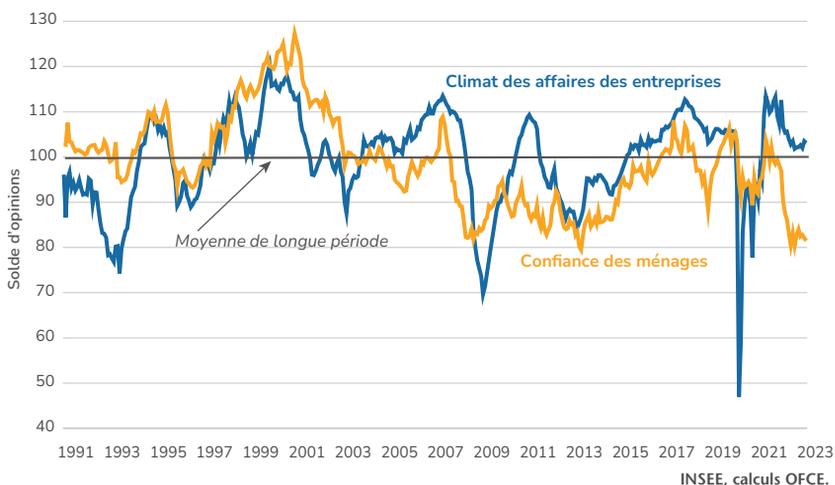
\* Déflaté par le prix de consommation finale.

\*\* Ratio prix de valeur ajoutée / prix de consommation.

*Note de lecture* : La baisse de la productivité apparente du travail entre la fin 2018 et la fin 2021 contribue « toute choses égales par ailleurs » à une baisse de taux de marge des sociétés non financières de 1,2 points de valeur ajoutée.

5. 2019 n'est pas une bonne année de référence pour comparer les taux de marge car les entreprises ont bénéficié cette année-là d'un double versement du CICE en raison de sa transformation en allègements de cotisations, conduisant transitoirement à des taux de marge exceptionnellement élevés.

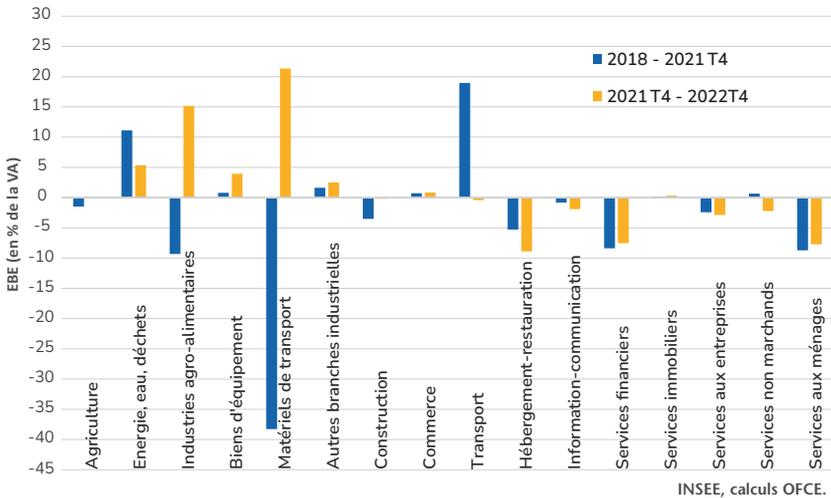
Graphique 6. Enquêtes Insee sur le climat des affaires des entreprises et le climat de confiance des ménages



Si la situation globale des entreprises ne se dégrade pas d'un point de vue macroéconomique, elle masque cependant des situations très hétérogènes selon les branches. Certaines branches ont vu leur situation opérationnelle fortement s'améliorer au cours de la crise Covid, une amélioration visible à travers l'évolution du taux de marge entre 2018 et la fin 2021. C'est le cas de la branche « Energie » et des « Services de transport ». Au contraire, certaines branches ont vu leur situation se dégrader nettement, comme le secteur de la fabrication de « Matériels de transport » et de « l'Industrie agro-alimentaire ». Depuis le début de la crise énergétique, les dynamiques à l'œuvre sont bien différentes. Au cours de la dernière année, entre fin 2021 et fin 2022, le taux de marge a particulièrement augmenté dans les branches de la fabrication de « Matériels de transport » et de « l'Industrie agro-alimentaire », rattrapant complètement ou en partie la compression des marges de la période Covid. La branche « Energie » continue à voir ses marges s'améliorer sur la phase récente et fait partie avec la branche « Services de Transport » des deux branches qui voient leurs marges fortement augmenter depuis 2018, entre 16 et 19 points de VA. Depuis le début de la crise énergétique, ce ne sont pas les branches dont le poids de l'énergie est le plus important dans leur production qui voient leurs marges le plus se dégrader, bien au contraire. Ce sont les secteurs de « l'Hébergement-restauration » et des « Services aux ménages » qui enregistrent la plus forte dégradation du taux de marge depuis la fin de l'année 2021, poursuivant ainsi la dégradation entamée

durant la crise Covid. Ces deux branches enregistrent, avec la fabrication de « Matériels de transport » et les « Services financiers », une baisse du taux de marge comprise entre -14 et -16 points de VA depuis 2018. Il est important de noter qu'avec la remontée des taux et les potentiels durcissement de crédit, les faillites risquent de toucher en premier lieu les TPE-PME des branches de l' « Hôtellerie-restauration » et des « Services aux ménages », ces secteurs-là qui ont eu par ailleurs recours massivement aux PGE.

Graphique 7. Variations du taux de marge par branche



Du côté des ménages, la dégradation de la confiance des ménages sur l'année 2022 est très liée à la crise énergétique et au retour d'une forte inflation avec une baisse du pouvoir d'achat par UC de -0,9 % en glissement annuel à la fin 2022. Si les prix spot de l'énergie reculent, ils sont peu visibles pour les ménages qui sont sous tarifs réglementés, ces derniers ayant par ailleurs augmenté de 15 % en début d'année. De plus, l'inflation reste élevée depuis le mois de juin et oscille entre 5,6 % et 6,3 % depuis 10 mois (graphique 8). Mais sa composition change et elle est désormais soutenue par la hausse des prix de l'alimentaire qui contribuent à hauteur de près de 50 % à l'inflation actuelle alors que cette contribution était inférieure à 20 % en juin 2022. Á l'inverse, la contribution de l'énergie à l'inflation a fortement diminué passant de 50 % en juin 2022 à moins de 10 % en mars 2023. La contribution des services à l'inflation bouge peu mais celle des produits manufacturés a doublé (tableau 4).

Or ces changements de contribution, notamment liés à l'alimentaire et à l'énergie, ont des effets différenciés sur le pouvoir d'achat des ménages selon leurs caractéristiques sociodémographiques<sup>6</sup>, le poids de l'alimentaire dans le budget des ménages étant d'autant plus élevé que le niveau de vie est bas.

Tableau 4. Inflation et contribution des composantes

En points de %, en contribution au glissement annuel	Juin 2022	Mars 2023
Alimentaire	0,9	2,6
Énergie	2,9	0,4
Produits manufacturés	0,6	1,2
Services	1,5	1,4
<b>Total IPC</b>	<b>5,8</b>	<b>5,6</b>

INSEE, calculs OFCE.

## Les multiples chocs amputeront le PIB de près de 3 % sur trois ans

La succession de chocs survenus depuis la fin de l'année 2021 a interrompu la trajectoire de reprise de l'économie française, conduisant à réviser les prévisions économiques pour 2022 et au-delà. Pour 2022, la croissance, hors chocs, correspond à la prévision de l'automne 2021. Pour les années 2023 et 2024, la croissance, hors chocs, correspond à l'acquis de croissance (en fin d'année précédente) et une croissance trimestrielle post-Covid égale à la croissance potentielle (1,3 % en rythme annuel en moyenne sur 2023-2024) plus un rattrapage spontané de 0,2 point de pourcentage par trimestre. Cela conduit à une trajectoire de croissance, hors chocs, de 4,1 % en 2022, 1,6 % en 2023 et 1,7 % en 2024 (tableau 5). De fait, les différents chocs identifiés vont réduire la croissance observée ou prévue.

Tout d'abord, la nouvelle vague épidémique mondiale liée à Omicron en 2022 a créé des tensions sur les chaînes d'approvisionnement mondiale amplifiées par les difficultés de la Chine pour faire face au rebond épidémique avec l'application stricte de la stratégie « Zéro-Covid ». Ce nouveau choc sanitaire, avec pour conséquence la

6. Pour plus de détails, voir P. Madec, M. Plane et R. Sampognaro (2023) « Une analyse des mesures budgétaires et du pouvoir d'achat en France en 2022 et 2023 », *OFCE Policy brief*, n° 112, février.

désorganisation des chaînes de production mondiales, a réduit le PIB de la France de -0,3 point de PIB en 2022 selon notre évaluation<sup>7</sup>. En revanche, la normalisation progressive de la situation internationale sur les chaînes de production mondiales permet de récupérer en grande partie les pertes de PIB de 2022 sur les années 2023 et 2024.

Aux contraintes d'approvisionnement, qui entravent la production, s'est ajoutée une crise géopolitique majeure qui se traduit par une montée de l'incertitude peu propice à l'engagement de dépenses nouvelles, tant des ménages que des entreprises. Selon notre évaluation<sup>8</sup>, 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 à la crise énergétique. La relative stabilité de la situation géopolitique conduit à faire l'hypothèse que les effets de ce choc seront nuls sur la croissance en 2023 et 2024.

Le mouvement de remontée des taux d'intérêt directeurs par la BCE engagé en juillet 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, -0,4 point en 2023 et -0,5 point en 2024<sup>9</sup>. Notre estimation de l'impact est basée sur une remontée du taux directeur de la BCE à 4 % au cours de l'année 2023, puis une stabilisation à ce niveau au cours de l'année 2024. En raison des effets retardés de diffusion de la remontée des taux sur l'activité, compris entre 12 et 18 mois pour les effets pleins<sup>10</sup>, l'impact du resserrement monétaire sur la croissance se fera ressentir principalement en 2023 et 2024. La mesure de l'impact de la remontée des taux sur le PIB ne va pas au-delà des mécanismes macroéconomiques traditionnels et n'intègre pas d'effet amplificateur lié à l'instabilité financière ou bancaire que pourrait créer une telle remontée.

Avec le déclenchement de la guerre en Ukraine le 24 février 2022, les prix de l'énergie ont atteint des niveaux historiquement élevés qui ont conduit à une poussée inflationniste de grande ampleur. En revanche, depuis le pic de cet été, ces prix ont diminué. Après un prix moyen du gaz TTF à 124 euros en 2022 et 47 euros en 2021, nous retenons, en prévision, un prix de 75 euros en 2023 et 70 euros en

---

7. Pour plus de détails, voir M. Dauvin (2022) « Évaluation du choc d'approvisionnement », *Revue de l'OFCE*, n° 177.

8. Pour plus de détails, voir R. Sampognaro (2022) « Guerre en Ukraine et hausse des tensions internationales : quel impact sur le PIB ? », *Revue de l'OFCE*, n° 178.

9. 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.

10. Pour plus de détails, voir C. Blot et P. Hubert (2018) « Une analyse de la contribution de la politique monétaire à la croissance économique », *Revue de l'OFCE*, n° 159.

2024 (contre 20 euros en moyenne sur la décennie 2010). Pour le baril de pétrole, nous faisons l'hypothèse d'un prix de 80 dollars sur l'ensemble de l'horizon de la prévision.

Selon nos évaluations, en raison des effets de diffusion de la hausse des prix de l'énergie, le choc énergie amputerait la croissance du PIB de -1,6 point en 2022 et de -0,3 point en 2023 mais sa réduction améliorerait la croissance de +0,3 point en 2024. Les mesures budgétaires pour répondre à la crise énergétique (bouclier tarifaire, remise carburant, aides ciblées aux ménages et aux entreprises) ont permis d'amortir l'impact économique à hauteur de 1 point de PIB en 2022. En raison de la hausse de 15 % des prix des tarifs règlementés au premier trimestre 2023 et de la suppression de la remise carburant, l'effet des moindres « mesures énergie » amputerait la croissance de -0,2 point de PIB. Enfin, en 2024, sous l'hypothèse d'une réduction ciblée du bouclier tarifaire, l'impact sur la croissance serait de -0,3 point de PIB, à hauteur du gain sur la croissance lié à la baisse des prix, de façon à neutraliser l'impact sur la croissance en 2024 tout en réduisant significativement le coût budgétaire des aides.

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 (0,6 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). En revanche, dès 2023, à la suite de la réforme de l'assurance chômage et de celle des retraites, et dans le cadre des assises sur les finances publiques et la revue sur les dépenses, des économies budgétaires sont attendues. Elles auront en 2024 un impact sur la croissance plus négatif que l'effet positif des baisses de fiscalité, ce qui n'était pas le cas en 2022 et 2023.

Par rapport au scénario établi à l'automne 2021, avec une croissance prévue de 4,1 % pour 2022, les chocs survenus ont réduit le PIB de -1,5 %, le ramenant à 2,6 % en 2022. En 2023, nous prévoyons donc une croissance de 0,8 %, les pertes d'activité étant de -0,8 point par rapport à la trajectoire de l'économie hors chocs. Enfin, en 2024, l'économie française devrait enregistrer une croissance de 1,2 %, avec une perte de croissance liées aux chocs de -0,5 point de PIB. Avec près de 3 points de PIB perdus en trois ans, le freinage de l'économie est considérable, et cette prévision n'intègre pas, de fait, de chocs non anticipés comme une crise bancaire ou financière.

Tableau 5. Évaluation de l'effet des différents chocs sur la croissance du PIB

En points de PIB

Croissance hors chocs	2022 : 4,1 %	2023 : 1,6 %	2024 : 1,7 %
Choc Omicron et approvisionnements	-0,3	0,1	0,1
Remontée des taux	-0,1	-0,4	-0,5
Incertitude et tensions géopolitiques	-0,5	-	-
Choc énergie	-1,6	-0,3	0,3
Bouclier et mesures budgétaires énergie	1,0	-0,2	-0,3
Autres nouvelles mesures budgétaires	0,1	0,1	-0,1
<b>Croissance prévue</b>	<b>2,6 %</b>	<b>0,8 %</b>	<b>1,2 %</b>

INSEE, calculs OFCE.

## Pas de récession mais une trajectoire de PIB aplatie

Dans le détail, l'économie française ne rentrerait pas en récession au tournant de 2022-2023. En effet, la croissance serait faible mais positive au premier trimestre 2023 (+0,1 %), après une légère hausse en fin d'année 2022 (+0,1 %). L'économie connaîtrait par la suite un lent redémarrage pour se stabiliser sur une croissance de +0,3 % par trimestre à partir du second semestre 2023 (tableau 6).

La variation de la consommation des ménages repasserait en territoire positif, soutenue par la baisse du taux d'épargne qui convergerait à l'horizon 2024 vers son niveau d'avant-crise. Le commerce extérieur contribuerait positivement à la croissance trimestrielle en 2023, sous l'effet d'une part de l'amélioration lente des parts de marché, sans pour autant rattraper les pertes accumulées depuis le début de la crise ; et d'autre part, sous l'effet du ralentissement de la croissance des importations, avec le moindre restockage (qui contribue négativement à la croissance) et un investissement des entreprises moins dynamique. Après une forte augmentation au cours des trois dernières années, le taux d'investissement des entreprises se stabiliserait, sous l'effet de la remontée des taux d'intérêt, mais ne se contracterait pas, les entreprises continuant à bénéficier d'une politique fiscale favorable avec la baisse de 9 milliards des impôts sur la production sur la période 2023-24. Enfin, dans la foulée du second semestre 2022, l'investissement des ménages continuerait à se contracter avec le renchérissement du coût du crédit mais aussi l'évolution défavorable du pouvoir d'achat (voir encadré 1).

Tableau 6. Compte Emplois-Ressources pour la France

Variation en %	2022.3	2022.4	2023.1	2023.2	2023.3	2023.4	2022	2023	2024
<b>PIB</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>2,6</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>
Consommation privée	0,4	-1,1	0,2	0,2	0,3	0,3	2,8	0,1	1,2
Consommation APU	0,3	0,6	-0,1	0,1	0,1	0,1	2,6	0,7	0,4
<b>FBCF totale</b>	<b>2,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>2,3</b>	<b>1,8</b>	<b>1,0</b>
<i>FBCF SNFEI</i>	3,8	0,6	0,1	0,3	0,3	0,3	3,3	3,1	1,3
<i>FBCF Ménages</i>	-0,7	-0,9	-0,5	-0,6	-0,3	-0,3	0,3	-2,2	-1,3
<i>FBCF APU</i>	1,1	0,5	0,4	0,6	0,9	0,9	0,6	2,5	3,4
Exportations	1,0	0,5	0,7	0,7	0,9	0,9	7,1	3,0	3,9
Importations	4,2	-0,4	0,3	0,4	0,6	0,6	9,1	3,1	2,4
<i>Contributions en points de PIB</i>									
<b>Demande intérieure hors stocks</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>2,7</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>
Variations de stocks	0,5	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,7	0,2	-0,2
Solde commercial	-1,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,8	-0,1	0,4

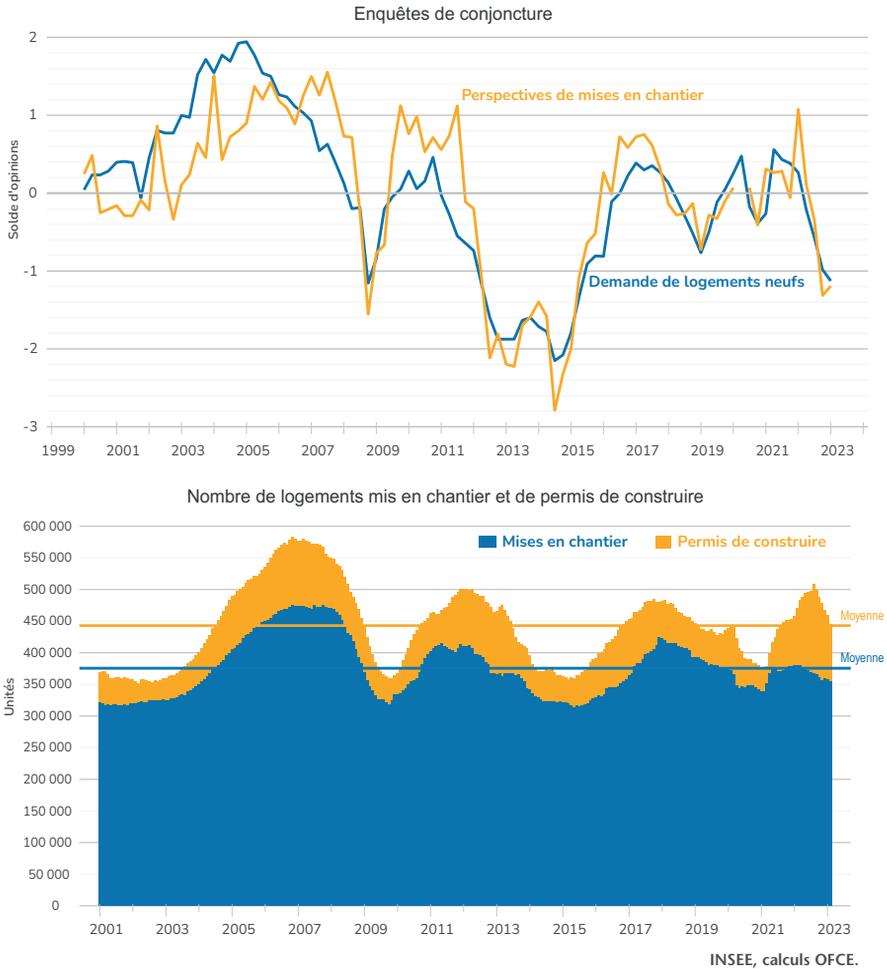
INSEE, prévisions OFCE.

### Encadré 1. Investissement des ménages, le grand perdant de la hausse des taux ?

Au quatrième trimestre 2022, l'investissement des ménages, en volume, correspondant aux dépenses d'achat et d'entretien de logement, s'est réduit (-0,9 %) pour le cinquième trimestre consécutif. Une telle contribution négative de l'investissement des ménages à la croissance du PIB n'a pas été observée sur une si longue période depuis 2013. Á court terme, les enquêtes de conjoncture largement orientées à la baisse laissent à prévoir que l'investissement des ménages continuerait à se réduire au cours des trimestres à venir, la demande de logement neuf et les perspectives de mises en chantier s'établissant début 2023 à des niveaux très bas (graphique 8). Il en est de même pour les mises en chantier observées. Elles atteignaient, en février 2023, les 355 000 unités sur douze mois, soit une baisse de 10 % par rapport à la même période de 2019. Les permis de construire ont quant à eux diminué et retrouvé leur moyenne de longue période et devraient continuer à se réduire si l'on en croit les indicateurs conjoncturels.

En prévision, la hausse puis le maintien des taux d'intérêt à des niveaux élevés continueraient à peser sur l'investissement des ménages, tant en construction qu'en rénovation. Finalement, l'investissement des ménages devraient sous l'effet de l'ensemble de ces éléments et de l'érosion prévue du pouvoir d'achat des ménages (-1 % en 2023 puis 0 % en 2023 par unité de consommation), se réduire de 2,2 % en 2023 et de 1,3 % en 2024.

Graphique 8. Enquêtes de conjoncture, mises en chantier et permis de construire



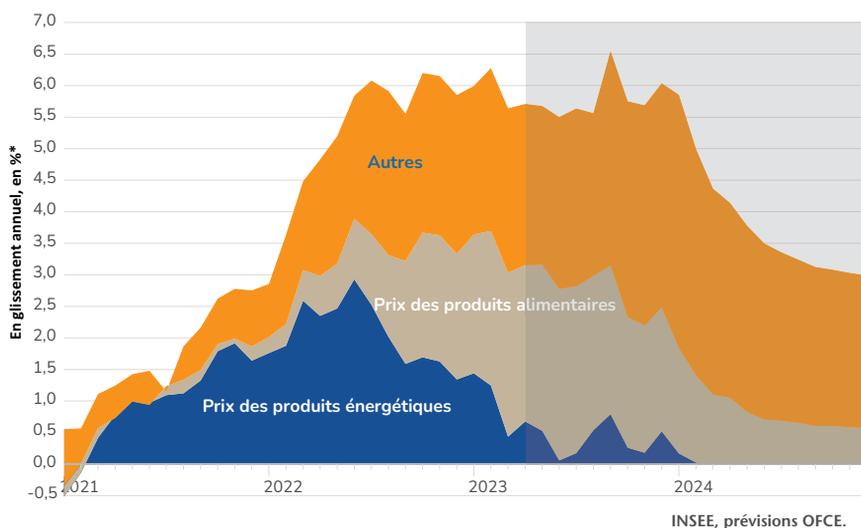
## L'inflation encore élevée en 2023 ne se réduirait que progressivement en 2024

Après avoir augmenté de 23 % en 2022, l'IPC énergie serait en hausse de 6 % en 2023, et ce malgré le reflux du prix des matières premières, en raison notamment de la revalorisation du tarif réglementé du gaz et de l'électricité de 15 % en début d'année 2023 et de la suppression de la remise carburant. En 2024, sous l'hypothèse d'une stabilité des prix de l'énergie, la contribution de l'IPC énergie à l'inflation globale serait nulle.

L'inflation alimentaire resterait très dynamique sur une grande partie de l'année 2023 et ne commencerait à baisser qu'au second semestre 2023, bénéficiant avec un certain délai de la baisse des prix des matières premières agricoles et de l'énergie. Après une hausse de l'IPC alimentaire de près de 7 % en 2022, la hausse serait de plus de 14 % en moyenne annuelle sur 2023 et de 5,2 % en 2024.

En tenant compte des effets de second tour liés à l'indexation automatique du SMIC et de la hausse nominale des salaires (dont l'élasticité sur les prix est estimée à 0,5), le salaire moyen par tête connaîtrait une hausse nominale de 5,6 % en 2023 et 4,9 % en 2024 (après 5,6 %<sup>11</sup> en 2022) et l'inflation hors énergie devrait croître de 5,9 % en 2023 puis 4,2 % en 2024.

Graphique 9. Contribution à l'IPC totale



11. Ce chiffre intègre de fait un effet significatif de réduction massive du chômage partiel en 2022 par rapport à 2021. En effet, le retour progressif à une situation normale en 2022 a diminué la prise en charge des salaires privés par l'État. De fait, cette normalisation en 2022 a mécaniquement augmenté la masse salariale versée par les employeurs en 2022, par rapport à 2021, par un simple transfert prestations / masse salariale. Au regard de la masse salariale versée, cet effet pourrait représenter une contribution de 1,2 point à la hausse du salaire moyen par tête. À titre de comparaison, l'évolution du salaire mensuel de base qui n'est pas perturbée par la dynamique du chômage partiel, mais qui ne comprend pas non plus les primes et les heures supplémentaires, a augmenté de 3,3 % en moyenne en 2022.

L'inflation resterait élevée jusqu'à la fin de l'année 2023 oscillant entre 5,5 % et 6,5 %. Elle commencerait à se dégonfler seulement à partir de 2024 pour converger vers les 3 % à la fin de l'année prochaine. Au total, l'inflation mesurée par l'IPC, augmenterait, en moyenne de 5,8 % en 2023, et de 3,8 % en 2024 (graphique 9).

## Le pouvoir d'achat diminuerait sur la période 2022-2024

Face à la hausse des prix en 2022, 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 montant de 2,9 milliards (0,2 point de RDB). Par ailleurs, le SMIC a augmenté de 5,5 % entre la fin 2021 et août 2022 et les ménages ont bénéficié au dernier trimestre 2022 de la suppression de la contribution à l'audiovisuel public et de 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 a fortement augmenté au second semestre 2022, compensant en grande partie les pertes de revenu du premier semestre. Sur l'ensemble de l'année 2022, le RDB réel par UC a baissé de -0,2 % (tableau 7). En 2023, l'ajustement attendu sur le marché du travail à partir du second semestre va peser sur la dynamique de la masse salariale, et ce malgré les revalorisations attendues de salaires nominaux, qui restent néanmoins inférieures à

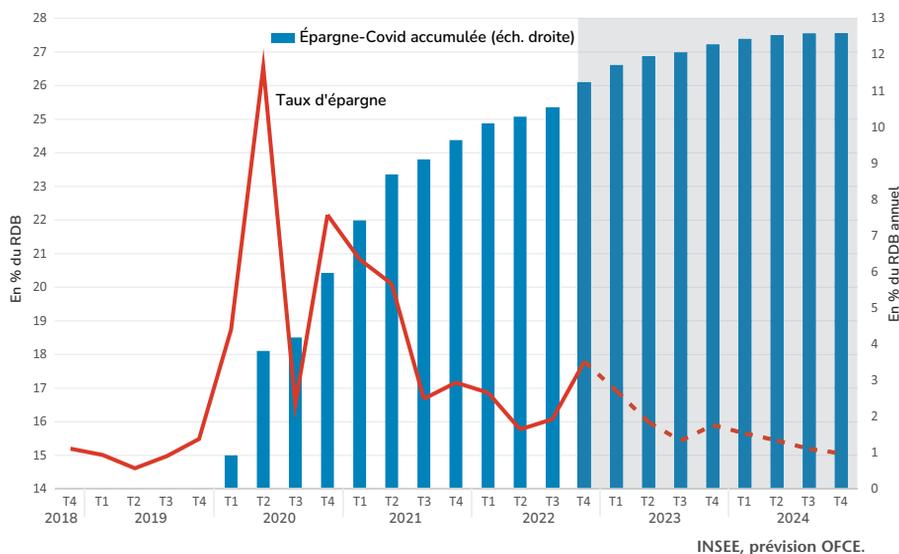
Tableau 7. Revenu, inflation, épargne

En %	2019	2020	2021	2022	2023	2024
RDB nominal	3,4	1,1	4,0	5,5	6,8	4,1
Déflateur de la consommation	0,8	0,9	1,6	5,3	7,4	3,7
IPC	1,1	0,5	1,6	5,2	5,8	3,8
RDB réel	2,6	0,2	2,3	0,2	-0,6	0,3
RDB réel par UC	2,0	-0,3	1,9	-0,2	-1,0	0,0
Consommation des ménages (en volume)	1,8	-6,8	5,2	2,7	0,1	1,2
Taux d'épargne (en % du RDB)	15,0	21,0	18,7	16,6	16,1	15,3

l'inflation mesurée par le déflateur de la consommation<sup>12</sup>. Par ailleurs, les pensions de retraite n'augmentent que de +0,8 % en janvier 2023 et les autres prestations sociales de +1,6 % en avril 2023. Ainsi, le RDB réel par UC baisserait de 1 % en moyenne en 2023 et ce malgré la suppression totale de la taxe d'habitation et la baisse des cotisations des travailleurs indépendants. Enfin, en 2024, le RDB par UC se stabiliserait malgré la contraction de l'emploi, grâce notamment aux gains de salaires réels (+1,2 %) après deux années de baisse (corrigé du chômage partiel pour 2022). Au total, le pouvoir d'achat par UC serait en 2024 proche de son niveau de 2019 malgré les mesures fiscales déployées.

Sous l'effet du redressement du RDB réel des ménages et de la contraction de la consommation des ménages au second semestre 2022, le taux d'épargne a augmenté de 2 points de RDB en 6 mois, atteignant 17,8 points de RDB à la fin 2022 (graphique 10). Cette remontée, dont une part est due aux mesures budgétaires exceptionnelles de fin d'année, s'inscrit dans un moment d'incertitude élevée,

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



12. La forte remontée des taux de refinancement interbancaire utilisés pour mesurer les intérêts reçus et versés par les ménages conduit à une nette hausse des intérêts versés et reçus dans le RDB des ménages mais aussi à une hausse des services financiers (SIFIM) consommés par les ménages, visible dans le déflateur de la consommation. Or, les SIFIM ne sont pas dans le panier de biens et services de l'IPC d'où le décalage entre la dynamique du déflateur de la consommation et l'IPC. Pour plus d'informations, voir la Note de Conjoncture de l'Insee de décembre 2022.

que ce soit sur l'évolution sur les prix de l'énergie ou même les risques sur les ruptures d'approvisionnement. La relative stabilité des prix de l'énergie et la réduction des inquiétudes sur les difficultés d'approvisionnement devraient conduire à réduire l'incertitude. De plus, les évolutions trimestrielles du revenu seraient moins erratiques en 2023 et 2024 avec la fin progressive des mesures budgétaires exceptionnelles. Durant l'année 2023, le taux d'épargne se réduirait progressivement et atteindrait 16 % fin 2023 (avec une légère hausse au dernier trimestre avec la suppression définitive de la taxe d'habitation pour les 20 % de ménages restant). En 2024, le taux d'épargne convergerait vers son niveau d'avant-crise, pour atteindre 15,3 % en moyenne sur l'année.

### 2023 : vers un ajustement de l'emploi

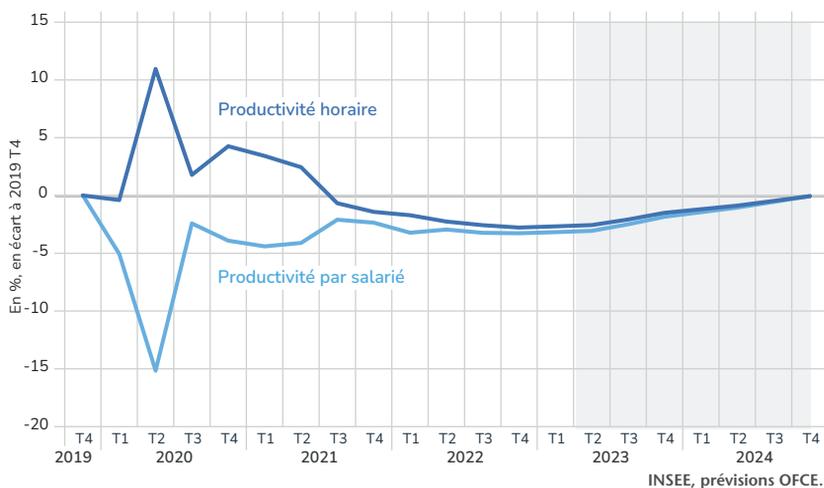
Après les destructions d'emplois de 2020 (-126 000 en glissement annuel), l'année 2021 a été caractérisée par un très fort rebond de l'emploi total (+879 000 emplois en glissement annuel). En 2022, cette dynamique s'est poursuivie avec 432 000 créations d'emplois en glissement annuel. Les enquêtes de conjoncture indiquent que les tendances prévues des effectifs resteraient positives au premier semestre 2023. Sur cette base, nous anticipons la création de 27 000 emplois au cours des deux premiers trimestres de l'année 2023. Néanmoins, nous devrions assister à une baisse de l'emploi marchand à partir du milieu d'année sous l'effet de la faible croissance, de la baisse de l'apprentissage et de la hausse de la durée du travail.

Entre la fin 2019 et le quatrième trimestre 2022, l'emploi salarié marchand a augmenté de 4,6 % alors que la valeur ajoutée marchande n'a crû que de 1,2 %, révélant des pertes de productivité du travail importantes. Ces pertes sont imputables en partie à la baisse de la durée du travail, à l'accroissement des effectifs d'apprentis et aux soutiens publics apportés aux entreprises (encadré 2). À l'horizon de notre prévision, nous anticipons un retour de la durée du travail à son niveau observé fin 2019. En outre, la réduction de la prime pour l'embauche d'apprentis devrait se traduire par une baisse du stock d'apprentis en 2023 et 2024 (voir encadré 3). Ainsi, l'emploi total diminuerait de -19 000 en glissement annuel en fin d'année 2023, puis de -69 000 fin 2024 (tableau 8).

Dès lors, nous anticipons un ajustement de l'emploi et un retour, fin 2024, de la productivité horaire et apparente du travail à son niveau de 2019 (graphique 11). Ce redressement attendu ne permet néanmoins

pas de combler l'ouverture du cycle de productivité qui tient compte de l'évolution historique de la tendance de productivité (+0,8 % par an). Au-delà de la durée du travail et de l'évolution du nombre d'apprentis, ce rattrapage dépend d'autres facteurs, comme l'évolution des défaillances d'entreprises mais qui dans notre prévision ne joue pas à l'horizon de 2024. Une hausse marquée des défaillances permettrait une fermeture plus rapide du cycle de productivité mais aurait pour contrepartie des destructions d'emplois plus élevées.

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



Au premier semestre, le taux de chômage se stabiliserait à 7,2 %. En revanche, les destructions d'emplois prévues à partir du troisième trimestre 2023 conduiraient à une augmentation du taux de chômage à 7,4 % à la fin de l'année 2023. Celui-ci atteindrait 7,9 % de la population active au quatrième trimestre de l'année 2024. Cette hausse se produirait dans un contexte de très faible progression de la population active (+0,1 % en rythme annuel) malgré la mise en place de la réforme des retraites.

Tableau 8. Évolution de l'emploi et du chômage

En milliers

Variation (T/T-1)	2023-T1	2023-T2	2023-T3	2023-T4	2023 (T/T-4)	2024 (T/T-4)
<b>Emploi salarié</b>	16	11	-36	-10	-19	-69
<b>Marchand</b>	15	10	-37	-12	-24	-73
<i>Dont apprentissage</i>	-3	-2	-32	-10	-48	-47
<b>Non marchand</b>	1	1	1	2	5	3
<b>Emploi non salarié</b>	5	5	-7	-2	1	-13
<b>Emploi total</b>	21	16	-43	-12	-18	-83
<i>Variation en % (T/T-1)</i>	0,1	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3
<b>Taux de chômage</b> <i>(en % de la population active)</i>	7,2	7,2	7,3	7,4	7,4	7,9

INSEE, Comptes nationaux trimestriels, prévisions OFCE avril 2023.

### Encadré 2. Comment expliquer les fortes créations d'emplois salariés depuis 2019 en France ?

Depuis le déclenchement de la crise sanitaire, le dynamisme des créations d'emplois dans le secteur marchand ne cesse de nous surprendre trimestre après trimestre. Fin 2022, soit trois ans après le début de la crise, l'activité dans le secteur marchand, mesurée par sa valeur ajoutée, se situe 1,2 % au-dessus de son niveau pré-crise. Compte tenu du sentier de croissance de la productivité du travail observé avant la crise, évalué à 0,8% par an par Ducoudré et Heyer (2017)<sup>13</sup>, cela aurait dû déboucher, toutes choses par ailleurs, sur une baisse de 1,2% de l'emploi salarié dans le secteur marchand fin 2022 (1,2 % – (3 x 0,8 %)). Mais au lieu de baisser de 270 000, l'emploi salarié marchand a au contraire progressé de 797 000 (4,6 %) au cours des trois dernières années.

Dans une étude qui sera publiée prochainement (Heyer, 2023<sup>14</sup>), trois pistes ont été avancées et testées pour expliquer cet écart de plus de 1 million de salariés marchands au cours de la période 2019-2022 :

1. La première réside dans une durée du travail moyenne par salarié qui n'a toujours pas retrouvé son niveau qui prévalait avant la crise, réduisant de fait la productivité apparente des salariés ;
2. Le fort recours à l'apprentissage observée depuis 2019 (voir encadré 3) est une deuxième piste envisageable ;

13. Bruno Ducoudré et Éric Heyer (2017), « Quel nouveau sentier de croissance de la productivité du travail ? Une analyse pour six grands pays développés », *Revue de l'OFCE*, n° 152.

14. Éric Heyer (2023), « Comment expliquer l'évolution de l'emploi salarié depuis la crise Covid ? Une analyse économétrique sur données macro-sectorielles », *Revue de l'OFCE*, n° 180.

3. La troisième serait due aux nombreuses aides distribuées aux entreprises depuis la crise de la Covid-19. Celles-ci ont non seulement pu enrichir la croissance en emplois des entreprises qui se portent bien mais aussi maintenir artificiellement certaines d'entre elles en activité alors même qu'elles auraient dû faire faillite. Ce dernier phénomène s'observe notamment dans la moindre défaillance du nombre d'entreprises au cours des trois dernières années par rapport aux années précédentes.

Selon cette étude, ces trois pistes expliqueraient près de 70 % de la bonne tenue du marché du travail au cours des trois dernières années. Dans le détail, la moindre durée du travail des salariés en expliquerait 18 % (soit près de 200 000 salariés), 24% seraient à mettre en lien avec la forte progression du nombre d'apprentis au cours de la période d'analyse (soit plus de 250 000 salariés) et 26 %, soit près de 280 000 emplois salariés, s'expliqueraient par les nombreuses mesures de soutien aux entreprises (graphique 12).

Notons par ailleurs que si ces trois pistes expliquent la quasi-intégralité de l'effet dans le secteur de services marchands, elles n'en expliquent que la moitié de celui de la construction et à peine un tiers de celui de l'industrie.

La baisse de la productivité non expliquée à ce stade, qui représente 345 000 salariés, dont 245 000 pour le seul secteur industriel, pourrait trouver son origine par exemple dans la mise en place du télétravail ou dans la hausse du taux d'absentéisme ou du taux de rotation. Par ailleurs, l'anticipation d'une reprise illustrée par des carnets de commandes fournis tendrait à inciter les employeurs à conserver leurs effectifs afin d'éviter les coûts liés à la recherche de nouveaux candidats une fois les problèmes d'approvisionnement réglés. Ce comportement peut se trouver exacerbé dans un contexte où le nombre d'entreprises déclarant souffrir de pénuries de main-d'œuvre a dépassé son pic historique.

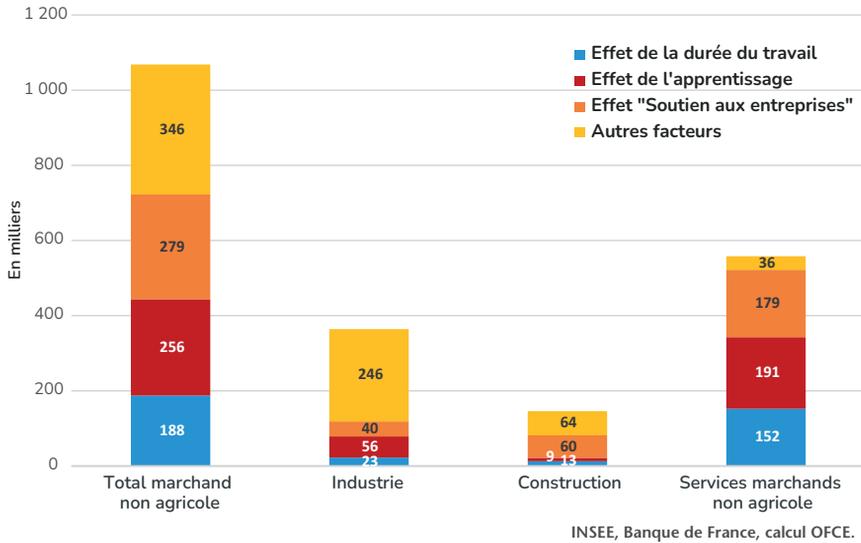
---

### Encadré 3. Vers un reflux de l'apprentissage

L'apprentissage a fortement contribué au dynamisme du marché du travail des années récentes. Chaque année, le record d'entrées dans le dispositif a été battu, avec finalement 837 000 entrées en 2022, contre 321 000 en 2018. Fin 2022 on dénombrait 470 000 apprentis de plus que fin 2019.

Ce succès s'inscrit dans le sillage de la réforme structurelle, limpide et soigneusement conçue, qui a tout changé en 2018 : éligibilité élargie, fusion des aides en une seule « aide unique », convergence des contrats vers le droit commun, réduction des charges administratives, création et financement des centres de formation, nouvelle gouvernance, le tout à coût constant.

Graphique 12. Comment expliquer l'évolution de l'emploi salarié en France depuis 2019 ?



Mais le décollage fulgurant de l'apprentissage coïncide avec la création d'une « aide exceptionnelle » à partir de mi-2020 : d'un montant inédit (5 000 euros pour un mineur, 8 000 pour un majeur), celle-ci permet de couvrir 100 % du salaire de la plupart des apprentis pour les employeurs. S'ajoutant aux exonérations sociales et fiscales complètes pour les employeurs mais aussi pour les salariés qui bénéficient des contrats d'apprentissage, cette aide rompt avec la tradition du ciblage des aides au titre de la politique de l'emploi vers des populations fragiles et les petites entreprises.

Il est difficile de distinguer les effets respectifs de la réforme et de l'aide exceptionnelle. Quoiqu'il en soit, la hausse extraordinaire des entrées a incité à proroger cette dernière, à plusieurs reprises, bien au-delà de ce justifiaient les incertitudes de la crise sanitaire ou la relance de l'économie. Une décomposition par niveau de qualification illustre cependant que les apprentis de l'enseignement supérieur expliquent l'essentiel de la hausse des entrées (62 % des entrées en 2022, contre 38 % en 2018). Or, si ces profils étaient comme les autres concernés par la réforme, ils n'étaient pas éligibles à l'aide unique alors qu'ils le sont à l'aide exceptionnelle. Cette observation conforte l'idée d'une influence majeure de cette dernière. Pour 2023, l'aide exceptionnelle est fondue dans l'aide unique, dont le montant passe à 6 000 euros pour tous, pour la première année du contrat (au lieu d'une aide dégressive sur 3 ans). Le champ très large et non-discriminant de l'aide exceptionnelle est conservé. Ces dispositions reviennent donc sur des points structurants de la réforme de 2018 (ciblage, durée des contrats, montant de la prime) probablement dans l'espoir d'atteindre le million d'entrées.

L'aide chute donc de 8 000 à 6 000 euros (-25 %) pour les majeurs (81 % des entrées) par rapport à 2022. Pour les mineurs, l'aide semble augmenter de 5 000 à 6 000 euros. Mais avec leurs contrats qui durent souvent près de deux ans, l'aide à laquelle ils avaient droit la deuxième année, soit au total 7 000 euros pour 2 ans depuis mi-2020 (6 125 euros auparavant) disparaît ; cette suppression implique donc une baisse de l'aide pour eux aussi, de -14 % sur la durée du contrat à partir 2023. Il faut ajouter à cela que ces aides sont nominales mais que le SMIC par rapport auquel elles sont calibrées fin 2018 a depuis lors augmenté de 13,9 %, engendrant une baisse significative de l'aide en termes réels.

Cette nette réduction de l'aide, sans aucune impulsion nouvelle en contrepoint, présage une diminution des entrées en apprentissage dans la prévision. Sous l'hypothèse que la réforme 2018 ait engendré une hausse deux fois plus importante des entrées en apprentissage que prévu par l'étude d'impact (+6 % par an au lieu de +3 %), le surcroît de nouveaux apprentis attribuables à l'aide exceptionnelle était de 400 000 entrées en 2022. Nous faisons l'hypothèse d'une contraction de ces entrées surnuméraires dans les mêmes proportions que l'aide elle-même ; nous y ajoutons une légère réduction des effets positifs imputables à la réforme pour les mineurs puisque pour eux l'aide revient en-dessous de son niveau de 2019 en termes réels. Au total on compterait environ 720 000 nouveaux apprentis en 2023 (800 000 dans le PLF) et 2024, soit une baisse de -117 000 par rapport à 2022. Le stock se réduirait alors à 865 000 apprentis en cours de formation au lieu de 980 000 fin 2022.

---

## La réduction des mesures non pérennes allège le déficit en 2023 et 2024

Sur l'ensemble de la période 2020-2022, 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 global pour les finances publiques de 9,5 % du PIB annuel sur trois ans, soit plus de 230 milliards d'euros (tableau 9). Sur cette période, plus de 80 % des dépenses exceptionnelles sont consacrées à des mesures d'urgence ou de relance pour faire face à la crise Covid et relancer l'économie. Avec la vaccination de la population et la levée des contraintes sanitaires, ces mesures s'estompent fortement en 2023, leur coût budgétaire étant évalué à 0,5 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).

En revanche, les mesures pour faire face au choc énergie et à l'inflation ont connu une forte montée en charge en 2022 mais seraient moins élevées en 2023 avec la baisse des prix du gaz et de l'électricité. Les mesures budgétaires pour lutter contre la crise énergétique 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. 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 d'euros), de chèques énergie exceptionnels (0,5 milliard d'euros 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 et au bois pour les ménages modestes (0,4 milliard). À l'exception de l'aide carburant de 100 euros aux dix millions de travailleurs les plus modestes (1 milliard) cette année, la quasi-totalité des mesures exceptionnelles d'aides aux ménages s'estompent en 2023. En revanche, des mesures à destination des entreprises montent en charge en 2023. Outre le bouclier tarifaire qui concerne la plupart des TPE et la mise en place d'aides sectorielles en 2022, les montants accordés pour le dispositif « amortisseur électricité » et le guichet d'aide au paiement des factures d'électricité augmentent nettement en 2023. Ainsi, les mesures d'aides aux entreprises passeraient de 3,3 milliards en 2022 à 7,4 milliards en 2023. Le coût budgétaire net<sup>15</sup> des mesures énergie serait de 0,9 point de PIB en 2022, de 0,5 point de PIB en 2023 et de seulement 0,2 point de PIB en 2024 sous l'hypothèse de la stabilité des prix de l'énergie à un niveau relativement bas.

Au-delà des mesures propres à l'énergie, pour faire face à l'inflation et amortir l'impact négatif sur le pouvoir d'achat, le gouvernement a décidé d'une revalorisation anticipée des prestations sociales de 4 % en juillet 2022 pour un coût budgétaire de 6,7 milliards d'euros en 2022 et 1,6 milliard en 2023 par rapport à l'indexation automatique<sup>16</sup>. Concernant les mesures pour le pouvoir d'achat, il faut ajouter une

---

15. Nous tenons compte ici uniquement du coût net pour les finances publiques des mesures énergie qui tient compte des moindres charges liées au Service public de l'énergie (SPE), des traitements en recettes des gains sur les charges SPE et contribution sur les rentes infra-marginales des producteurs d'électricité.

16. L'évolution de l'indice de la fonction publique ne faisant pas l'objet d'une revalorisation automatique, nous considérons sa hausse de 3,5 % en juillet 2022 comme une mesure structurelle et non comme une mesure exceptionnelle.

prime exceptionnelle de rentrée de 1,1 milliard en 2022 mais qui ne sera pas renouvelée en 2023.

Quant au Plan d'investissement « France 2030 », son coût budgétaire est évalué à 0,5 point de PIB sur 2022-2024.

Au total, le coût budgétaire des mesures non pérennes se réduirait drastiquement au cours des deux années, de -1,6 point de PIB en 2023 et -0,7 point en 2024. En 2024, ce coût serait de 3 points de PIB inférieur à celui de 2021.

Tableau 9. Coût budgétaire des mesures non pérennes sur la période 2020-2024

En points de PIB	2020	2021	2022	2023	2024
Mesures d'urgence	3,1	2,4	0,6	0,1	0,0
Mesures de relance*	0,1	0,9	0,8	0,3	0,2
France 2030	0,0	0,0	0,2	0,2	0,1
Mesures énergie**	0,0	0,1	0,9	0,5	0,2
Mesures Pouvoir d'achat***	0,0	0,0	0,3	0,1	0,0
<b>Total</b>	<b>3,2</b>	<b>3,5</b>	<b>2,8</b>	<b>1,2</b>	<b>0,5</b>

Cour des comptes, PLF 2023, LFR 2022, prévisions OFCE.

\* 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.

## La dette publique baisserait en 2023 et 2024 malgré des déficits encore élevés

En 2022, le déficit public a plus baissé que prévu, en raison principalement du fort dynamisme des recettes fiscales, soutenu par la forte croissance des recettes d'impôt sur le revenu des entreprises et des ménages (+12 %), des recettes de TVA (+ 8 %) et des rentrées de cotisations sociales (+7 %). Le déficit public est ainsi passé de 6,5 % en 2021 à 4,7 % du PIB en 2022, malgré la hausse de charges d'intérêts de 0,5 point de PIB (tableau 9).

La croissance bien que révisée à la baisse à 2,6 % en 2022 reste largement au-dessus de la croissance potentielle (1,2 %) à laquelle s'ajoute une élasticité élevée des recettes fiscales au PIB (estimée à 1,4), améliorant le solde conjoncturel de 2 points de PIB. Bien que de nouvelles mesures budgétaires d'ampleur ont été mises en place en 2022, l'ensemble du coût pour les finances publiques de celles-ci serait inférieur de 0,7 point de PIB à celui de 2021 en raison de l'extinction progressive des mesures d'urgence liée à la crise Covid. En revanche, le

déficit public primaire hors mesures non pérennes et effet d'activité se dégraderait de 0,2 point de PIB, principalement en raison de la baisse de la fiscalité (taxe d'habitation, baisse de l'IS, suppression de la contribution à l'audiovisuel public).

En 2023, le déficit public baisserait légèrement à 4,5 % du PIB malgré le ralentissement de la croissance, le moindre dynamisme attendu des recettes fiscales<sup>17</sup>, la hausse des charges d'intérêts (+0,1 point de PIB) et la dégradation du solde public hors conjoncture et mesures exceptionnelles (baisse de la taxe d'habitation, réduction par deux de la CVAE et baisse des cotisations des indépendants). Cette baisse du déficit provient de la réduction 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. En 2024, le déficit public poursuivrait sa baisse pour atteindre 4 % du PIB, avec une relative stabilité du déficit conjoncturel, une hausse limitée de la charge d'intérêts (+0,1 point de PIB), mais avec une réduction encore importante des mesures non pérennes (-0,7 point de PIB) et une baisse du déficit public primaire structurel de -0,3 point de PIB faisant suite aux réformes engagées et aux objectifs affichés par le gouvernement en matière de réduction de la dépense.

Tableau 10. Évolution des finances publiques

En points de PIB	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>Solde public (= a + b + c - d + e)</b>	<b>-3,1</b>	<b>-9,0</b>	<b>-6,5</b>	<b>-4,7</b>	<b>-4,5</b>	<b>-4,0</b>
Solde public primaire hors mesures temporaires et effet d'activité (a)	-1,7	-1,9	-3,2	-3,4	-3,7	-3,4
Charges d'intérêts (d)	1,4	1,3	1,5	2,0	2,1	2,2
Mesures d'urgence / relance / énergie / pouvoir d'achat (b)		-3,2	-3,5	-2,8	-1,2	-0,5
Effet d'activité (y compris effet d'élasticité) (c)	0,0	-2,7	1,1	3,1	2,3	2,2
Fonds du plan de relance européen (e)			0,5	0,4	0,2	0,0
<b>Dettes publiques</b>	<b>97,4</b>	<b>114,6</b>	<b>112,9</b>	<b>111,6</b>	<b>108,8</b>	<b>107,8</b>

Cour des comptes, PLF 2023, LFR 2022, prévisions OFCE.

17. Nous prévoyons une élasticité des PO au PIB de 0,8 en 2023, en lien avec le retournement conjoncturel et du marché du travail et qui fait suite à deux années de très forte élasticité.

Après une diminution en 2022 à 111,6 % du PIB (contre 112,9 % en 2021), la dette publique, au sens de Maastricht, continuerait de baisser pour atteindre 108,8 % du PIB en 2023 et 107,8 % en 2024. Cette baisse s'explique par le fait que le déficit attendu pour 2023 et 2024 est bien inférieur au déficit qui stabilise la dette<sup>18</sup> en raison d'une croissance du PIB nominal élevée avec l'inflation. Cette trajectoire de dette ne tient pas compte des effets de cessions d'actifs ou des prises de participations, ou encore de l'activation de garanties de l'État liée à des non remboursements de PGE.

### Une prévision sans krach

La prévision est soumise à de nombreux aléas et incertitudes qui restent très élevés. La première d'entre-elle est inhérente aux facteurs géopolitiques et à l'évolution du prix de l'énergie qui pourrait connaître une remontée plus marquée si un regain de tensions apparaissait. Et les difficultés d'approvisionnement en hydrocarbures à l'hiver prochain ne peuvent être totalement écartées mais ne sont pas retenues dans notre prévision.

La deuxième grande incertitude est liée à l'environnement bancaire et financier. Dans notre prévision, la hausse des taux ampute le PIB de -1 point sur trois ans mais nous n'inscrivons pas d'effet amplificateur de ce choc qui pourrait passer par une crise bancaire, un « *credit crunch* » et un effet richesse négatif avec des pertes de valeur des actifs.

Enfin, bien qu'impactant moins le scénario global, notre prévision n'intègre pas de remontée brutale des faillites d'entreprises au-delà de son rythme normal, faillites qui seraient dues à une hausse non soutenable des coûts de production et des charges financières dans un environnement de croissance faible et de raréfaction du crédit pour les entreprises les plus risquées.

---

18. Le solde public qui stabilise la dette en points de PIB correspond à  $(-d * g)$  où « *d* » correspond à la dette publique (en % du PIB) et « *g* » à la croissance nominale du PIB (en %).

## I. Résumé des prévisions pour l'économie française

Moyenne annuelle, en %

	2022	2023	2024
<b>En % de variation aux prix chaînés :</b>			
<b>PIB</b>	2,6	0,8	1,2
<b>Importations</b>	9,1	3,1	2,4
<b>Dépenses de consommation des ménages</b>	2,7	0,1	1,2
<b>FBCF totale, dont :</b>	2,3	1,8	1,0
<b>Sociétés non-financières</b>	3,3	3,1	1,3
<b>Ménages</b>	0,3	-2,2	-1,3
<b>Administrations publiques</b>	0,6	2,5	3,4
<b>Exportations</b>	7,1	3,0	3,9
<b>Contribution des stocks à la croissance, en %</b>	0,7	0,2	-0,2
<b>Demande intérieure hors stocks</b>	2,6	0,6	1,0
<i>Compte des ménages, en termes réels %</i>			
<b>Revenu disponible</b>	0,2	-0,6	-0,3
<b>Taux d'épargne, en % du RDB</b>	16,6	16,1	15,3
<i>Déflateur de la consommation</i>			
<b>En glissement %</b>	7,2	6,4	3,0
<b>En moyenne %</b>	5,3	7,4	3,7
<i>Compte des sociétés non-financières, en %</i>			
<b>Taux de marge</b>	32,0	32,8	33,0
<b>Taux d'investissement</b>	25,6	26,0	26,0
<i>Compte des administrations</i>			
<b>Solde public au sens de Maastricht, % du PIB</b>	-4,7	-4,5	-4,0
<b>Dette public au sens de Maastricht, % du PIB</b>	111,6	108,8	107,8
<b>Emploi salarié, en moyenne annuelle, en %</b>	2,3	0,4	-0,3
<b>Chômage BIT, en millions, en fin d'année</b>	2,19	2,26	2,39
<b>Taux de chômage BIT moyen, en %</b>	7,2	7,4	7,9
<b>Taux de change \$/€</b>	1,06	1,09	1,10
<b>Prix du pétrole Brent, en \$</b>	1000,8	80,3	80,0

## II. France. Ressources et emplois en biens et services, aux prix chaînés

	Taux de croissance trimestriels en %								Taux de croissance annuels en %			
	2022				2023				2021	2022	2023	2024
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	-0,2	0,5	0,2	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	6,8	2,6	0,8	1,2
Importations	1,3	1,1	4,2	-0,4	0,3	0,4	0,6	0,6	7,8	9,1	3,1	2,4
Dépenses de consommation des ménages	-1,0	0,6	0,4	-1,2	0,2	0,2	0,3	0,3	5,2	2,7	0,1	1,2
Dépenses de conso; des administrations	0,3	0,0	0,3	0,6	0,0	0,1	0,1	0,1	2,8	1,5	0,9	0,4
<b>FBCF totale, dont :</b>	0,3	0,3	2,3	0,3	0,1	0,2	0,3	0,3	11,4	2,3	1,8	1,0
sociétés non financières	0,1	0,5	3,8	0,6	0,1	0,3	0,3	0,3	11,4	3,3	3,1	1,3
sociétés financières	2,1	1,3	2,7	1,0	0,1	0,3	0,3	0,3	17,0	5,4	3,0	1,3
ménages	0,0	-0,1	-0,7	-0,9	-0,5	-0,6	-0,3	-0,3	17,0	0,3	-2,2	-1,3
administrations publiques	1,1	-0,1	1,1	0,5	0,4	0,6	0,9	0,9	2,7	0,6	2,5	3,4
ISBLSM	0,4	0,3	1,6	0,2	0,1	0,3	0,3	0,3	1,0	1,7	-1,7	-1,3
Exportations	1,9	0,7	1,0	0,5	0,7	0,7	0,9	0,9	8,6	7,1	3,0	3,9
<b>Contribution :</b>												
demande intérieure hors stocks	-0,4	0,4	0,8	-0,4	0,1	0,2	0,3	0,3	7,1	2,7	0,7	1,0
variations de stocks	0,0	0,3	0,5	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,3	0,7	0,2	-0,2
solde extérieur	0,2	-0,2	-1,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,8	-0,1	0,4

INSEE, comptes trimestriels, prévision OFCE e-mod.fr 2023-2024, avril 2023.

### III. Déflateur de la consommation et taux de salaire horaire

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %			
	2022				2023				2024				2021	2022	2023	2024
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Déflateur de la consommation	1,3	2,0	1,7	2,0	2,2	1,8	1,2	1,1	0,7	0,8	0,7	0,9	1,6	5,3	7,4	3,7
Salaire horaire moyen brut	1,3	1,1	1,4	1,5	1,3	1,4	1,4	1,4	1,1	1,1	1,1	1,0	4,8	5,6	5,6	4,9

INSEE, comptes trimestriels, prévision OFCE *e-mod.fr* 2023-2024, avril 2023.

### VI. Commerce extérieur et parts de marché

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %			
	2022				2023				2024				2021	2022	2023	2024
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Importations en volume (1)	1,3	1,1	4,2	-0,4	0,3	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	7,8	9,1	3,1	2,4
Demande interne (1)	-0,4	0,6	1,3	-0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	6,6	3,3	0,9	0,8
Exportations en volume (1)	1,9	0,7	1,0	0,5	0,7	0,7	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	8,6	7,1	3,0	3,9
Demande mondiale	1,2	1,3	2,4	-0,6	0,2	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	9,6	6,4	2,2	3,1

INSEE, comptes trimestriels, prévision OFCE *e-mod.fr* 2023-2024, avril 2023.

(1) Aux prix chaînés de l'année précédente.

## ÉTUDES SPÉCIALES

---

<b>Comment expliquer l'évolution de l'emploi salarié depuis la crise Covid ?</b> . . . . .	<b>179</b>
<i>Une analyse économétrique sur données macro-sectorielles ?</i>	
Éric Heyer	
<b>L'évolution des salaires depuis la crise de la Covid-19 dans les principaux pays industrialisés.</b> . . . . .	<b>207</b>
Christophe Blot, Sabine Le Bayon et Benoît Williatte	

---



# COMMENT EXPLIQUER L'ÉVOLUTION DE L'EMPLOI SALARIÉ DEPUIS LA CRISE COVID ?

## Une analyse économétrique sur données macro-sectorielles

Éric Heyer

Sciences Po, OFCE

---

Depuis le déclenchement de la crise sanitaire, le dynamisme des créations d'emplois dans le secteur marchand non agricole en France ne cesse de nous surprendre trimestre après trimestre. Fin 2022, soit trois ans après le début de la crise Covid, l'activité dans ce même secteur, mesurée par sa valeur ajoutée, se situe 1,2 % au-dessus de son niveau pré-crise. Compte tenu du sentier de croissance de la productivité du travail observé avant la crise, évalué à 0,9 % l'an par Ducoudré et Heyer (2017), cette faible croissance de l'activité aurait dû conduire, toutes choses égales par ailleurs, à une baisse de 1,6 % de l'emploi salarié dans le secteur marchand fin 2022. Mais au lieu de baisser de plus de 270 000 postes, l'emploi salarié marchand non agricole a au contraire progressé de près de 800 000 (+4,6 %) au cours des trois dernières années selon les chiffres de la comptabilité nationale.

Dans cet article, trois pistes ont été avancées et testées pour expliquer cet écart de plus de 1 million d'emplois salariés marchands au cours de la période 2019-2022 :

- La première réside dans une durée du travail moyenne par salarié qui n'avait toujours pas retrouvé son niveau qui prévalait avant la crise, réduisant la productivité apparente des salariés ;
- Le fort recours à l'apprentissage observé depuis 2019 est une deuxième piste envisageable (Coquet, 2023) ;
- La troisième serait due aux nombreuses aides distribuées aux entreprises depuis la crise de la Covid-19 qui, en modifiant les incitations des entreprises à licencier et embaucher, a pu les inciter à faire de la rétention de main d'œuvre. Ces aides ont non seulement pu enrichir la croissance en emplois des entreprises qui se portent bien mais aussi maintenir artificiellement certaines d'entre elles en activité alors même qu'elles auraient dû faire faillite, comme l'illustre le très faible nombre de défaillances d'entreprises au cours des trois dernières années.

Il ressort de nos estimations d'équations de demande de travail réalisées sur données macro-sectorielles que ces trois pistes expliqueraient près de 70 % de l'écart de créations d'emplois décrit précédemment.

Dans le détail, la moindre durée du travail des salariés en expliquerait 18 % (soit près de 200 000 emplois), 24 % seraient à mettre en lien avec la forte progression du nombre d'apprentis au cours de période d'analyse (soit plus de 250 000 emplois) et 26 %, soit près de 280 000 emplois, s'expliqueraient par les mesures « exceptionnelles » de soutien aux entreprises.

Notons par ailleurs que si ces trois pistes expliquent la quasi-intégralité de l'effet dans le secteur des services marchands, elles n'en expliquent que la moitié dans celui de la construction et à peine un tiers dans celui de l'industrie. Dans ce secteur, avant de conclure à une baisse tendancielle des gains de productivité et en attendant les comptes nationaux définitifs, une explication alternative pourrait être avancée : l'anticipation d'une reprise illustrée par des carnets de commandes fournis pourrait inciter les employeurs à conserver leurs effectifs afin d'éviter les coûts liés à la recherche de nouveaux candidats une fois les problèmes d'approvisionnement réglés. Ce comportement peut se trouver exacerbé dans un contexte où une grande majorité des entreprises déclare rencontrer des pénuries de main-d'œuvre.

*Mots clés* : marché du travail, productivité du travail, crise de la Covid-19, défaillances d'entreprises, apprentissage.

---

**D**epuis le déclenchement de la crise sanitaire, le dynamisme des créations d'emplois dans le secteur marchand non agricole en France ne cesse de nous surprendre trimestre après trimestre. Fin 2022, soit trois ans après le début de la crise Covid, l'activité dans ce même secteur, mesurée par sa valeur ajoutée, se situe 1,2 % au-dessus de son niveau pré-crise. Compte tenu du sentier de croissance de la productivité du travail observé avant la crise, évalué à 0,9 % l'an par Ducoudré et Heyer (2017), cette faible croissance de l'activité aurait dû conduire, toutes choses égales par ailleurs, à une baisse de 1,6 % de l'emploi salarié dans le secteur marchand fin 2022. Mais au lieu de baisser de plus de 270 000 postes, l'emploi salarié marchand non agricole a au contraire progressé de près de 800 000 (+4,6 %) au cours des trois dernières années selon les chiffres de la comptabilité nationale<sup>1</sup>.

---

1. Cette étude a été réalisée avec les données disponibles le 15 avril 2023. Notons par ailleurs que le fort dynamisme de l'emploi salarié se retrouve également dans l'emploi non salarié (en hausse de près de 250 000 emplois depuis la crise Covid). La part de ce dernier dans le total est aujourd'hui légèrement plus forte qu'en 2019, écartant de ce fait l'hypothèse de substitution de l'emploi salarié au non salarié comme explication partielle de la perte de productivité apparente des salariés.

En dehors d'une baisse de la productivité du travail ou tout autre élément de nature plus structurelle, au moins trois pistes peuvent être avancées pour expliquer cet écart de plus de 1 million d'emplois marchands au cours de la période 2019-2022 :

- La première réside dans une durée du travail moyenne par salarié qui n'avait toujours pas retrouvé son niveau qui prévalait avant la crise, réduisant de fait la productivité apparente des salariés ;
- Le fort recours à l'apprentissage observé depuis 2019 est une deuxième piste envisageable (Coquet, 2023) ;
- La troisième serait due aux nombreuses aides distribuées aux entreprises depuis la crise de la Covid-19 qui, en modifiant les incitations des entreprises à licencier et embaucher, a pu les inciter à faire de la rétention de main d'œuvre. Ces aides ont non seulement pu enrichir la croissance en emplois des entreprises qui se portent bien mais aussi maintenir artificiellement certaines d'entre elles en activité alors même qu'elles auraient dû faire faillite, comme l'illustre le très faible nombre de défaillances d'entreprises au cours des trois dernières années.

Dans cet article, nous proposons d'enrichir les équations traditionnelles de demande de travail. Après contrôle de l'effet direct de la chute d'activité sur l'emploi, nous testerons l'idée selon laquelle la productivité du travail a été fortement impactée par les politiques de soutien à l'apprentissage et aux entreprises.

Ne disposant pas de données sectorielles trimestrielles et sur longue période concernant ces dernières, comme les Prêts garantis par l'État (PGE) par exemple, il nous est à ce stade difficile d'identifier le traitement, l'intensité de l'aide, à travers des montants d'argent public distribués. Nous proposons ici de l'identifier alors par l'effet sur une autre variable d'intérêt, les défaillances, – voire les créations –, d'entreprises, qui est corrélée avec l'intensité de traitement. Ainsi, le mécanisme constater par la suite n'est pas directement le fait de la création/défaillance d'entreprise<sup>2</sup>, mais plus généralement l'effet des aides aux entreprises.

---

2. Nous ne proposons pas ici l'évaluation des défaillances nettes évitées et donc du nombre d'emplois par entreprises sauvées par les aides. Par ailleurs notre stratégie d'identification ne nous permet pas non plus d'évaluer l'effet de la plus faible mobilité des travailleurs sur la productivité des autres entreprises. Cette moins bonne réallocation du travail pourrait également entraîner une baisse relative de la productivité du travail, même dans les entreprises non traitées, i.e. n'ayant pas été aidées.

Afin de tenir compte de l'hétérogénéité sectorielle, nous menons notre estimation sur données de branches dans la nomenclature A17.

Il ressort de cette première étape la mise en évidence d'une élasticité de court terme significative de l'emploi aux défaillances et à l'apprentissage et la confirmation d'une élasticité à long terme de l'emploi à la durée du travail.

Il nous est ensuite possible de quantifier les créations d'emplois salariés liées à cette moindre durée du travail, au fort recours à l'apprentissage ainsi qu'aux différents dispositifs d'aides aux entreprises depuis le début de la crise sanitaire.

Cette étude est une première contribution utilisant des dynamiques *ex post* (défaillances réalisées) plutôt que des montants *ex ante*. L'identification de mécanismes précis (rétention de salariés ou autres) sera le fruit de travaux futurs.

## 1. Évolution de l'emploi, de l'activité et de la productivité depuis 2019

Compte tenu du niveau d'activité fin 2022 (par rapport à son niveau d'avant-crise) et des tendances de productivité du travail mesurées avant la crise, le niveau de l'emploi salarié dans le secteur marchand, tel que mesuré par les comptes nationaux, apparaît bien supérieur à ce que prévoient nos outils (Ducoudré et Heyer, 2017 et Ducoudré, 2019). Ainsi, toutes choses égales par ailleurs, ces derniers estimaient une perte de plus de 270 000 emplois salariés fin 2022 par rapport à fin 2019 dans le secteur marchand non agricole. Avec plus de 360 000 destructions d'emplois salariés en trois ans, cette dégradation aurait dû être très marquée dans l'industrie et à un degré moindre dans le secteur de la construction (-53 000) tandis que le secteur des services marchands aurait continué de créer légèrement des emplois (143 000). Au lieu de cela, d'après les Comptes nationaux trimestriels disponibles le 15 avril 2023, l'emploi salarié a été très dynamique progressant au cours des trois dernières années dans tous les secteurs, y compris dans celui de l'industrie qui a pourtant un niveau d'activité qui se situe à un niveau 7 % inférieur à celui de fin 2019 (tableau 1, encadré 1).

Tableau 1. Évolution attendue et observée de l'emploi salarié au cours de la période 2019t4/2022t4

		Industrie	Construction	Services marchands	Total marchand non agricole
Évolution de la VA 2019t4/2022t4	<i>en %</i>	-7,0	-3,4	3,6	1,2
Tendance de productivité annuelle ( <i>avant crise</i> )	<i>en %</i>	2,0	0,1	0,8	0,9
Évolution attendue de l'emploi 2019t4/2022t4	<i>en %</i>	-12,9	-3,5	1,1	-1,6
	<i>en milliers</i>	-363	-53	143	-272
Évolution observée de l'emploi 2019t4/2022t4	<i>en %</i>	0,1	6,3	5,4	4,6
	<i>en milliers</i>	2	93	701	797
Écart à expliquer	<i>en %</i>	13,0	9,9	4,3	6,1
	<i>en milliers</i>	365	146	558	1 069

INSEE, Ducoudré et Heyer (2017), calculs de l'auteur.

### Encadré 1. Quelle est la hausse du nombre de salariés en France entre fin 2019 et fin 2022 ?

Pour mesurer la progression de l'emploi salarié en France, deux sources sont disponibles émanant toutes les deux de l'INSEE : la première est issue des Comptes nationaux trimestriels (CNT) et évalue l'emploi salarié en moyenne sur le trimestre, la seconde est l'emploi Flash qui mesure l'emploi salarié en fin de trimestre.

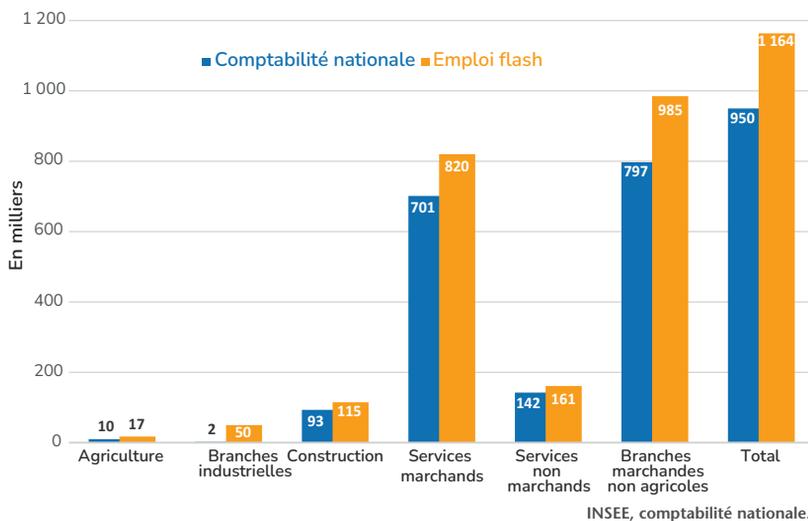
Comme l'illustre le graphique 1, la différence entre ces deux sources est très importante.

Ainsi, selon les CNT disponibles le 15 avril 2023, l'emploi salarié en France aurait progressé de moins d'1 million au cours des 3 dernières années alors que selon l'estimation Flash, la progression serait de plus de 1,1 million au cours de la même période.

Cet écart est visible dans le secteur marchand non agricole et se concentre essentiellement dans le secteur des services marchands.

Notre analyse se basant sur les chiffres de la CN pour l'activité, les salaires et la durée du travail, nous avons par conséquent retenu l'évaluation de la CN pour le nombre de salariés dans notre étude.

Graphique 1. Hausse du nombre de salariés en France entre fin 2019 et fin 2022 ...



Plusieurs pistes peuvent expliquer cet écart, qui dépasse au total le million, entre l'emploi salarié prévu et celui effectif entre fin 2019 et fin 2022.

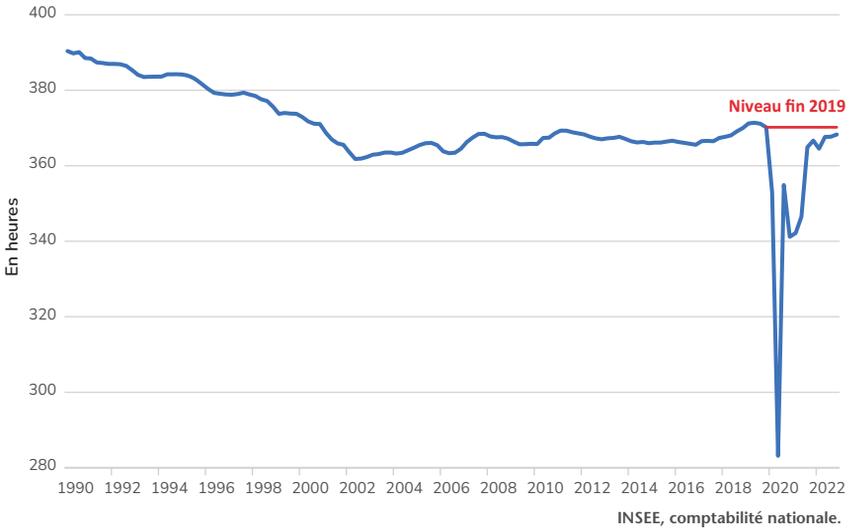
En premier lieu, il est à noter que les différents dispositifs de chômage partiel mis en place en France comme dans la plupart des pays européens ont permis de protéger les salariés en faisant porter en grande partie l'ajustement sur les heures travaillées plutôt que sur le niveau d'emploi. Or, trois ans après le début de la crise sanitaire, la durée du travail n'est toujours pas revenue à son niveau de 2019<sup>3</sup> et ce malgré la fin des dispositifs d'activité partielle (graphique 2). Cela est notamment le cas dans l'industrie, la construction, les services immobiliers et les services aux ménages (*cf.* Annexe 1).

Par ailleurs, le fort recours à l'apprentissage observé depuis 2019 (Coquet, 2023) peut expliquer une partie des créations d'emplois salariés depuis la crise sanitaire. Renforcé par la réforme structurelle qui a remis à plat la politique d'apprentissage en 2018 ainsi que par l'aide exceptionnelle très généreuse et non-ciblée créée mi-2020 dans le

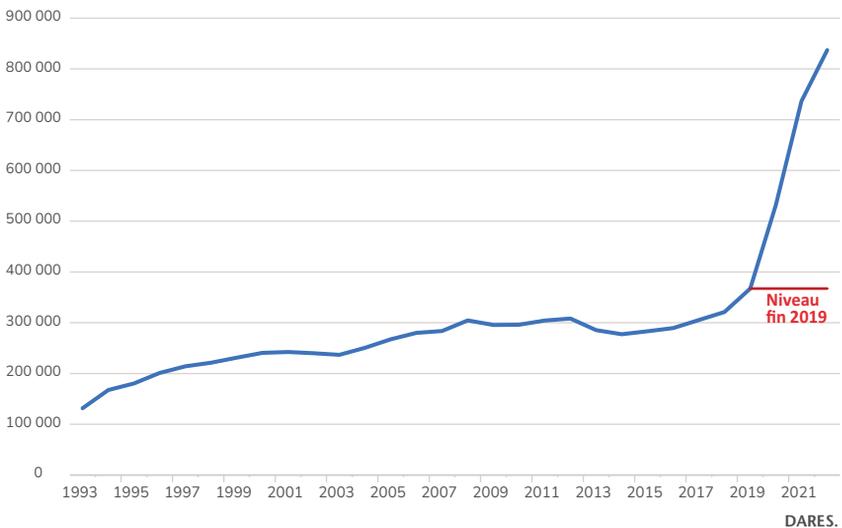
3. Cette plus faible durée du travail pourrait trouver une explication dans la hausse de l'absentéisme depuis la crise sanitaire et qui reste aujourd'hui toujours à des niveaux supérieurs à ceux observés en 2019.

cadre du Plan de relance, l'apprentissage enchaîne les records jusqu'à parvenir à 829 000 nouveaux contrats conclus et 968 000 apprentis en cours de formation en fin d'année en 2022, soit deux fois plus que fin 2019 (graphique 3 et Annexe 2 pour l'ensemble des secteurs).

Graphique 2. Durée du travail des salariés dans le secteur marchand non agricole

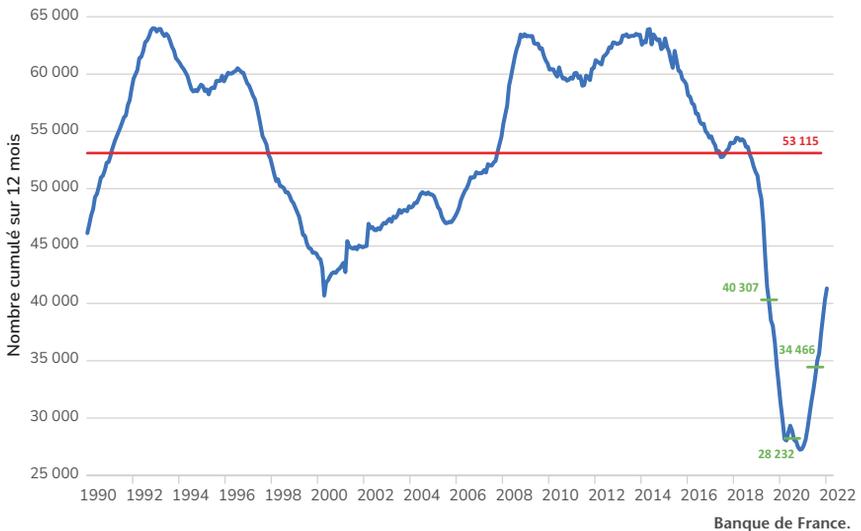


Graphique 3. Nombre de nouveaux contrats d'apprentissage signés



Enfin, les aides distribuées aux entreprises depuis la crise de la Covid-19 ont pu aider certaines entreprises à maintenir un niveau d'emploi supérieur à leurs besoins immédiats (par exemple pour se prémunir contre les difficultés de recrutement et/ou en attendant que cessent les ruptures d'approvisionnement) mais également maintenir d'autres entreprises en vie alors même que celles-ci auraient dû faire faillite. Ce phénomène qui s'observe notamment par des défaillances d'entreprises moins nombreuses au cours des années 2020-2022 par rapport aux années précédentes peut expliquer une partie de cette baisse de productivité horaire du travail (graphique 4). En effet, si un grand nombre de travaux récents proposent, en tenant compte des différentes mesures de soutien à l'activité (activité partielle, report de charges, prêts garantis par l'État, fonds de solidarité à destination des entreprises, bouclier tarifaire, etc.), une évaluation de l'impact de cette crise sur les faillites d'entreprises (Gourinchas *et al.*, 2020 ; Guérini *et al.*, 2020 ; OCDE, 2020 ; Sampognaro, 2020 ; Schivardi et Romano, 2020 ; Banerjee *et al.*, 2020a), il existe, à notre connaissance, très peu d'études sur l'incidence de ces défaillances sur l'emploi à la suite de la crise de la Covid-19 (Heyer, 2020). Or, comme le rappellent Banerjee *et al.*, 2020b), les faillites d'entreprises affectent significativement les marchés du travail. L'impact sur le taux de chômage à la suite d'une baisse de l'activité dans les pays avancés est, deux ans après, trois fois

Graphique 4. Défaillances d'entreprises



plus important lorsque cette baisse coïncide avec une augmentation des faillites<sup>4</sup>.

## 2. Le modèle de demande d'emploi

L'équation de demande d'emploi des entreprises, écrite sous la forme d'un Modèle à correction d'erreurs (MCE), est issue de l'optimisation sous contrainte budgétaire<sup>5</sup> d'une fonction de production à élasticité de substitution constante (CES). L'emploi de la branche  $i$  dépend de la valeur ajoutée spécifique à la branche (VA), du coût salarial réel spécifique à la branche et d'une tendance de productivité du travail (*trend*). Dans cette formulation, le progrès technique est neutre au sens de Harrod<sup>6</sup>. Cela suppose qu'il ne porte que sur le facteur travail et assure un ratio capital sur production constant à long terme, condition nécessaire à l'existence d'un sentier de croissance équilibrée.

À long terme, et compte tenu de la présence d'un *trend* de productivité, l'emploi est indexé unitairement sur l'activité mais l'existence de rigidités entraîne des délais d'ajustements à court terme. Dans cette équation nous avons également introduit des effets fixes par branche et temporels, ce qui permet notamment de prendre en compte un choc d'activité macroéconomique.

Nous enrichissons cette formulation traditionnelle de l'équation de demande de travail, proche de celle estimée notamment dans Ducoudré, Heyer et Plane (2017) ou Heyer (2020), en y intégrant des données sur les créations mais aussi sur les faillites d'entreprises ainsi que sur le nombre d'apprentis par secteur.

---

4. Plus précisément, deux ans après une baisse d'un écart-type de la croissance du PIB dans les pays avancés, on constate une hausse du taux de chômage de 0,4 point de pourcentage. Lorsque cette baisse de l'activité s'accompagne d'une hausse des faillites d'ampleur similaire, alors l'augmentation du taux de chômage est trois fois plus importante, allant jusqu'à 1,2 point (Banerjee *et al.*, 2020b).

5. Ici minimisation des coûts de production.

6. Pour simplifier, nous n'avons pas introduit ici de rupture de tendance de la productivité du travail depuis la crise de la Covid-19. Or, à cet égard, l'ampleur et la persistance de l'écart entre les comportements habituels d'emploi et ceux que l'on observe depuis 2008 ont soulevé un doute important concernant la croissance de la productivité de sortie de crise et posé la question d'un nouveau ralentissement structurel du rythme de productivité consécutif au bouleversement occasionné par cette crise. Les dernières ruptures de tendance de productivité remontent aux années 1990 et 2000, avec des politiques d'allègement de cotisations et de réduction du temps de travail qui ont enrichi la croissance en emplois. La productivité du travail par tête a fortement ralenti au cours des années 1990 (2 % dans les années 1980, contre 1,4 % dans les années 1990 puis 0,9 % en 2010 ; Ducoudré et Heyer [2017]).

Rappelons que les défaillances, comme les créations d'entreprises, sont ici, du fait de leur évolution favorable malgré la forte baisse d'activité constatée, un proxy des différents dispositifs d'aides accordées aux entreprises, notamment pendant la crise sanitaire. Les défaillances, comme les créations, étant fortement corrélées à l'activité dans le secteur, nous avons dans un premier temps calculé un taux de défaillances (resp. de créations) qui rapporte le nombre de défaillances d'entreprises (resp. de créations) à la valeur ajoutée du secteur<sup>7</sup>, puis nous avons extrait sa tendance à l'aide d'un filtre Hodrick-Prescott que nous avons stabilisé à sa valeur de fin 2019 pour les années 2020-2022<sup>8</sup>.

Les graphiques du taux de défaillances d'entreprises (*respectivement taux de créations d'entreprises*) pour l'ensemble des secteurs étant reportés en Annexe 3 (*respectivement en Annexe 5*), seul celui pour les défaillances d'entreprises (*respectivement taux de créations d'entreprises*) dans l'industrie est reproduit ici à titre d'exemple en graphique 5 (*respectivement en graphique 6*).

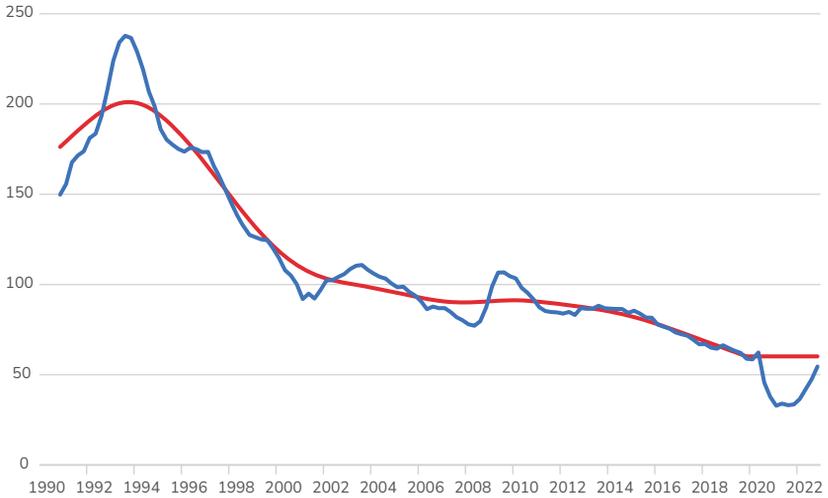
Afin de prendre en compte des effets dans leur intégralité, nous avons ensuite calculé l'écart cumulé entre le taux et sa tendance pour les défaillances d'entreprises (respectivement pour les créations d'entreprises) pour chaque secteur (*cf.* Annexe 4 et respectivement Annexe 6). Le graphique 7 (respectivement le graphique 8) illustre le calcul pour l'industrie.

---

7. Bien entendu une pondération par la taille des entreprises aurait été intéressante. Malheureusement il n'existe pas d'information croisant taille et secteur dans les statistiques de défaillances d'entreprises de la Banque de France. Cette remarque vaut également pour les créations d'entreprises pour lesquelles nous aurions souhaité ne pas prendre en compte les autoentreprises. Malheureusement, aucune donnée sectorielle ne permet une telle purge.

8. Une alternative aurait pu consister à suivre la tendance observée. Notre hypothèse amplifie le phénomène : elle change le résultat quantitatif (écart absolu) mais pas le résultat qualitatif (sens de variation significatif) et augmente l'élasticité estimée et peu l'effet global.

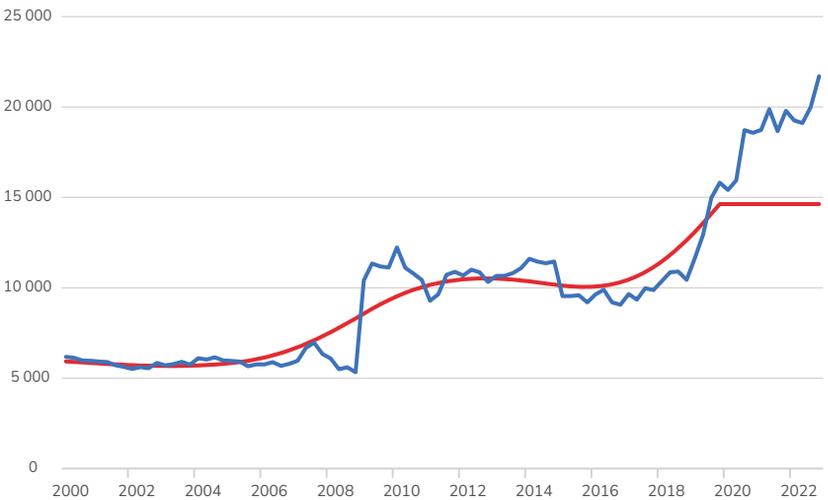
**Graphique 5. Rapport DES défaillances d'entreprises sur LA Valeur Ajoutée (trait bleu) et sa tendance (trait rouge) dans l'industrie**



Banque de France, INSEE, calculs de l'auteur.

*Note de lecture :* Le trait bleu, rapporte les défaillances d'entreprises du secteur à la valeur ajoutée de ce secteur (ici l'industrie). Le trait rouge représente la tendance issue d'un filtre HP sur l'ensemble de la période et stabilisée à la valeur du quatrième trimestre 2019 sur la période 2020-2022.

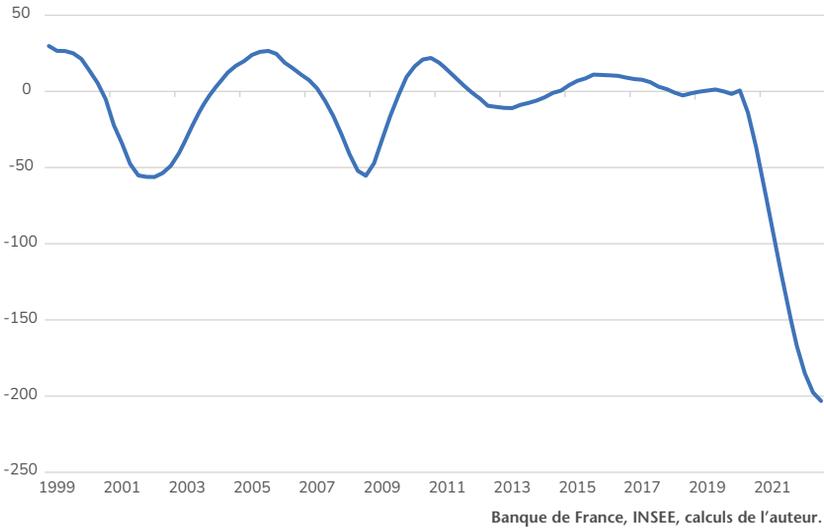
**Graphique 6. Rapport DES créations d'entreprises sur LA Valeur Ajoutée (trait bleu) et sa tendance (trait rouge) dans l'industrie**



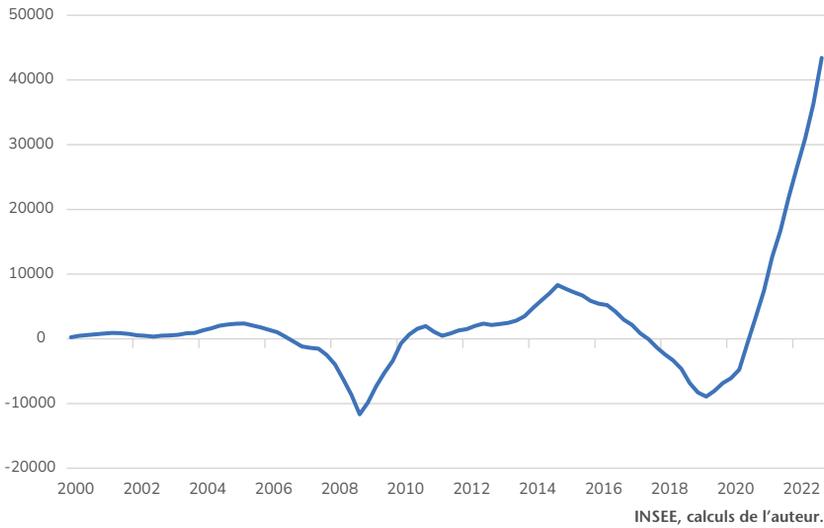
INSEE, calculs de l'auteur.

*Note de lecture :* Le trait bleu rapporte les créations d'entreprises du secteur à la valeur ajoutée de ce secteur (ici l'industrie). Le trait rouge représente la tendance issue d'un filtre HP sur l'ensemble de la période et stabilisée à la valeur du quatrième trimestre 2019 sur la période 2020-2022.

Graphique 7. Écart cumulé du rapport des défaillances d'entreprises dans l'industrie



Graphique 8. Écart cumulé du rapport des créations d'entreprises dans l'industrie



Par ailleurs, l'estimation incorpore des effets fixes sectoriels et trimestriels. L'introduction d'un effet fixe trimestriel dans l'équation permet de capturer l'effet agrégé d'un choc macroéconomique sur l'emploi. De ce fait, cette spécification contrôle l'effet direct lié à une crise macroéconomique, à l'instar de la crise de la Covid-19, sur l'emploi. Les différentes élasticités estimées s'interprètent en complément de cet effet macroéconomique. Cela nous permet notamment de tester l'idée selon laquelle le marché du travail serait davantage impacté par une crise qui s'accompagne de faillites d'entreprises (Banerjee *et al.*, 2020b).

$$\begin{aligned}
 \Delta \log(E_{i,t}) = & \\
 & cte - \gamma_E \cdot \left( \log(E_{i,t-1}) - \log(VAval_{i,t-1}) - \sigma_E \cdot \log\left(\frac{W_i \cdot (1 + tx_{cot.pat_i})}{Pva_i}\right)_{t-1} \right. \\
 & \quad \left. - \beta_{E_i} \cdot (\sigma_E - 1) \cdot trend - \alpha_E \cdot \log(HLS_{i,t-1}) \right) \\
 & + \kappa_E \cdot \sum_{j=1}^n \Delta \log(E_{i,t-j}) + \tau_E \cdot \sum_{j=0}^n \Delta \log(VAval_{i,t-j}) + v_E \cdot \sum_{j=0}^n \Delta \log\left(\frac{W_{i,t-j} \cdot (1 + tx_{cot.pat_{i,t-j}})}{Pva_{i,t-j}}\right) \\
 & + \varphi_E \cdot \sum_{j=0}^n \Delta \log(HLS_{i,t-j}) + \pi_E \cdot \sum_{j=0}^n EC\_TxDef_{ent_{i,t-j}} + \delta_E \cdot \sum_{j=0}^n EC\_TxCreat_{ent_{i,t-j}} \\
 & + \omega_E \cdot \sum_{j=0}^n \Delta \log(Apprent_{i,t-j}) + \mu_i + \mu_t + \delta_{E_{i,t}}
 \end{aligned}$$

---

## Encadré 2. Les données utilisées et leurs mnémoniques

*W* : Salaire moyen brut par tête, en euros, INSEE

*Pva* : Prix de la valeur ajoutée, INSEE

*E* : Emploi salarié, personnes physiques, INSEE

$\pi$  : Productivité du travail par tête, INSEE

*HLS* : Durée du travail des salariés, en heures, INSEE

*VAval* : Valeur ajoutée en valeur, INSEE

*VAvol* : Valeur ajoutée en volume, INSEE

*Txcotpat* : Taux de cotisations patronales, INSEE

$Def_{ent}$  : Défaillances d'entreprises, Banque de France

$Creat_{ent}$  : Créations d'entreprises, INSEE

$TxD_{ent}$  :  $Def_{ent} / VAvol$  : Taux de défaillances d'entreprises

$TxCreat_{ent}$  :  $Creat_{ent} / VAvol$  Taux de créations d'entreprises

$EC\_TxD_{ent}$  : Écart cumulé du taux de défaillances d'entreprises

$EC\_TxCreat_{ent}$  : Écart cumulé du taux de créations d'entreprises

$Apprent$  : Nombre de nouveaux contrats d'apprentissage signés, DARES

**BE** : Ensemble de l'Industrie

**FZ** : Construction

**GZ** : Commerce

**HZ** : Transport

**IZ** : Hébergement-restauration

**JZ** : Information-Communication

**KZ** : Services financiers

**LZ** : Services immobiliers

**MN** : Services aux entreprises

**RU** : Services aux ménages

### 3. Résultats des estimations et des simulations dynamiques

Nous avons estimé cette équation de demande de travail en panel sur la base des comptes nationaux de branches dans la nomenclature A17 (cf. encadré 2). Pour des raisons de disponibilité de données concernant les défaillances et les créations d'entreprises ainsi que les contrats d'apprentissage, sont exclus de l'analyse les secteurs de l'Agriculture (AZ) et de l'Administration publique, l'Enseignement, la Santé humaine et action sociale (OQ). Pour cette même raison, l'industrie n'est par ailleurs pas décomposée en sous-secteurs. Au total, notre estimation comporte un panel de dix branches et a été réalisée sur la période 2000-2022, soit 920 observations, à l'aide de la Méthode SUR (Seemingly Unrelated Regressions).

Dans ce MCE, une contrainte d'égalité sur les coefficients de long terme est imposée en fonction du regroupement des branches dans la nomenclature A17. Le coefficient de la force de rappel est également contraint de façon à s'assurer que ce dernier est bien négatif pour toutes les branches.

Les principaux enseignements de nos estimations (tableau 2) sont les suivants :

1. Il existe une relation de cointégration entre l'emploi, la valeur ajoutée, un *trend* de productivité, le coût du travail réel et la durée du travail. Si la force de rappel est plus faible que celle estimée dans une relation macroéconomique agrégée, nous constatons toutefois qu'elle est plus importante que celle obtenue également sur données de branches en nomenclature A17 par Ducoudré, Heyer et Plane (2017) ;
2. Les deux facteurs de production sont supposés imparfaitement substituables et la sensibilité de l'emploi à son coût obtenue ici (proche de 0,3) est très proche de celle estimée de manière agrégée figurant notamment dans les modèles macroéconomiques, que ce soit celui de la DG Trésor (*Mesange*) ou celui de l'OFCE (*emod.fr*). Cette sensibilité de l'emploi à son coût est très proche de celle évaluée dans d'autres travaux économétriques (Chouvel *et al.*, 1996 ; Cueva et Heyer, 1997 ; Gautié, 1998 ; Cochard, Cornilleau et Heyer, 2010 ; Ducoudré, Heyer et Plane, 2017), mais inférieure, en valeur absolue, à l'évaluation de 0,7 faite par Dormont (1997) sur données microéconomiques ou à celle figurant dans le modèle MESANGE de la Direction générale du Trésor<sup>9</sup> qui s'élève à 0,5. Cette sensibilité de la demande de travail à son coût est également proche de celle obtenue dans d'autres pays par Hamermesh (1993) sur des données en panel pour les sept grands pays développés ou sur données macroéconomiques par Cochard, Cornilleau et Heyer (2010) ;
3. L'élasticité de la durée du travail à l'emploi, estimée par un coefficient commun, est significative et sa valeur, autour de - 0,5, est conforme à l'intuition et proche des estimations obtenues par ailleurs (Cueva et Heyer, 1997 ; Cochard, Cornilleau et Heyer, 2010 ; Ducoudré, Heyer et Plane, 2017) ;
4. La progression du nombre de contrats d'apprentissage ressort très significativement du signe attendu dans l'explication de la dynamique de l'emploi salarié ;

---

9. Une distinction entre travail qualifié et travail non-qualifié est introduite ici afin de mieux prendre en compte les phénomènes de substitution capital / travail qualifié / travail non qualifié. L'élasticité de la demande d'emploi à son coût est sensiblement plus importante pour les emplois peu qualifiés (-0,68) que pour les qualifiés (-0,33). Pour plus de détails, voir Badarji *et al.* (2017).

5. Les résultats d'estimations confirment l'incidence sur la dynamique des emplois de l'indicateur d'aide aux entreprises depuis la crise Covid, défaillances et créations, lorsqu'on les intègre séparément ; leurs élasticités ressortent très significatives et du signe attendu. Lorsqu'on les estime ensemble, la valeur absolue de l'élasticité associée aux défaillances diminue, confirmant l'intuition que cette variable prend en compte des effets plus larges que les seules défaillances ;
6. La prise en compte des différentes variables permet d'améliorer significativement le résultat des simulations de l'emploi salarié. Dans les modèles 7 et 8, l'écart entre l'emploi salarié simulé et celui observé par les comptes trimestriels se situe entre 69 000 et 100 000 postes, soit 0,4-0,5 % de l'emploi salarié total contre plus de 455 000, soit 2,5 % du total, dans le modèle simple (Modèle 1) ;

Tableau 2. Résultats des estimations de l'équation d'emploi

	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4	Modèle 5	Modèle 6	Modèle 7	Modèle 8
<b>Relation de long terme</b>								
<i>Force de rappel</i>	-0.03*** (-7.39)	-0.03*** (-7.34)	-0.03*** (-7.43)	-0.03*** (-7.01)	-0.03*** (-8.06)	-0.03*** (-7.69)	-0.03*** (-7.52)	-0.04*** (-8.23)
<b>Coefficients de long terme</b>								
$\log(W_{i,t-1}/pva_{i,t-1})$	-0.28*** (-2.73)	-0.22** (-2.03)	-0.22** (-2.05)	-0.24** (-2.09)	-0.24** (-2.44)	-0.26** (-2.50)	-0.26** (-2.42)	-0.28*** (-2.81)
$\log(HLS_{i,t-1})$	-0.43** (-2.07)	-0.58*** (-2.98)	-0.42** (-2.22)	-0.50** (-2.44)	-0.48*** (-2.76)	-0.40** (-2.28)	-0.56*** (-3.04)	-0.46*** (-2.81)
<b>Coefficients spécifiques</b>								
<i>Trend</i>	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
<b>Dynamique de court terme</b>								
<b>Coefficients communs</b>								
<i>Constante</i>	0.20*** (4.83)	0.26*** (5.46)	0.24*** (4.92)	0.23*** (5.00)	0.27*** (5.66)	0.25*** (5.25)	0.26*** (5.72)	0.28*** (5.92)
$EC\_TxDef_{Ent,t}$		-6.3.E <sup>-6</sup> *** (-4.29)			-4.5.E <sup>-6</sup> *** (-2.97)		-5.7.E <sup>-6</sup> *** (-3.87)	-4.0.E <sup>-6</sup> *** (-2.63)
$EC\_TxCreat_{Ent,t}$			1.4.E <sup>-8</sup> *** (3.03)		9.5.E <sup>-9</sup> ** (2.08)	1.2.E <sup>-8</sup> *** (2.61)		8.3.E <sup>-9</sup> * (1.79)
$\Delta \log(Apprent_{i,t})$				0.03*** (4.09)		0.03*** (3.73)	0.02*** (3.26)	0.02*** (3.29)

Tableau 2 (suite). Résultats des estimations de l'équation d'emploi

	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4	Modèle 5	Modèle 6	Modèle 7	Modèle 8
<b>Coefficients spécifiques</b>								
$\Delta \log (W_{i,t-1} / P_{va,i,t})$	Oui							
$\Delta \log (HLS_{i,t})$	Oui							
<b>Effets fixes</b>								
Par branche	Oui							
Par période	Oui							
<b>Statistiques</b>								
Nombre de branches	10	10	10	10	10	10	10	10
Période d'estimation	2000-2022	2000-2022	2000-2022	2000-2022	2000-2022	2000-2022	2000-2022	2000-2022
Nombre d'observations	920	920	920	920	920	920	920	920
<b>Écart fin 2022 entre l'emploi salarié simulé par le modèle et celui observé dans les comptes trimestriels</b>								
En milliers	456	231	382	325	205	246	100	69
En %	2.5	1.3	2.1	1.8	1.1	1.3	0.5	0.4

Comptabilité nationale, calculs de l'auteur.

Note: Statistique du t de student entre crochet. \* p &lt; 0.10, \*\* p &lt; 0.05, \*\*\* p &lt; 0.01. Tous les paramètres estimés ne sont pas reportés par souci de parcimonie.

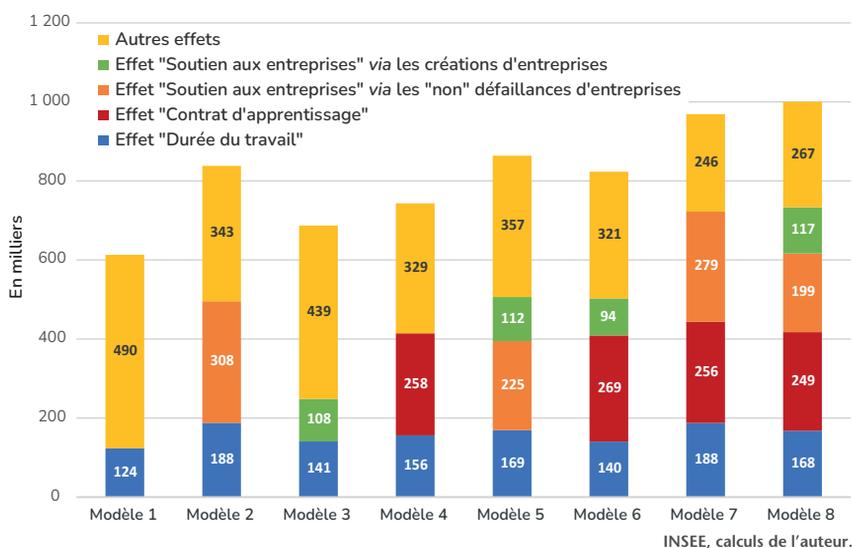
Par ailleurs, afin de mieux identifier l'impact de ces différentes variables sur le niveau de l'emploi salarié fin 2022, nous avons procédé à la simulation dynamique de ces différents modèles, puis nous l'avons comparée à celle obtenue lorsque nous stabilisons la durée du travail, l'apprentissage et les différents proxy des critères d'aides aux entreprises à leur valeur du quatrième trimestre 2019.

Le graphique 9 résume le résultat de cette comparaison pour les différents modèles. Selon nous, les principaux enseignements sont :

1. L'impact sur l'emploi salarié d'une durée du travail qui n'est toujours pas revenue fin 2022 à son niveau de fin 2019 explique un supplément d'emplois fin 2022 compris entre 124 000 et 188 000 postes selon le modèle retenu ;
2. L'impact de la forte hausse de l'apprentissage sur l'emploi salarié au cours de la période 2020-2022 est très stable puisqu'elle explique un supplément d'emplois fin 2022 compris entre 249 000 et 269 000 selon le modèle retenu. Notons que ce résultat est très proche de celui estimé par Labau et Lagouge (2023) qui lui attribuent +240 000 créations d'emplois entre fin 2019 et le troisième trimestre 2022 ;

3. Les simulations dynamiques confirment la forte incidence sur la dynamique des emplois des aides exceptionnelles aux entreprises, défaillances ou créations, depuis la crise Covid : lorsque l'on ne prend en compte que l'indicateur de défaillances dans le modèle, son incidence sur l'emploi fin 2022 est comprise entre 279 000 et 308 000. Lorsque l'on prend en compte les deux indicateurs, leur incidence cumulée fin 2022 est très proche, comprise entre 316 000 et 337 000 postes.

Graphique 9. Écart entre l'emploi salarié fin 2022 simulé par le modèle et celui simulé en stabilisant la durée, l'apprentissage et les aides aux entreprises à leur valeur de fin 2019



Les modèles 7 et 8 ressortent très clairement de notre analyse comme étant les deux meilleurs pour appréhender l'évolution de l'emploi salarié sur la période d'analyse. Leurs résultats étant très proches, nous poursuivrons l'étude en s'appuyant sur la formulation du modèle 7 qui permet d'avoir un plus grand degré de liberté.

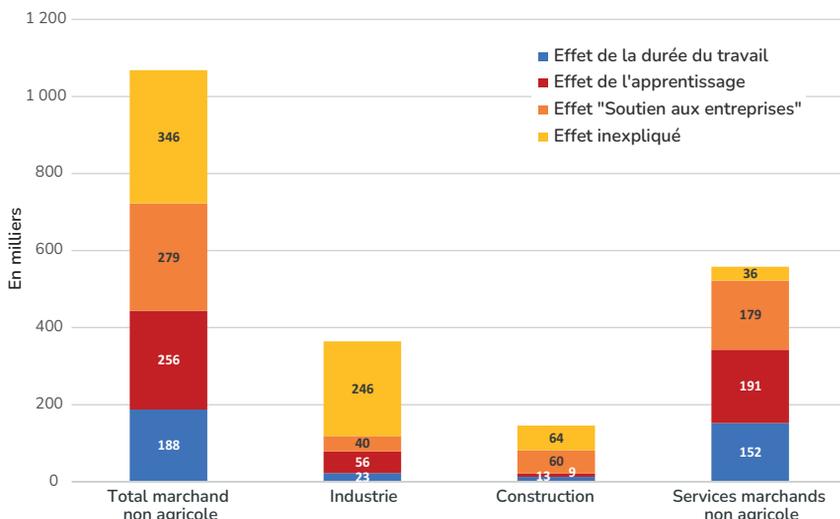
#### 4. Des effets différenciés par secteur

Il ressort alors de notre analyse, basée sur le modèle 7, que les trois pistes explorées expliqueraient près de 70 % de la bonne tenue du marché du travail au cours des trois dernières années.

Dans le détail, la moindre durée du travail des salariés en expliquerait 18 % (soit près de 200 000 salariés), 24 % seraient à mettre en lien avec la forte progression du nombre d'apprentis au cours de la période d'analyse (soit plus de 250 000 salariés) et 26 %, soit près de 280 000 emplois salariés, s'expliqueraient par les nombreuses mesures de soutien aux entreprises (graphique 10).

Notons par ailleurs que si ces trois pistes expliquent la quasi-intégralité de l'effet observé dans le secteur des services marchands, elles n'en expliquent que la moitié dans de la construction et à peine un tiers dans l'industrie. Dans ce dernier secteur, une explication alternative pourrait être avancée : l'anticipation d'une reprise illustrée par des carnets de commandes fournis pourrait inciter les employeurs à conserver leurs effectifs afin d'éviter les coûts liés à la recherche de nouveaux candidats une fois les problèmes d'approvisionnement réglés. Ce comportement peut se trouver exacerbé dans un contexte où une grande majorité d'entreprises<sup>10</sup> déclare rencontrer des pénuries de main-d'œuvre.

Graphique 10. Écart fin 2022 entre l'emploi salarié observé et celui simulé en stabilisant la durée, l'apprentissage et les aides aux entreprises à leur valeur de fin 2019

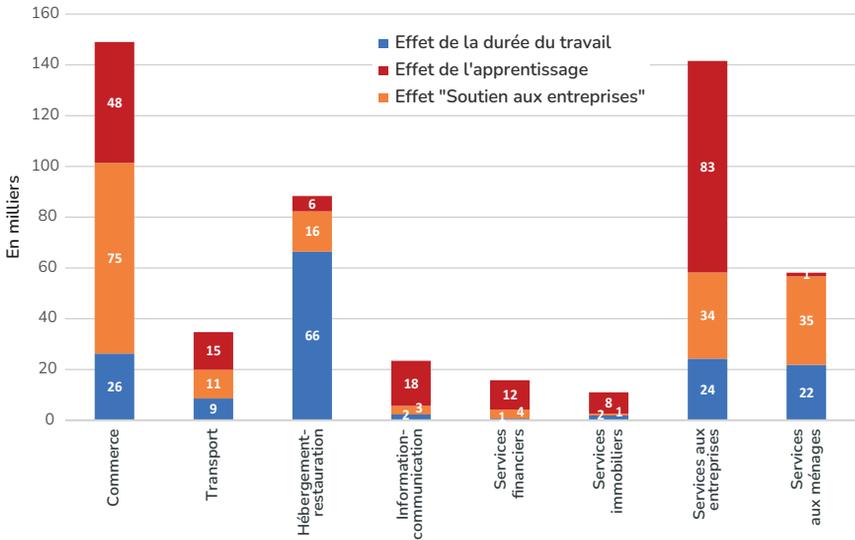


INSEE, calculs de l'auteur.

10. En octobre 2022, 62 % des entreprises dans le secteur des services déclaraient être concernées par des difficultés de recrutement, 66 % dans l'industrie et plus de 80 % dans la construction.

Enfin, dans le secteur des services marchands, notons que l'effet de l'apprentissage sur l'emploi salarié serait très concentré dans deux sous-secteurs, celui du « Commerce » mais surtout celui des « Services aux entreprises ». L'emploi salarié dans le secteur du « Commerce » semble également avoir le plus profité des mesures exceptionnelles de soutien aux entreprises. Enfin, il semblerait que dans le secteur de « l'Hébergement et la Restauration », l'effet de la durée du travail soit le plus fort (graphique 11).

Graphique 11. Incidence fin 2022 de la durée, de l'apprentissage et les aides aux entreprises sur l'emploi salarié dans les secteurs des services marchands



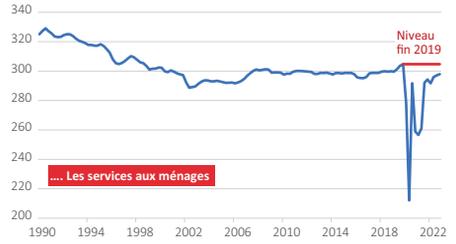
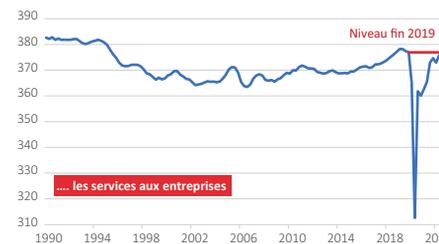
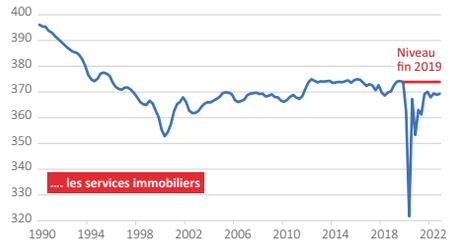
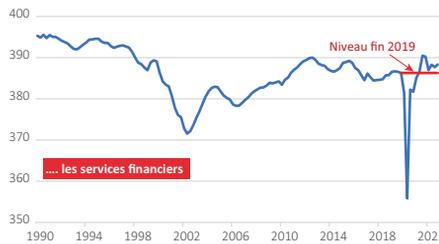
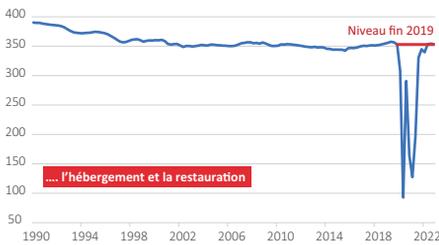
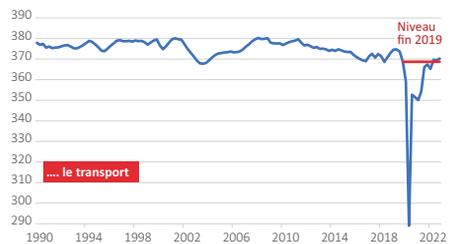
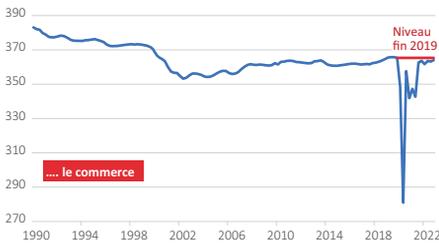
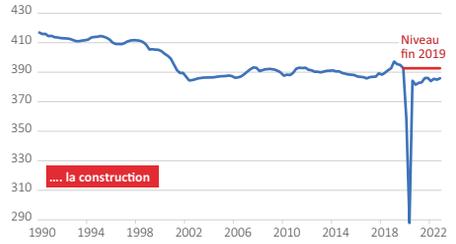
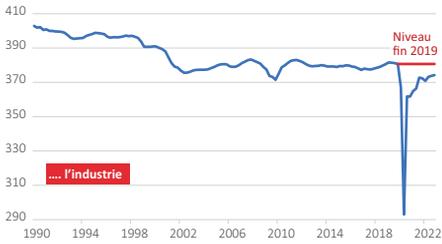
INSEE, calculs de l'auteur.

## Références

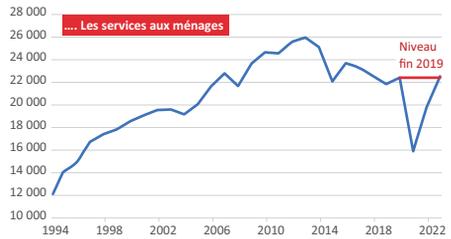
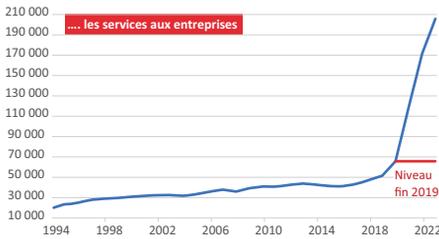
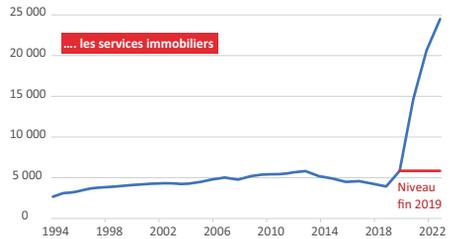
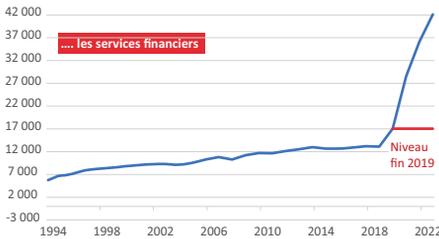
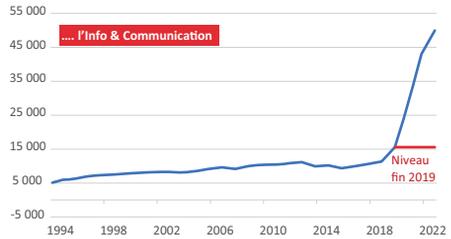
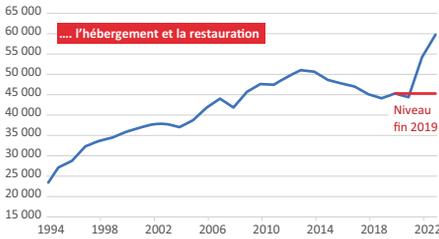
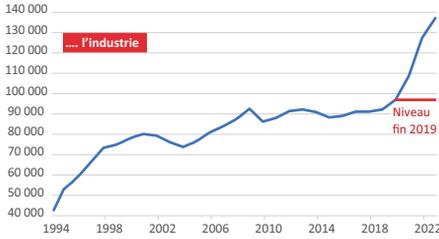
- Badarji J. *et al.*, 2017, « Le modèle macroéconométrique *Mésange* : réestimation et nouveautés », Direction des Études et Synthèses Économiques, *Document de travail*, n° G 2017/04.
- Banerjee R., G. Cornelli et E. Zakrajšek, 2020a, « The outlook for business bankruptcies », *BIS Bulletin*, n° 30, octobre.
- Banerjee R., E. Kharroubi et U. Lewrick, 2020b, « Bankruptcies, unemployment and reallocation from Covid-19 », *BIS Bulletin*, n° 31, 9 octobre.
- Chouvel F., E. Confais, G. Cornilleau, A. Gubian et B. Roguet, 1996, « Impact macroéconomique des politiques spécifiques d'emploi. Le cas de la France 1974-1994 », in *40 ans de politique de l'emploi*, Dares, La Documentation française.
- Cochard M., É. Heyer et G. Cornilleau, 2010, « Les marchés du travail dans la crise », *Économie et Statistique*, pp. 438-440.
- Coquet B., 2023, « Apprentissage : un bilan des années folles », *OFCE Policy brief*, n°117, 14 juin.
- Cueva S. et É. Heyer, 1997, « Fonction de production et degrés d'utilisation du capital et du travail : une analyse économétrique », *Économie et Prévision*, n° 131.
- Daudin G. et S. Levasseur, 2005, « Délocalisations, concurrence des pays émergents et emploi en France », *Revue de l'OFCE*, n° 94.
- Demmou L., 2011, « Le recul de l'emploi industriel en France entre 1980 et 2007. Ampleur et principaux déterminants : un état des lieux », *Économie et Statistique*, n° 438-440.
- Dormont B., 1997, « L'influence du coût salarial sur la demande de travail », *Économie et Statistique*, n° 301-302, pp. 95-109.
- Ducoudré B., É. Heyer et M. Plane, 2017, « Que nous apprennent les données macro-sectorielles sur les premiers effets du CICE ? Évaluation pour la période 2014-2015t2 », *Économie et Prévision*, n° 211-212, pp. 91-113.
- Ducoudré B. et Heyer É., 2017, « Quel nouveau sentier de croissance de la productivité du travail ? », *Revue de l'OFCE*, n° 152.
- Ducoudré B., 2019, « Tendances et cycles de productivité par grande branche pour l'économie française », *Revue de l'OFCE*, n° 162.
- Ducoudré B., 2020, « Emploi et Chômage », in *L'économie française 2021*, collection Repères, La Découverte.
- Gautié J., 1998, *Coût du travail et emploi*, Paris, La Découverte.
- Gourinchas P. O., S. Kalemli-Özcan, V. Penciakova et N. Sander, 2020, *COVID-19 and Business Failures*, mimeo, juin.

- Guerini M., L. Nesta, X. Ragot et S. Schiavo, 2020, « Dynamique des défaillances d'entreprises en France et crise de la Covid-19 », *OFCE Policy brief*, n° 73, 19 juin.
- Hamermesh D. S., 1993, « Labor demand and the source of adjustment costs », *NBER working paper*, n° 4394, juillet.
- Heyer E., 2020, « Défaillances d'entreprises et destructions d'emplois. Une estimation de la relation sur données macro-sectorielles », *Revue de l'OFCE*, n° 168, pp. 163-177, octobre.
- Klein C. et O. Simon, 2010, « Le modèle *Mésange* réestimé en base 2000 : tome 1, version avec volumes à prix constants », Insee, *Document de travail*, n° G2010/03.
- Labau F., A. Lagouge, 2023, « Quel impact de la hausse de l'alternance depuis 2019 sur la productivité? moyenne du travail ? » *Dares Focus*, n° 5.
- INSEE, 2020, « Points de conjoncture 2020 », *Note de conjoncture*, novembre.
- OCDE, 2020, « Corporate sector vulnerabilities during the Covid-19 outbreak: Assessment and policy responses », *Tackling Coronavirus Series*.
- OFCE, sous la direction d'É. Heyer et de X. Timbeau, 2020, « Évaluation de l'impact économique de la pandémie de Covid-19 et des mesures de confinement sur l'économie mondiale en avril 2020 », *OFCE Policy brief*, n° 69, 5 juin.
- Sampognaro R., 2020, « Faillites et Covid-19 : que nous apprend un modèle à la Melitz? », à paraître.
- Schivardi F. et G. Romano, 2020, *A simple method to compute liquidity short-falls during the Covid-19 crisis with an application to Italy*, mimeo, avril.

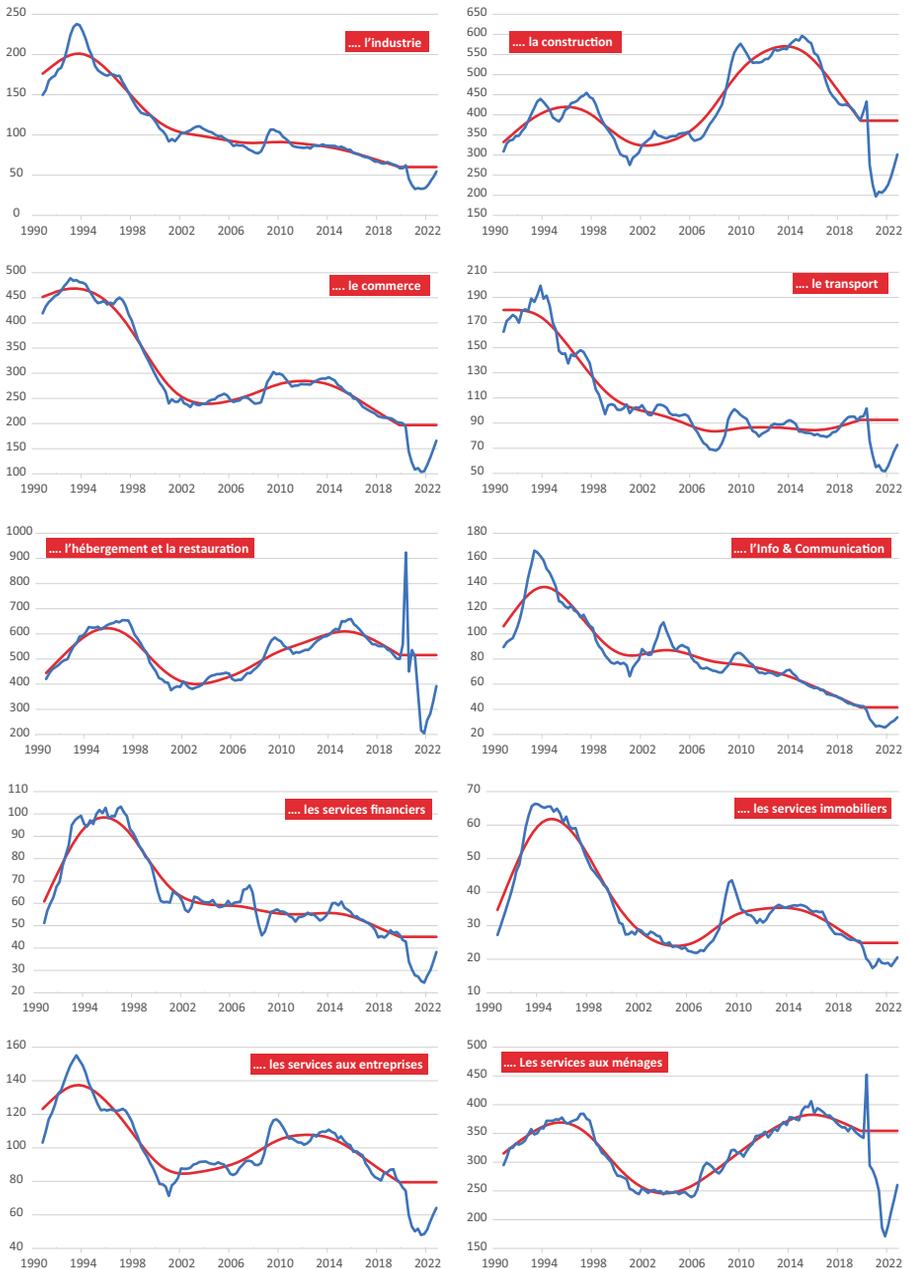
## ANNEXE 1. La durée du travail des salariés dans ...



## ANNEXE 2. Nouveaux contrats d'apprentissage dans ...



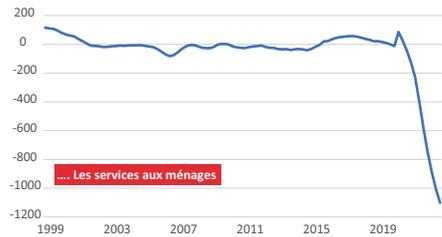
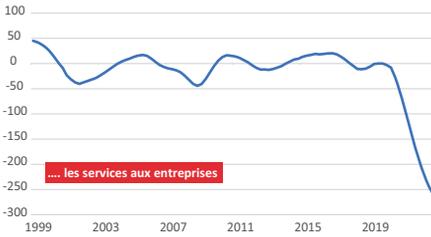
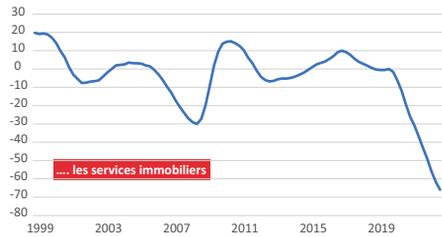
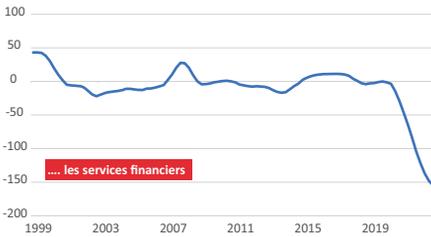
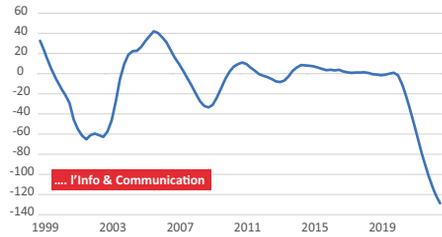
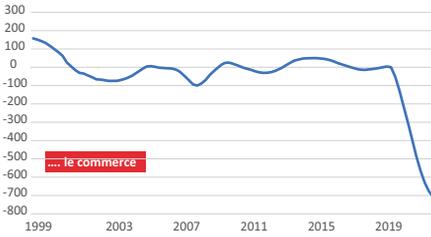
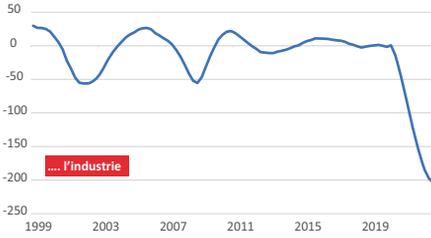
### ANNEXE 3. Taux de défaillances des entreprises (trait bleu) et sa tendance (trait rouge) dans ...



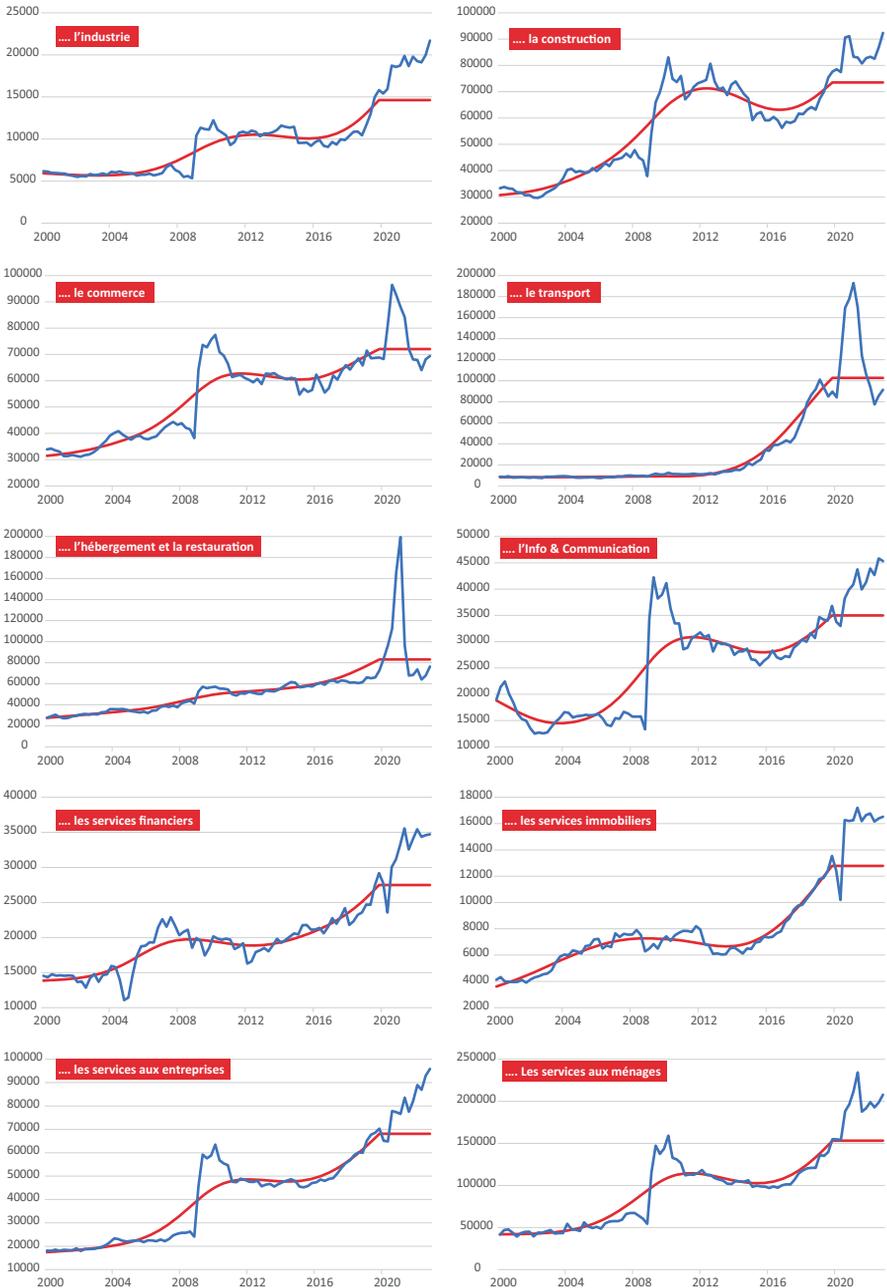
Banque de France, INSEE, calculs de l'auteur.

*Note de lecture* : le taux de défaillance, trait bleu, rapporte les défaillances d'entreprises du secteur à la valeur ajoutée de ce secteur. Le trait rouge représente la tendance issue d'un filtre HP sur l'ensemble de la période et stabilisée à la valeur du quatrième trimestre 2019 sur la période 2020-2022.

### ANNEXE 4. Écart cumulé du taux de défaillance d'entreprises dans ...



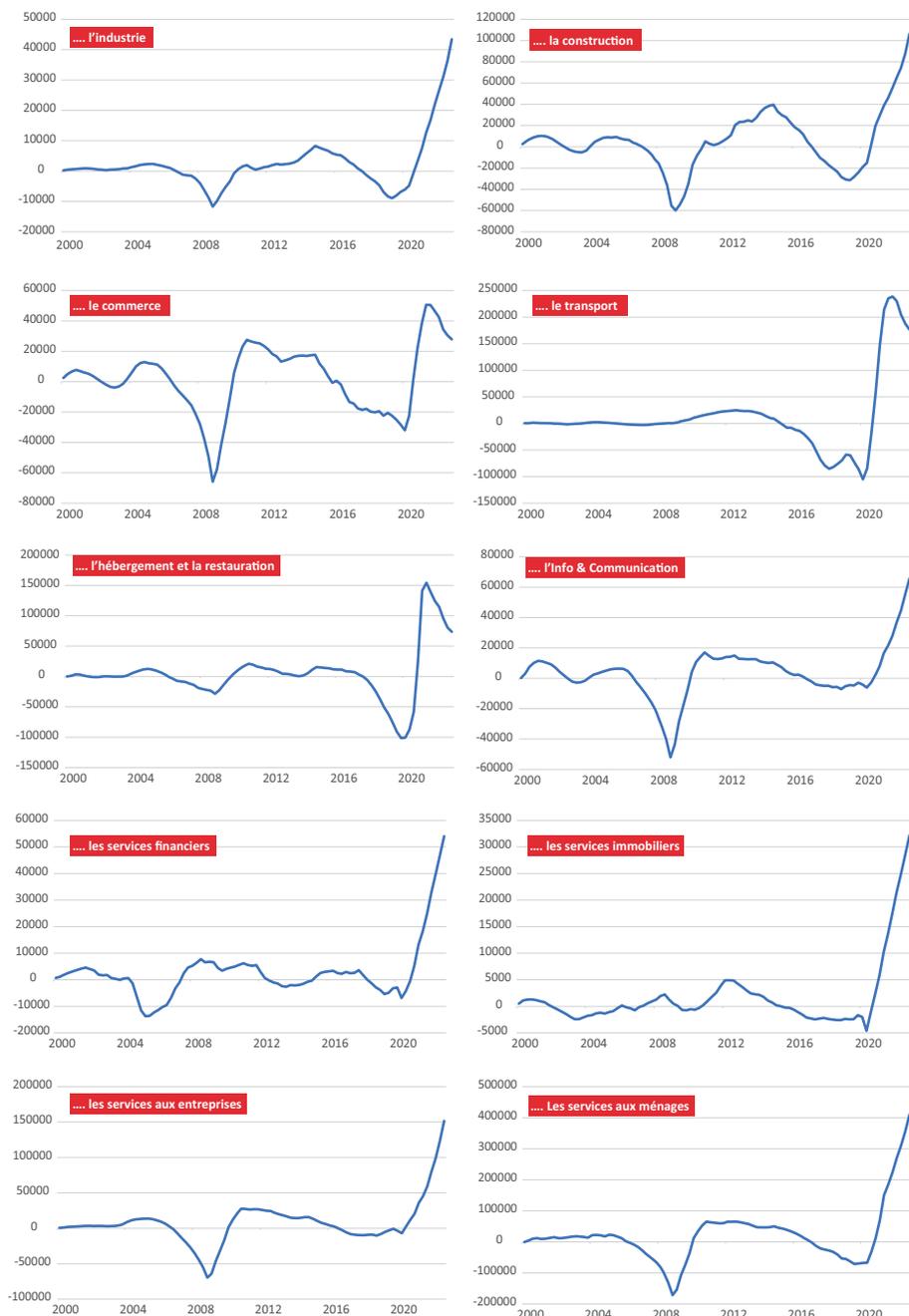
## ANNEXE 5. Taux de créations d'entreprises (trait bleu) et sa tendance (trait rouge) dans ...



INSEE, calculs de l'auteur.

*Note de lecture* : le taux de créations, trait bleu, rapporte les créations d'entreprises du secteur à la valeur ajoutée de ce secteur. Le trait rouge représente la tendance issue d'un filtre HP sur l'ensemble de la période et stabilisée à la valeur du quatrième trimestre 2019 sur la période 2020-2022.

## ANNEXE 6. Écart cumulé du taux de créations d'entreprises dans ...



## L'ÉVOLUTION DES SALAIRES DEPUIS LA CRISE DE LA COVID-19 DANS LES PRINCIPAUX PAYS INDUSTRIALISÉS

**Christophe Blot, Sabine Le Bayon et Benoît Williatte**

*Sciences Po, OFCE*

---

La reprise post-Covid s'accompagne d'une forte inflation en grande partie tirée par l'évolution des prix de l'énergie. Ce choc fait suite à la crise sanitaire qui a fortement perturbé le fonctionnement du marché du travail faisant apparaître des tensions. Comment les salaires ont-ils réagi dans ce contexte ? Cette étude décrit la dynamique des salaires dans les principaux pays industrialisés depuis fin 2019. Nous rappelons d'abord que les données de salaire sont issues de différentes sources et qu'elles peuvent être construites selon différentes approches, ce qui rend la compréhension de leur évolution plus délicate que celle des prix. Ainsi, sur la période récente, les données issues de la comptabilité nationale font apparaître des différences relativement aux salaires mesurés par les enquêtes à composition fixe, en partie liées aux effets de structure de l'emploi qui ont été impactés par l'activité partielle et les mesures de confinement. De même l'évolution du salaire minimum peut faire apparaître des divergences importantes selon les modes de revalorisation et le niveau initial de ces salaires. Il ressort néanmoins que la progression des salaires a été plus forte aux États-Unis que dans la plupart des pays européens si bien que le pouvoir d'achat des salariés américains a dans l'ensemble mieux résisté, ce qui pourrait aussi refléter la situation du marché du travail avec des tensions globalement plus fortes outre-Atlantique. Il est néanmoins probable que les ajustements de salaire soient toujours en cours. Le regain de l'inflation s'est produit plus tôt outre-Atlantique, ce qui pourrait expliquer une augmentation plus rapide des salaires. Il est donc probable que les salaires continuent d'augmenter à un rythme plus élevé en 2023 que ce qui avait été observé entre 2010 et 2019.

*Mots clés* : salaire, inflation, crise de la Covid-19.

---

Alors que l'inflation semble avoir atteint un pic dans la plupart des pays industrialisés, la question de la dynamique des prix en 2023-2024 reste une préoccupation cruciale pour les ménages, les entreprises mais aussi les banques centrales dont l'objectif principal est d'assurer sa stabilité. Le repli de l'inflation observé depuis plusieurs mois va-t-il se poursuivre et si oui, vers quel niveau ? Au-delà des fluctuations liées aux prix alimentaires et de l'énergie, l'inflation pourrait-elle se maintenir durablement au-dessus de la cible de 2 % généralement retenue par les banques centrales ? La réponse à cette question dépend en grande partie de l'évolution des salaires nominaux. D'une part, il est légitime que les salariés obtiennent des revalorisations salariales afin de préserver leur pouvoir d'achat dans le contexte inflationniste actuel<sup>1</sup> ; mais d'autre part, une accélération des salaires pourrait en retour augmenter les coûts de production et *in fine* les prix créant les conditions d'une boucle prix-salaire-prix redoutée par les banques centrales qui pourraient réagir en amplifiant le resserrement monétaire.

L'analyse de la progression des salaires s'avère cependant plus délicate que celle des prix. La mesure de l'inflation repose généralement sur des relevés de prix d'un panier de biens représentatifs de la consommation des ménages. Quand bien même ce type d'indice de prix à la consommation n'est pas exempt de limites quant à sa capacité à rendre compte du coût de la vie<sup>2</sup>, il s'agit d'une métrique calculée de façon relativement homogène dans les différents pays et qui est retenue généralement par les banques centrales pour mesurer la stabilité des prix. Pour les salaires, il existe différents types de données qui peuvent couvrir un champ différent : salariés du secteur marchand ou salariés de l'ensemble de l'économie. Le salaire lui-même peut avoir

---

1. Dans les pays européens, l'inflation est principalement importée puisqu'elle résulte de l'augmentation des prix de l'énergie et plus récemment des prix alimentaires. Dans ces conditions, une question cruciale est celle de la répartition de ce choc entre les agents : ménages, entreprises et administrations publiques. On peut ajouter qu'au sein des ménages, le coût de l'inflation peut être supporté différemment selon le type de ménage. De même, la partie du choc absorbée par les administrations publiques permet implicitement de redistribuer intra et intemporellement les effets du choc au sein des ménages ou des entreprises.

2. De fait, le panier de consommation est un panier fictif qui ne rend qu'imparfaitement compte des habitudes hétérogènes de consommation des ménages selon que leur niveau de vie est plus ou moins élevé, selon qu'ils habitent dans des zones urbaines ou rurales... Le calcul de l'inflation s'efforce également de tenir compte des effets de qualité de telle sorte qu'une hausse de prix résultant d'une amélioration de la qualité du bien ne sera pas retranscrite dans l'indice de prix mais dans le volume de consommation. Pour autant, le pouvoir d'achat du ménage peut être affecté s'il n'a plus accès au niveau de qualité inférieure.

différentes composantes. Par ailleurs, la fréquence à laquelle ces données sont rendues disponibles est généralement plus faible ; les données sont rendues publiques avec un délai plus important que la publication des indices de prix<sup>3</sup>. Enfin, les données issues de la comptabilité nationale peuvent faire l'objet de révisions si bien que les données récentes de salaire horaire ou par tête ne sont pas définitives. C'est pourquoi toute analyse de l'ajustement des salaires dans les différents pays doit d'abord s'appuyer sur une compréhension fine et aussi exhaustive que possible des mesures existantes. Nous décrivons d'abord les différents indicateurs de salaire existants pour les principaux pays de la zone euro et les États-Unis. Nous analysons alors leur évolution récente afin d'établir une analyse comparative. Partant de là, il est possible de voir dans quelle mesure les salaires ont suivi l'évolution des prix ou dans quels pays les pertes de pouvoir d'achat ont été les plus fortes. Enfin, nous faisons également le lien avec différents indicateurs de tensions sur le marché du travail.

## 1. Les principaux indicateurs de salaires

Le salaire renvoie communément à l'ensemble des rémunérations versées par l'employeur aux salariés. Celles-ci incluent le salaire de base, les primes liées à l'activité ou les primes exceptionnelles, les pourboires, les prestations en nature ainsi que les indemnités liées aux heures supplémentaires<sup>4</sup>. Nous nous intéressons ici aux mesures du salaire *moyen*, en brut : avant retenue des « cotisations à la retraite et à la sécurité sociale » ainsi que des cotisations employeur, des impôts et autres prélèvements<sup>5</sup>. Les comptes nationaux sont la principale source de données sur les salaires mais d'autres indicateurs issus d'enquêtes renseignent également sur leur évolution. Ceux-ci se distinguent notamment des éléments salariaux des comptes nationaux par leur construction et leur couverture partielle du champ salarié (par exemple en se limitant aux employés des secteurs marchands), ainsi que, à des degrés divers, par les sources de données mobilisées.

---

3. Par exemple, Eurostat communique sa première estimation de l'indice des prix à la consommation harmonisé dans la zone euro pour le mois ( $m$ ) en tout début du mois ( $m+1$ ), voire parfois le dernier jour du mois ( $m$ ).

4. Bien que versés par les clients, les pourboires constituent un élément du salaire.

5. En nomenclature des comptes nationaux, il s'agit donc de la rémunération au sens D1.

### 1.1. Les salaires selon les comptes nationaux trimestriels

Les comptes nationaux visent à mesurer l'activité économique d'un pays de manière exhaustive et détaillée ; ils comportent donc des estimations de masses salariales et d'emploi pour une économie. Les instituts statistiques nationaux publient des comptes nationaux annuels et trimestriels ; la réalisation de ces derniers répond à un besoin d'informations économiques qui s'appuient sur un cadre méthodologique et conceptuel établi et qui sont disponibles aussi promptement que possible. Pour les États-Unis et les pays membres de l'UE, la première publication des comptes trimestriels détaillés, comportant des éléments sur la rémunération des employés, doit avoir lieu deux mois après la fin du trimestre en question<sup>6</sup>. Les instituts statistiques nationaux doivent donc disposer de sources de données disponibles dans des délais suffisamment brefs. Les premières estimations publiées sont ensuite révisées au fur et à mesure que des données complètes et/ou de meilleure qualité deviennent disponibles. L'élaboration des comptes annuels, qui ne sont pas contraints en termes de sources par ces délais de publication trimestriels, s'accompagne également d'une révision des comptes trimestriels. Quelques exemples ci-dessous présentent succinctement les méthodologies employées par les différents instituts statistiques ; certaines nuances, par exemple sur les différences de sources pour des employés du secteur agricole ou du secteur public, ont été omises.

- L'institut allemand Destatis se base sur des salaires de référence pour chaque secteur et statut professionnel calculés à partir de données administratives et d'une enquête sur les salaires réalisée tous les 4 ans. Les estimations de masse salariale publiées chaque trimestre se font en extrapolant ces salaires de référence à partir de plusieurs sources dont : les résultats d'une enquête trimestrielle auprès des employeurs, des déclarations mensuelles pour les secteurs extractifs et manufacturiers, les conventions salariales collectivement négociées en vigueur. Des transmissions de la part de fonds de pension et d'agences de l'emploi fournissent les informations sur les cotisations ;
- En France, l'INSEE dispose des données issues des Déclarations Sociales Nominatives transmises par l'Agence centrale des organismes de sécurité sociale (ACOSS), y compris pour la première publication ;

---

6. Une première estimation du PIB et du compte de production est publiée avec un délai d'un mois.

- Pour les États-Unis, les premières estimations sont réalisées à partir d'enquêtes mensuelles auprès des employeurs. Les révisions permettent notamment d'incorporer les données provenant des organismes d'assurance-chômage, celles-ci étant disponibles environ cinq mois plus tard.

Les salaires moyens suivent généralement les mêmes dynamiques selon qu'ils sont calculés par heure ou par employé ; cependant, des chocs macroéconomiques de grande ampleur peuvent introduire des divergences liées à l'évolution de la durée du travail. Ainsi en 2020, les salaires horaires et par tête ont connu des mouvements opposés au sein des économies majeures de la zone euro (graphique 1). Les dispositifs d'activité partielle avaient en effet permis de réduire le volume d'heures travaillées tout en maintenant en grande partie les effectifs et les rémunérations versées<sup>7</sup>. Ces distorsions introduites dans les indicateurs salariaux de la zone euro par le choc de 2020 se sont depuis majoritairement résorbées et les estimations de salaires horaires et par tête indiquent toutes deux que les salaires nominaux auraient connu des hausses entre 5 % et 10 % (selon les pays) entre la fin 2019 et la fin 2022. Aux États-Unis, le déclenchement de la pandémie a aussi provoqué une hausse initiale du salaire horaire mesurée à partir des comptes nationaux. Elle s'explique par des effets de composition de la main-d'œuvre, induits par les destructions massives d'emploi du printemps 2020 qui avaient particulièrement touché les bas salaires<sup>8</sup>.

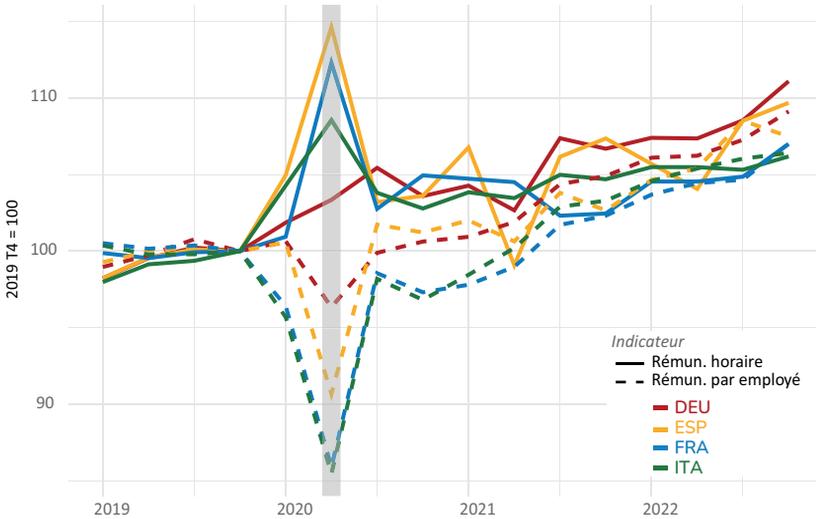
Les données salariales compilées au sein des comptes nationaux présentent plusieurs avantages : outre la diversité des sources de données exploitées par les instituts statistiques, le cadre méthodologique de la comptabilité nationale impose une certaine cohérence avec les autres indicateurs macroéconomiques et bénéficie d'une relative harmonisation des concepts au niveau international. De plus, là où d'autres indicateurs salariaux définissent leurs champs de manière plus restrictive, les comptes trimestriels couvrent l'ensemble de l'économie domestique. Leurs principales limites résident dans les délais de publication plus longs que pour certains autres indicateurs et, si l'on cherche à mesurer les pressions salariales sous-jacentes, leur sensibilité aux changements de composition de la main-d'œuvre ou des déformations du temps de travail.

---

7. BCE (2022).

8. Crust, Daly, Hobijn (2020) ; Rouse, Gimbel (2021).

Graphique 1. Évolution des salaires (horaire et par tête) selon les comptes nationaux des principales économies de la zone euro entre 2019 et 2022



EABCN, Eurostat, calculs OFCE.

Note : Secteur marchand (NACE B-N). En gris : récession de la zone euro identifiée par l'Euro Area Business Cycle Network (EABCN). Dernière observation : 2022t4.

## 1.2. Les salaires mesurés par les indices à composition fixe

Certains pays produisent également des indices du coût du travail élaborés afin d'examiner plus spécifiquement les pressions inflationnistes et les effets de compétitivité pouvant être exercés par les salaires. De manière analogue aux indices des prix à la consommation, les indices du coût du travail offrent une mesure agrégée visant à renseigner sur l'évolution du prix d'un « panier représentatif » de travail. Notons de plus que la perspective de coût du travail (plutôt que de rémunération du travail) implique de prendre en compte des éléments supplémentaires, notamment les impôts nets de subventions. Ainsi, les indicateurs de ce type sont moins pertinents si l'on s'intéresse aux revenus et au pouvoir d'achat des salariés. Dans les (nombreux) cas où l'indice est construit à partir des résultats d'enquêtes auprès des entreprises, le champ des salaires mesurés est restreint. De manière générale, en effet, ces indices se limitent aux entreprises privées non-agricoles ayant déclaré un nombre minimum d'employés.

Au sein de l'Union européenne, un règlement impose le calcul d'un indice du coût du travail (LCI) à partir des coûts salariaux horaires mesurés pour la quasi-totalité de l'économie non-agricole<sup>9</sup>. Le LCI est un indice de Laspeyres agrégeant les coûts horaires du travail des différents secteurs, où le poids de chacun d'entre eux correspond à sa part dans le total du coût du travail sur l'ensemble de l'année précédente<sup>10</sup>. Sur l'ensemble des décennies 2000 et 2010, l'indice suit généralement les salaires mesurés dans les comptes nationaux (voir graphique A1 en Annexe). Dans le cas de la France, une divergence apparaît durant les années 2010 qui est vraisemblablement liée au CICE : le dispositif a été comptabilisé comme une baisse d'impôts avant sa pérennisation sous forme de réduction de cotisations employeurs en 2019. L'écart observable sur les années 2010 est lié au fait que le coût du travail inclut les taxes nettes de subventions, contrairement au concept de rémunération des comptes nationaux ; en revanche tous deux incluent les cotisations employeurs. Durant le choc Covid, comme le montre le graphique 2, les LCI des principales économies européennes ont également subi des distorsions du fait des dispositifs d'activité partielle. Les indices reposent en effet sur un calcul de la masse salariale rapportée au volume d'heures travaillées, ce qui les expose donc aux effets des dispositifs d'activité partielle. Plus généralement, la composition de l'indice étant fixée au niveau du secteur d'activité, il permet de tenir compte des variations de composition entre secteurs mais ne contrôle pas des changements au sein de ceux-ci. Par exemple, si de nombreux employés quittent un secteur pour un autre mieux payé, l'indice ne sera pas affecté ; en revanche, si au sein d'un même secteur les bas salaires sont particulièrement touchés par des pertes d'emploi, l'effet mécanique sur le coût horaire moyen de ce secteur se répercutera bien sur le LCI. On observe alors qu'il y a un écart plus important entre le LCI et l'indicateur de salaire horaire de la comptabilité nationale au cours de la période Covid. L'interprétation de cet écart est complexe étant donné les différences en termes de sources de données, de calcul (composition fixe en termes de secteur), et de champ.

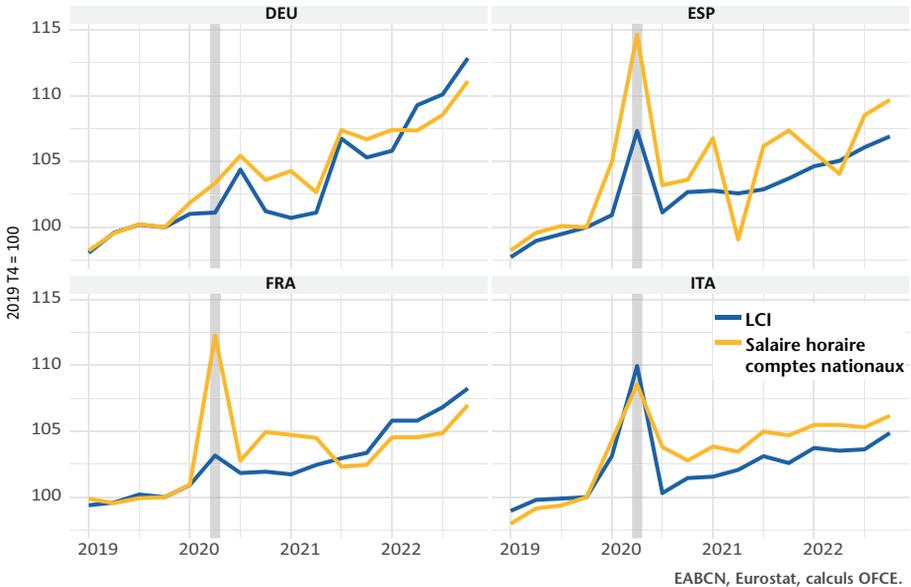
9. Dans la nomenclature européenne NACE, il s'agit des secteurs B à S.

10. Le règlement EC 450/2003 définit le LCI et son mode de calcul. La formule de calcul du LCI en période  $t$  et avec  $j$  comme année de référence est :

$$LCI_{tj} = \frac{\sum_i \left( \frac{w_i^t}{w_i^j} \right) * W_i^j}{\sum_i W_i^j}$$

où  $w_i^j$  correspond au coût horaire du travail *par heure*, et  $W_i^j$  au coût du travail total.

Graphique 2. Salaires (comptes nationaux) et index du coût du travail dans la zone euro



EABCN, Eurostat, calculs OFCE.

Note : coûts du travail incluant rémunération et impôts nets de subventions. Economie marchande (NACE B-N). En gris : récession de la zone euro telle que datée par l'Euro Area Business Cycle Network (EABCN).

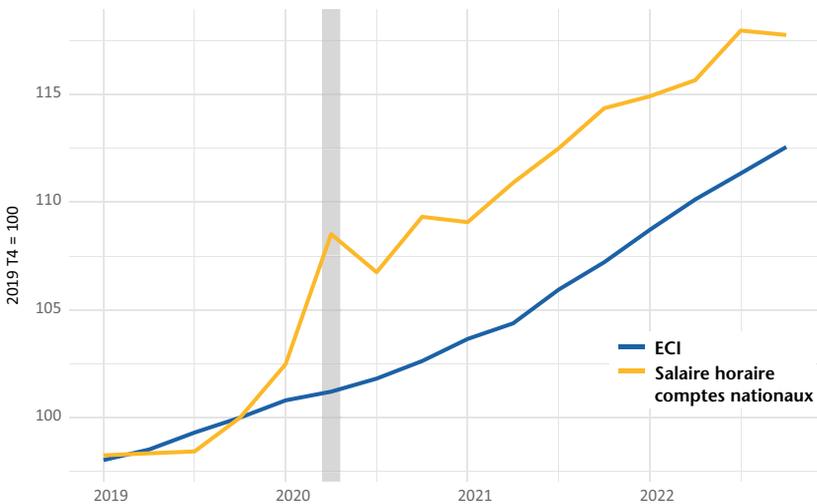
D'autres indices affichent davantage de robustesse vis-à-vis des effets de composition<sup>11</sup>. Aux États-Unis, l'Employment Cost Index (ECI) du Bureau of Labour Statistics (BLS) fixe la composition des effectifs salariés en fonction du secteur d'activité et aussi des niveaux de qualification des postes<sup>12</sup>. La composition fixe de cet indice le rend donc particulièrement pertinent si l'on examine les salaires du point de vue

11. On parle d'effet de composition ou d'effet de structure lorsqu'une variable agrégée est modifiée non pas du fait de l'évolution de ses composantes mais si la part d'une composante augmente relativement à l'autre. Ainsi, supposons que l'on décompose les salariés selon deux catégories : des salariés qualifiés et des salariés non-qualifiés : le salaire des salariés qualifiés est plus élevé que celui des non-qualifiés. Même si le salaire de chacune de ces deux populations est constant, le salaire moyen de la population agrégée augmente si la part des salariés qualifiés dans la population totale augmente. C'est de fait ce qui s'est produit, en particulier aux États-Unis pendant le confinement puisque la part dans l'emploi des salariés qui ne pouvaient télétravailler a fortement baissé. Or ces salariés percevaient en moyenne une rémunération plus faible, ce qui explique en partie la forte augmentation du salaire horaire agrégé.

12. L'enquête réalisée spécifiquement pour l'élaboration de l'ECI effectue d'abord un échantillonnage stratifié par secteur d'activité et par type d'employeur (privé, administration fédérale, administration locale) parmi la population des établissements. Pour chaque établissement choisi, un relevé de tous les types de postes est établi. Ces postes sont ensuite classés selon une nomenclature des professions nationales afin de réaliser un second échantillonnage, cette fois-ci au sein de l'établissement et stratifié par profession. Les salaires mesurés sont ceux correspondant à une combinaison secteur/statut employeur/profession.

de leur contribution aux dynamiques de l'inflation sous-jacente<sup>13</sup>. Ainsi l'ECI n'a pas été affecté par les destructions d'emploi moins qualifiés au second semestre 2020 tandis que l'augmentation plus rapide des salaires à partir de la seconde moitié de 2021 est autant visible dans les deux indicateurs : la dynamique salariale apparaît alors plus clairement comme étant le résultat d'un excès de demande de travail par rapport à l'offre (graphique 3). En dehors des États-Unis, on dispose également d'indices du coût du travail à composition constante pour la France (Indice des Salaires Mensuels de Base, ISMB) – à l'exception cependant des premiers trimestres de 2020. En comparant l'ISMB avec les salaires issus des comptes trimestriels, on observe que les salaires des comptes nationaux étaient encore affectés par les mesures d'activité partielle en 2021, contrairement aux salaires de base (graphique 4). Les différences entre ces indicateurs sont néanmoins minimales au quatrième trimestre 2022, de l'ordre de 1 point de pourcentage (en prenant le T4 2019 pour base 100), ce qui indique que les distorsions liées au Covid se sont estompées

Graphique 3. Indicateurs salariaux aux États-Unis : comptes nationaux et Employment Cost Index (ECI)

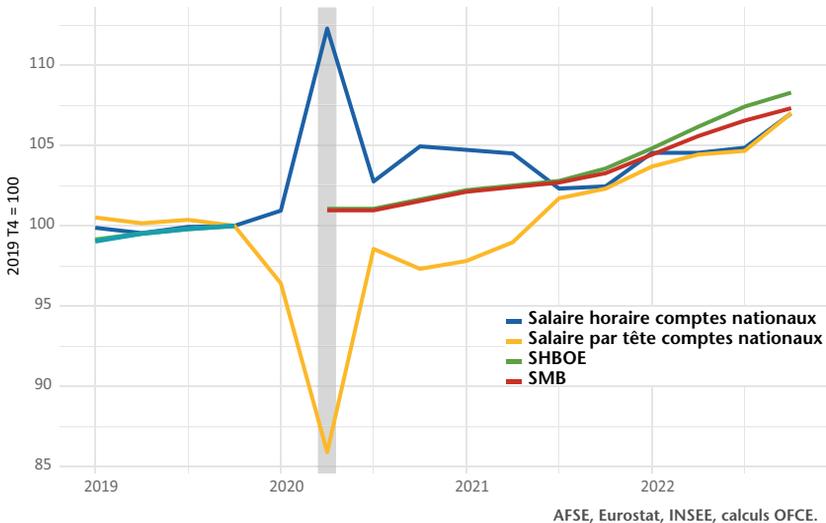


Bureau of Labor Statistics, NBER, calculs OFCE.

Note : coûts du travail incluant rémunération totale, cotisations, et impôts nets de subventions. Employés du secteur privé. En gris : récession identifiée par le National Bureau of Economic Research.

13. Le BLS n'indique pas d'échéance fixe pour la mise à jour des poids.

Graphique 4. Les salaires en France selon les comptes nationaux et les indices de salaires de base



Note : L'index LCI inclut aussi les impôts nets de subventions. Économie marchande (NACE B-N), sauf pour les indices de salaires de base (employeurs hors secteur agricole et administrations publiques). En gris : récession identifiée par le Comité de Datation des Cycles Économiques de l'AFSE.

### 1.3. Indicateurs de salaires négociés

La détermination des salaires est un processus complexe dont les modalités sont notamment définies par le contexte institutionnel. Au sein de l'UE, en particulier, les syndicats jouent un rôle crucial à travers des négociations salariales menées chaque année avec les employeurs et qui couvrent une grande partie (mais pas la totalité) des salariés du pays. De nombreux pays de la zone euro ont donc construit des indices permettant de suivre les évolutions des salaires collectivement négociés. Les taux salariaux définis par les conventions collectives permettent de suivre des salaires de base, indépendamment par exemple de l'effet des heures supplémentaires, des primes exceptionnelles, ou de la modulation des charges sociales. Théoriquement, les conventions demeurant généralement sur une durée de 1 à 2 ans, elles permettent d'anticiper dans une certaine mesure les dynamiques d'autres indicateurs salariaux. La construction de ces indices, afin qu'ils soient exhaustifs, repose sur un recueil régulier (et souvent obligatoire) des conventions signées ; ces conventions définissent une grille des postes concernés et les niveaux de rémunération correspondant à ces postes. Les indices agrégés sont calculés en sommant les sous-indices

pour chaque combinaison de secteur et de niveau de qualification, pondérés par la part des salariés concernés dans le total des salaires régis par une convention collective.

Les conventions et salaires négociés présentent l'avantage d'être répertoriés plus rapidement que les autres indicateurs mobilisant des données d'enquêtes ou administratives : la BCE a élaboré à partir de 2002 un indice agrégé de la zone euro afin de disposer d'informations rapidement disponibles sur les dynamiques des négociations salariales. Par ailleurs, le contexte institutionnel peut donner aux salaires négociés un rôle considérable : par exemple comme point de référence pour les salaires de nombreux employés qui ne sont pas couverts par ces accords, ou bien dans des mécanismes d'ajustement des salaires et des pensions de retraite. Inversement, les négociations peuvent être influencées par d'autres institutions salariales : de nombreuses branches en France ont récemment renégocié leurs minima salariaux afin de suivre les ajustements du SMIC à la hausse de l'inflation<sup>14</sup>. Néanmoins, les limites de ces indicateurs doivent être prises en compte lors de leur usage dans le cadre d'analyses macroéconomiques. Outre le champ restreint des salariés couverts par les négociations collectives, l'interprétation des mesures de salaires négociés peut être complexe en raison des spécificités du dialogue social, du calendrier des négociations et de l'application dans le temps des revalorisations négociées. À titre d'exemple, un index de conventions collectives peut contenir à la fois des conventions récentes, donc a priori représentatives des salaires à venir, ainsi que des accords pluriannuels toujours en vigueur mais qui n'ont pas encore été renégociés. L'information contenue au sein de ceux-ci correspond alors davantage aux intentions salariales passées et peut parfois être totalement obsolète, par exemple dans le cas où des minima ne sont pas renégociés sur une période où le salaire minimum légal a continué d'être revalorisé. Enfin, les comparaisons internationales peuvent être particulièrement problématiques en raison des spécificités des négociations collectives au sein de chaque pays et de l'absence d'harmonisation dans la construction des indicateurs.

---

14. Voir [Gautier, Fougère, Roux \(2016\)](#) et [Baudry, Gautier, Tarrieu \(2023\)](#).

#### 1.4. Le salaire minimum

Le salaire minimum joue également un rôle significatif dans la dynamique des salaires<sup>15</sup>. Au-delà des objectifs initiaux visant à limiter la pauvreté, réduire les inégalités salariales et définir une norme de rémunération décente pour les salariés, chaque revalorisation du salaire minimum fixe un nouveau seuil qui peut être répercuté sur les salaires immédiatement supérieurs et même sur une partie de la grille des bas salaires<sup>16</sup>. Si un ou des niveaux de salaire minimum existe dans près de 90 % des pays membres de l'Organisation internationale du travail (OIT), les niveaux de ces salaires sont très hétérogènes ainsi que leurs conditions de fixation et de revalorisation. Alors que dans certains pays, il s'agit bien d'un minimum légal s'appliquant à l'ensemble des salariés, des exceptions sont prévues dans d'autres. Plusieurs minima peuvent exister selon la région, l'âge ou encore selon les secteurs d'activité. L'objectif ici n'est pas de rendre compte de l'hétérogénéité de ces systèmes complexes mais de décrire l'évolution récente du salaire minimum dans les principaux pays.

Ainsi, en 2022 et 2023, les augmentations de salaire minimum ont été importantes. Depuis 2019, le salaire minimum a augmenté de 33 % au Royaume-Uni, de 31 % en Allemagne, de 20 % en Espagne<sup>17</sup> et de seulement 15 % en France, ce qui reflète aussi le fait que les niveaux pré-Covid étaient bien plus bas dans certains pays (graphique 5).

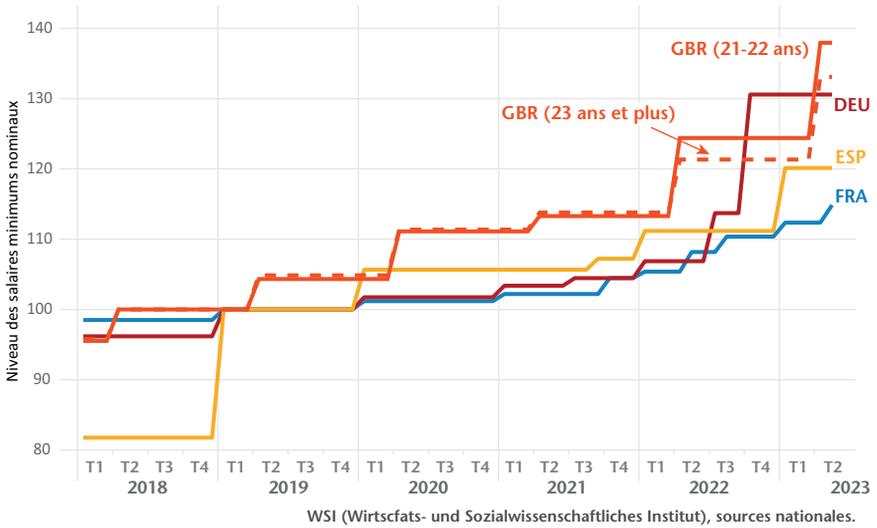
Les mécanismes à l'œuvre derrière ces hausses sont très différents. La revalorisation a ainsi été moins forte en France et uniquement basée sur le mécanisme d'indexation automatique sur l'inflation. Au contraire, en Allemagne, en Espagne et au Royaume-Uni, l'inflation ne joue qu'un rôle indirect, les hausses du salaire minimum s'orientant généralement sur l'évolution des salaires dans l'économie, *via* des commissions le plus souvent indépendantes (encadré 1). Par ailleurs, des décisions politiques de rattrapage du salaire minimum par rapport au salaire médian ou au salaire moyen sont aussi à l'œuvre.

---

15. Selon l'OIT, « le salaire minimum est défini comme la rémunération minimale que l'employeur est tenu de payer aux salariés pour le travail qu'ils effectuent durant une période donnée, et qui ne peut être réduite par une convention collective ou un contrat individuel ».

16. Voir sur ce sujet : Cette G., V. Chouard, et G. Verdugo (2012) et Aeberhardt E, P. Givord et C. Marbot (2016).

17. En Espagne, l'augmentation depuis 2018 atteint 47 %, étant donnée la revalorisation de 22 % de janvier 2019.

Graphique 5. Évolution du niveau du salaire minimum nominal (1<sup>er</sup> janvier 2019 = 100)

L'Italie pour sa part n'a pas de salaire minimum légal national mais des minima salariaux inclus dans les différentes conventions collectives qui couvrent environ 80 % des salariés.

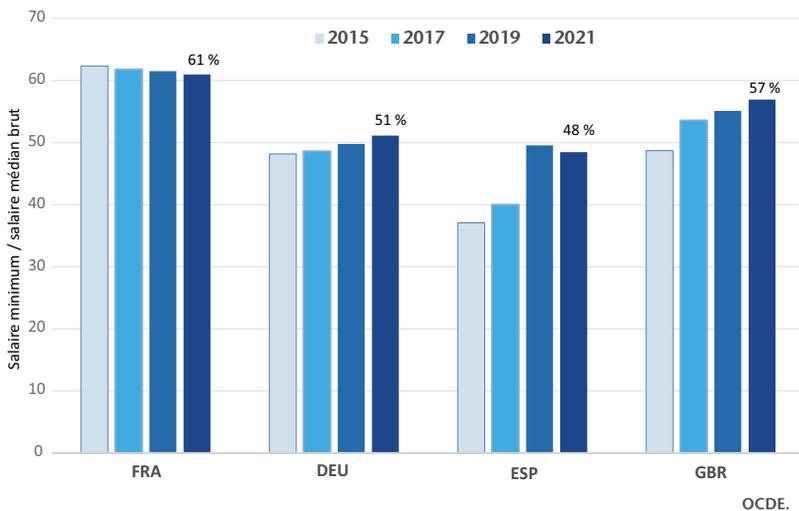
Aux États-Unis, le niveau du salaire minimum est très bas au niveau fédéral et inchangé depuis 2009. En effet, chaque revalorisation nécessite l'accord des deux chambres, en l'absence d'indexation sur l'inflation. La loi autorise néanmoins les États et les gouvernements locaux à fixer leur propre niveau de salaire minimum. Face à la faiblesse du salaire minimum fédéral, un certain nombre d'États et de gouvernements locaux se sont ainsi saisi de cette possibilité pour augmenter leurs propres salaires minima. Ainsi entre 2019 et 2022, 28 États ont augmenté le salaire minimum, *via* la loi, un référendum ou une indexation sur l'inflation. Le salaire minimum a été de nouveau augmenté au 1<sup>er</sup> janvier 2023 dans 23 États<sup>18</sup>. Finalement, un peu plus de 60 % de la population américaine est concernée par un salaire minimum relevant de l'État dans lequel elle vit et l'augmentation moyenne du salaire minimum aux États-Unis, calculée en pondérant les salaires minimums de chaque État par leur population dans la population totale, atteint 20,5 % entre 2019 et 2023.

18. Pour plus d'informations, voir : E. Gould et K. deCourcy, 2023, « [Low-wage workers have seen historically fast real wage growth in the pandemic business cycle](#) », State of Working America Wages 2022, Economic Policy Institute, 23 mars .

### Encadré. La fixation du salaire minimum selon des objectifs politiques

En Allemagne, en Espagne et au Royaume-Uni, la forte progression du salaire minimum depuis quelques années est régie par un objectif fixé par les pouvoirs publics d'atteindre un certain niveau en valeur ou en pourcentage du salaire médian ou moyen. Alors qu'il était légèrement supérieur à 60 % du salaire médian en France, le niveau relatif était plus faible en Allemagne et au Royaume-Uni (environ 50 % du salaire médian) et plus encore en Espagne où il représentait 40 % du salaire médian en 2019 (graphique 6). Dans ces trois pays, la mise en application de l'objectif gouvernemental est soit directement effectuée par le gouvernement soit confiée à une commission. Ces augmentations sont en cohérence avec la directive sur des salaires minima adéquats<sup>19</sup> proposée par la Commission européenne et adoptée en octobre 2022<sup>20</sup>.

Graphique 6. Ratio du salaire minimum sur le salaire médian brut



19. Cette directive vise un processus de fixation des salaires minima à des niveaux « adéquats » pour les 21 pays de l'UE qui ont un salaire minimum légal. Chaque État doit décider de ce niveau adéquat et évaluer si ce dernier peut garantir un niveau de vie décent en tenant compte des réalités socio-économiques, de la progression de la productivité et du pouvoir d'achat de ce salaire minimum. La directive évoque les seuils de 50 % du salaire moyen et de 60 % du salaire médian mais sans aucune contrainte.

20. Il s'agit d'une évolution fondamentale par rapport à la position européenne lors de la grande récession de 2008 puis des crises de dette souveraine où la Commission européenne encourageait le gel des salaires minimums dans les pays du sud de l'Europe, voire des baisses comme en Grèce.

### Un objectif à 2/3 du salaire médian au Royaume-Uni

Au Royaume-Uni, l'évolution du salaire minimum est fonction d'objectifs politiques de moyen terme fixés par le gouvernement et mis en œuvre par une commission indépendante (*Low Pay Commission*, LPC)<sup>21</sup>. En 2015, le gouvernement avait fixé une cible de salaire minimum à 60 % du salaire médian devant être atteinte en 2020, sous la condition d'une croissance économique soutenue. Ce seuil a été révisé à la hausse en 2019 avec désormais un objectif de 2/3 du salaire médian d'ici 2024. Ces cibles découlent de la réforme du salaire minimum, consécutive à la remise du rapport d'évaluation de la commission Bain en 2014<sup>22</sup>. Un nouveau salaire minimum a été mis en place, désormais appelé *National Living Wage* (NLW) pour les jeunes de 23 ans et plus. Le terme de *Minimum Wage* (MW) est réservé aux jeunes de 21 et 22 ans<sup>23</sup>. La commission émet chaque année une recommandation en octobre, acceptée à de rares exceptions près par le gouvernement puis appliquée en avril de l'année suivante, qui marque le début de l'année fiscale britannique.

Dans ses dernières recommandations émises en octobre 2022, la LPC a proposé une augmentation de 9,7 % du NLW au 1<sup>er</sup> avril 2023, ce qui est conforme à l'objectif d'atteindre les 2/3 du salaire médian en 2024<sup>24</sup>. La LPC estime qu'une augmentation de 6,3 % sera alors nécessaire en 2024. La hausse plus élevée en 2023 qu'en 2024 se justifie par le contexte économique et une situation du marché du travail qui devrait être moins bonne d'ici fin 2023. La LPC a souligné que son objectif était une augmentation en termes réels du NLW en 2023 et que sa hausse était en conséquence basée sur une prévision d'inflation inférieure à 9,7 %.

### Une décision politique d'un niveau de 12 euros de l'heure en Allemagne

Le niveau du salaire minimum allemand est décidé tous les deux ans par une commission indépendante (composée de partenaires sociaux)<sup>25</sup> qui doit se baser sur les évolutions des salaires négociés dans le cadre des conventions collectives. Ainsi, entre 2015 et 2020, la commission (*Mindestlohn Kommission*) a augmenté le salaire minimum de 10 % (soit 2 % en moyenne par an), pour atteindre 9,35 euros de l'heure<sup>26</sup>. Mais, partant d'un faible niveau lors de son introduction en 2015 après l'accord de coalition

21. La commission, composée de 9 membres, représentant les employeurs, les salariés et des experts indépendants, doit décider chaque année de l'évolution pour parvenir à terme au seuil fixé par le gouvernement. Les décisions ont toujours été prises à l'unanimité depuis la création du salaire minimum. Pour plus de détails, voir : « Au Royaume-Uni, du National Minimum Wage au National Living Wage », J. Freyssinet, *La Revue de l'IREs*, n°100, 2020/1.

22. Pour mémoire, le salaire minimum a été introduit en 1999 au Royaume-Uni.

23. La LPC a aussi pour mandat de rapprocher les niveaux du salaire minimum des 21 ans et plus vers celui des 23 ans et plus d'ici 2024, ce qui explique la revalorisation plus forte du premier. Des salaires minimums inférieurs persisteraient pour les moins de 21 ans et les apprentis.

24. Pour plus de détails sur les recommandations pour 2023, voir la lettre du 24 octobre 2022 de la *Low Pay Commission*.

25. Le mandat de la commission précise qu'elle doit évaluer le salaire minimum le plus adapté pour protéger les salariés tout en assurant des conditions de concurrence équitable et en ne mettant pas en danger l'emploi.

SPD-CDU de novembre 2013 (8,5 euros brut horaire), la commission a décidé à l'unanimité en juin 2020 de déroger à la méthode habituelle de revalorisation du salaire minimum comme son règlement l'y autorise et ainsi répondre aux critiques sur son trop bas niveau pour vivre décemment (notamment en comparaison avec les autres pays européens). Elle s'est prononcée pour une progression de 11,8 % sur 2 ans en 4 étapes : 1,6 % en janvier 2021, 1,1 % en juillet 2021, puis 2 augmentations importantes en janvier puis juillet 2022 (respectivement 2,3 % et 6,4 %) pour améliorer la situation des salariés. Au 1<sup>er</sup> juillet 2022, le salaire minimum horaire était de 10,45 euros.

À la suite des élections fédérales allemandes, l'accord de coalition signé fin 2021 entre les socialistes, les Verts et les libéraux a entériné la revalorisation du salaire minimum à 12 euros bruts au 1<sup>er</sup> octobre 2022 (soit une augmentation de près de 15 % par rapport à juillet 2022). Cette augmentation devait permettre de porter le salaire minimum à environ 60 % du salaire médian. Il s'agit d'une décision strictement politique, en dehors du cadre habituel de fixation du salaire minimum par la commission. Ceci a conduit le gouvernement à reporter d'un an la décision de la Commission qui devait intervenir avant fin juin 2022. Lors de sa réunion du 26 juin 2023, la Commission a décidé à la majorité des voix mais sans le soutien des salariés d'un nouveau niveau de salaire minimum pour les 2 prochaines années : 12,41 euros au 1<sup>er</sup> janvier 2024 et 12,82 euros au 1<sup>er</sup> janvier 2025 (respectivement des augmentations annuelles de 3,4 % puis 3,3 %). Cette décision n'a pas été prise à l'unanimité, mais à une simple majorité, car les représentants des salariés auraient souhaité une augmentation plus importante (13,5 euros).

### Un objectif à 60 % du salaire moyen net en Espagne

En Espagne, la forte revalorisation des dernières années est d'abord liée au 1<sup>er</sup> gouvernement Sanchez au pouvoir depuis juin 2018 qui avait décidé d'une augmentation de 22 % en 2019, le salaire minimum passant de 735,90 euros à 900 euros sur 14 paiements par an<sup>27</sup>. Puis le programme de coalition entre le PSOE et Unidas Podemos de décembre 2019 a entériné l'objectif de 60 % du salaire moyen en 2023 (comme le stipule la charte sociale européenne<sup>28</sup>) ainsi que la création d'une commission consultative (*Comision Asesora para el Analisis del Salario Minimo Interprofesional*,

26. Pour plus de détails sur le contexte de l'introduction du salaire minimum en Allemagne, le fonctionnement de la commission, les deux premières décisions de 2016 et 2018, et le débat existant depuis plusieurs années sur un montant de 12 euros du salaire minimum, voir : « La loi sur le salaire minimum en Allemagne : un bilan globalement positif, des enjeux d'application majeurs », Chagny O. et S. Le Bayon, *La Revue de l'IREs*, n°100, 2020.

27. En Espagne, le salaire minimum n'est pas fixé au niveau horaire mais de façon mensuelle et en considérant 14 paiements pour une personne travaillant à temps plein. Il est ensuite converti au niveau horaire en considérant 12 mois puis le nombre d'heures travaillées par mois.

28. Dans son article 4, elle reconnaît le droit des travailleurs à un salaire suffisant pour assurer un niveau de vie décent pour lui-même et sa famille. Or, en 2017, le salaire minimum était équivalent à 33,9 % du salaire moyen en Espagne, selon les données de l'OCDE.

CAASMI) en janvier 2021<sup>29</sup>. Le gouvernement a immédiatement augmenté le salaire minimum de 5,5 % en 2020 après concertation avec les partenaires sociaux. Cette nouvelle commission a été chargée d'estimer le montant équivalent à 60 % du salaire moyen net et de proposer une fourchette d'augmentation à chaque consultation par le gouvernement afin de définir une trajectoire compatible avec le niveau à atteindre en 2023. C'est *in fine* au gouvernement de trancher après consultation des partenaires sociaux. Dans son premier rapport de juin 2021, la commission proposait une augmentation comprise entre 6,4 et 10,4 % d'ici 2023 ; avec une hausse comprise entre 1,3 et 2 % en 2021, de 2,5 à 4,1 % en 2022 et de 2,5 à 4 % en 2023. Finalement, l'augmentation a été de 1,6 % au 1<sup>er</sup> septembre 2021, puis de 3,6 % au 1<sup>er</sup> janvier 2022. À la suite du deuxième rapport rendu en décembre 2022, l'évolution proposée pour le salaire minimum était comprise entre 4,6 % et 8,2 %<sup>30</sup>. Le gouvernement a décidé d'une revalorisation de 8 % au 1<sup>er</sup> janvier 2023, proche de la fourchette haute de la commission<sup>31</sup>.

---

### 1.5. Les dynamiques salariales en zone euro et aux États-Unis pendant la période Covid

Si l'on compare les États-Unis et la zone euro, le choc initial de la crise du Covid a produit des divergences similaires au sein des deux économies entre estimations des comptes nationaux et indices à composition fixe (en prenant ici l'index des salaires négociés de la BCE pour la zone euro). La croissance des salaires a été supérieure aux États-Unis depuis 2021 ; on observe néanmoins, au cours des derniers trimestres, une stabilisation, voire un début de ralentissement de la progression des salaires américains (à mesure que s'estompent les politiques de relance budgétaire et que la demande diminue sous l'influence du resserrement monétaire) tandis que les hausses sont de plus en plus fortes en zone euro. La comparaison de l'index des salaires négociés de la BCE avec l'ECI, afin de limiter l'influence du choc Covid sur les mesures, suggère que les salaires en Europe ont augmenté de manière généralisée à partir de la fin 2021, d'environ 2 % à 4 % : d'abord sous l'effet de la reprise de l'activité après la levée des

---

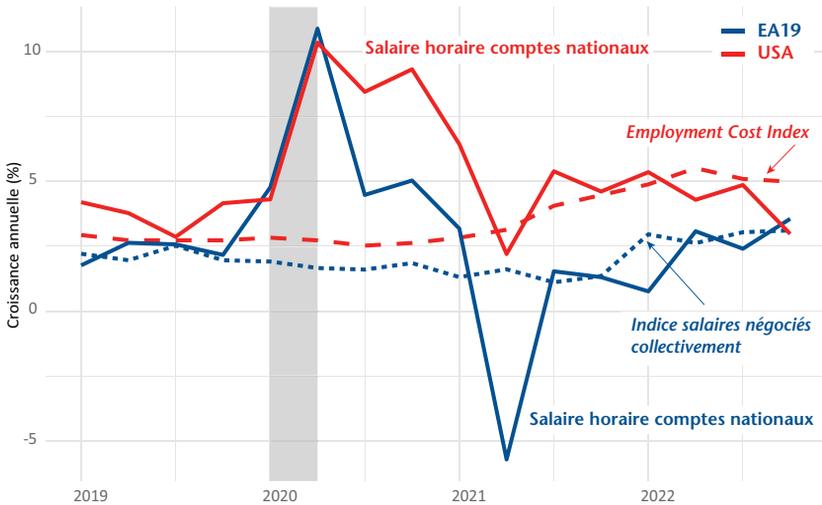
29. La commission est composée de 4 représentants des organisations syndicales et patronales, de 7 universitaires et de 3 personnes des ministères du Travail, des Finances et des Affaires économiques.

30. Pour une inflation moyenne de 8,4 % en 2022.

31. Pour plus de détails sur l'évolution du salaire minimum en Espagne, le nombre de salariés concernés et l'impact sur l'emploi et la pauvreté, voir : « Le salaire minimum en Espagne : objectif atteint », C. Riffart, *Blog de l'OFCE*, 13 février 2023.

restrictions Covid et ensuite en réaction aux chocs inflationnistes de 2022, tandis qu'aux États-Unis l'accélération a démarré dès le début de l'année 2021 et se maintient autour de 5 % en 2022. Ainsi, sur l'ensemble de la période 2019-2022, le niveau du salaire aux États-Unis a globalement plus progressé que dans la zone euro (graphique 7).

Graphique 7. Dynamiques salariales (2019-2023) aux États-Unis et dans la zone euro



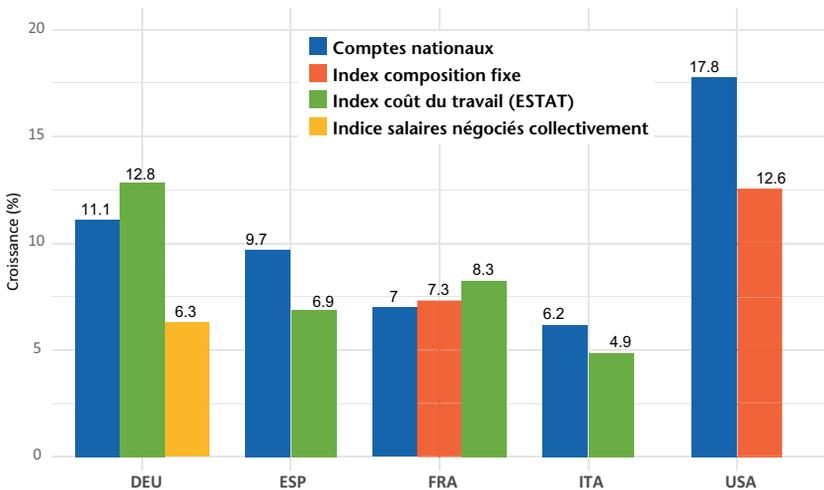
Bureau of Labor Statistics, Eurostat, BCE, NBER, calculs OFCE.

Note: Les salaires issus des comptes nationaux se réfèrent à l'économie marchande non-agricole (NACE B-N) pour la zone euro et les États-Unis (Non-farm Business). L'Employment Cost Index ici est celui pour les employés du secteur privé (Private industry). En gris : récession identifiée par le National Bureau of Economic Research.

En examinant la croissance cumulée des salaires depuis la fin 2019, les écarts entre les différents indicateurs apparaissent relativement faibles pour les pays européens. La dispersion de la mesure des taux de croissance est particulièrement faible pour les indicateurs français, reflétant la nature transitoire des divergences entre les mesures de salaires qui étaient apparues durant la pandémie. En revanche, pour l'Allemagne et les États-Unis, la croissance des salaires diffère sensiblement selon la mesure, avec des écarts respectifs d'environ 4,5 et 7,4 points de pourcentage. L'ampleur de l'écart pour les États-Unis suggère que la progression des salaires américains depuis 2019 est en partie liée à des évolutions dans la composition des effectifs salariés. Les indicateurs allemands suggèrent une certaine hétérogénéité des dynamiques salariales, avec notamment des augmentations relativement modérées pour les salaires négociés ; rappelons cependant que dans ce

cas les différences de champ rendent la comparaison plus difficile à interpréter. Dans les cas américains et européens, les augmentations de salaires depuis 2019 marquent clairement une rupture avec la dynamique salariale des années 2010 : pour les États-Unis, la croissance annuelle moyenne des salaires de 2010 à 2019 était de 2,6 % en se basant sur les comptes nationaux (2,2 % d'après l'ECI), contre 4,1 % (4,6%) sur 2020-2022 (graphique 8). Au sein de la zone euro, la croissance annuelle moyenne est passée 1,7 % à 0,8 %.

Graphique 8. La progression des indicateurs de salaires dans les différents pays entre 2019 et 2023



Bundesbank, Bureau of Labor Statistics, Eurostat, INSEE, calculs OFCE.

Note : Les données des comptes nationaux portent sur l'économie marchande non-agricole (secteurs B-N pour la zone euro, Non-Farm Businesses pour les États-Unis). Les index à composition fixe sont l'indice des SMB (France) et l'ECI (États-Unis). Taux de croissance entre le dernier trimestre de 2019 et celui de 2022.

## 2. Les salaires ont-ils suivi l'inflation ?

Le salaire est une composante essentielle du revenu disponible des ménages et donc de leur pouvoir d'achat. Quel que soit l'indicateur retenu, les salaires ont en moyenne progressé plus rapidement depuis 2020 et plus particulièrement à partir de 2021. L'augmentation des prix de l'énergie a poussé l'inflation mondiale à la hausse, ce qui a donc aussi contribué à la hausse des salaires<sup>32</sup>. Les augmentations de salaire ont-elles permis aux salariés de préserver leur pouvoir d'achat ?

## 2.1. Le pouvoir d'achat du salaire en berne

Nous analysons ici la corrélation entre la dynamique des salaires et l'inflation dans les pays de l'Union européenne, le Royaume-Uni et les États-Unis depuis la fin de l'année 2019<sup>33</sup>. Il ressort que dans la majorité des pays, la progression des salaires n'a pas totalement compensé l'augmentation des prix, à l'exception de la Bulgarie, la Hongrie, la Slovaquie, l'Estonie, la Slovénie, le Portugal, le Luxembourg et les États-Unis (graphique 9). Il en résulte donc pour ces derniers pays une amélioration du salaire réel. Pour les autres pays le pouvoir d'achat du salaire a au contraire diminué<sup>34</sup>.

L'évolution des salaires depuis la fin de l'année 2019 pourrait cependant ne pas refléter la capacité des salariés à préserver leur pouvoir d'achat dans un contexte inflationniste. En effet, les données de comptabilité nationale suggèrent déjà des augmentations de salaire en 2020, année au cours de laquelle l'inflation était pourtant modérée. Par ailleurs, comme suggéré auparavant, la mesure des salaires pour l'année 2020 pourrait masquer des biais de mesures en raison des mécanismes d'activité partielle<sup>35</sup>. C'est le cas notamment aux États-Unis où l'évolution du salaire réel au cours du premier semestre résulte d'un effet de structure lié à la concentration des pertes d'emplois dans les services exposés (hôtellerie, restauration, services de loisirs et commerce de détail) où les salaires sont généralement plus faibles ; la dynamique des salaires en 2020 reflète cet effet de composition<sup>36</sup>. En limitant l'analyse à 2022, il ressort que la corrélation entre le taux de croissance des salaires et l'inflation est positive de telle sorte que les pays où l'inflation a été la plus forte sont également ceux où les salaires ont le plus augmenté (graphique 10).

32. Pour autant, des écarts importants existent entre pays qui s'expliquent à la fois par la part des produits énergétiques dans la consommation mais également par les éventuelles mesures de contrôle ou de blocage des prix qui ont été mises en place. Par ailleurs, le mouvement de hausse a été plus précoce aux États-Unis que dans les pays européens.

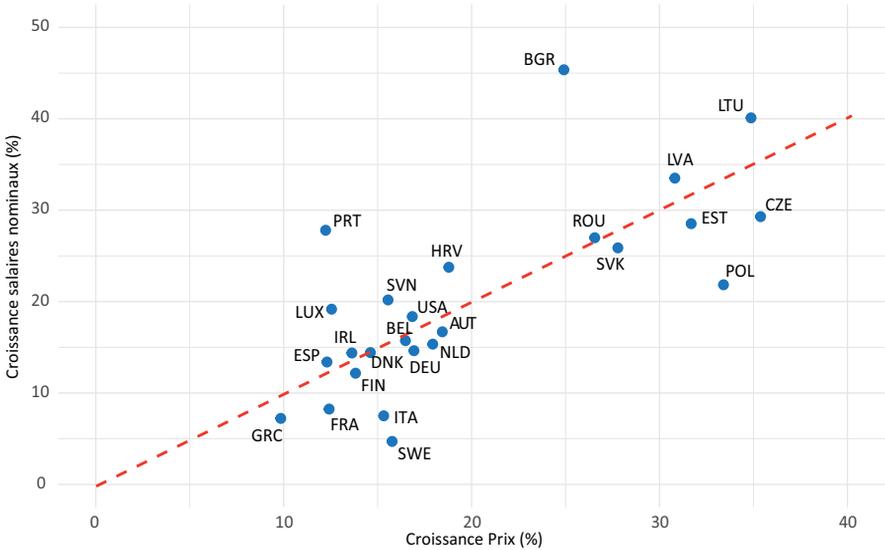
33. L'inflation est ici mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé pour les pays de l'Union européenne. Pour le Royaume-Uni et les États-Unis, il s'agit de l'indice des prix.

34. Le Graphique A2 en Annexe illustre ces gains ou pertes de salaire réel.

35. Voir aussi Bodnár *et al.* (2022).

36. En effet, les pertes d'emplois au cours du premier semestre ont été concentrées dans les services exposés (hôtellerie, restauration, services de loisirs et commerce de détail) où les salaires sont généralement plus faibles.

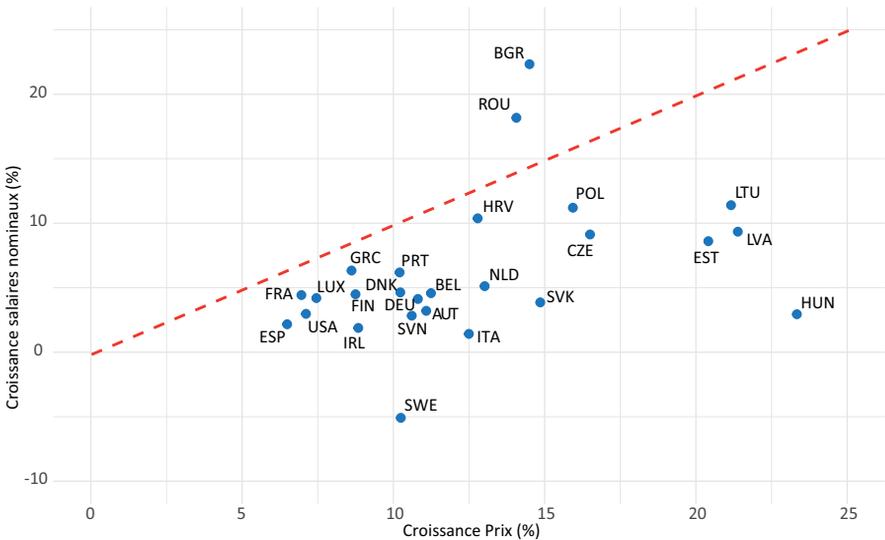
Graphique 9. Évolution des prix et des salaires nominaux depuis fin 2019



Eurostat ; Bureau of Labor Statistics, calculs OFCE.

Note : les prix sont mesurés par l'IPCH pour les pays de l'UE, et l'IPC pour les États-Unis. Les salaires nominaux sont mesurés par la rémunération horaire (comptes nationaux), pour l'ensemble de l'économie marchande non-agricole.

Graphique 10. Évolution des prix et des salaires en 2022



Eurostat, Bureau of Labor Statistics.

Note : la droite en pointillés indique quels pays ont vu les salaires croître plus (points au-dessus) ou moins (points en-dessous) que les prix, en comparant les valeurs respectives pour les derniers trimestres 2021 et 2022.

Cette analyse ne renseigne qu'imparfaitement sur le niveau d'indexation des salaires dans la mesure où il s'agit d'une corrélation de court terme. Le rattrapage des salaires sur l'inflation pourrait effectivement être progressif, ce qui ne peut s'appréhender qu'à partir d'une estimation sur une période prolongée. Ainsi, les pertes de salaires réels observées dans de nombreux pays en 2022 pourraient être compensées par des gains en 2023 (ce que pourrait suggérer en partie l'évolution des salaires négociés dans certains pays). Par ailleurs, la capacité à absorber le choc de pouvoir d'achat dépend de la pérennité de la hausse des revenus salariaux. En effet, une hausse du traitement de base n'a pas la même incidence qu'une prime exceptionnelle accordée aux salariés. Dans le premier cas, le niveau du salaire augmente de façon permanente, ce qui permet de compenser une hausse permanente du niveau général des prix alors que le versement d'une prime ponctuelle n'a qu'un effet transitoire sur le revenu. L'expérience récente montre que les périodes de baisse de prix sont rares ce qui se traduit par une hausse durable du niveau général des prix<sup>37</sup>. Dans ces conditions, la prime n'amortit la baisse de pouvoir d'achat qu'à court terme et les salariés risquent de subir une perte de pouvoir d'achat. L'évolution du SMB (salaire moyen de base) et du SMPT (salaire moyen par tête) peut partiellement rendre compte des facteurs transitoires et permanents qui affectent le revenu. Ainsi, en France le SMPT a progressé de 4,9 % en 2022 contre 2,8 % pour le SMB. En 2021, l'écart entre les deux indicateurs était de près de 4 points avec une augmentation plus forte du SMPT. Le SMPT inclut cependant les heures supplémentaires ou les effets liés au chômage partiel, ce qui ne permet donc pas d'isoler les primes de nature exceptionnelle qui auraient pu être octroyées aux salariés pour compenser l'inflation. Les données issues de l'enquête de l'URSAAF sur les primes exceptionnelles du secteur privé suggèrent cependant que la part des établissements ayant distribué une prime exceptionnelle de pouvoir d'achat (prime PEPA) est passée de 17,6 à 25,1 % en 2022 et que la prime moyenne versée a augmenté de 42 % entre 2021 et 2022.

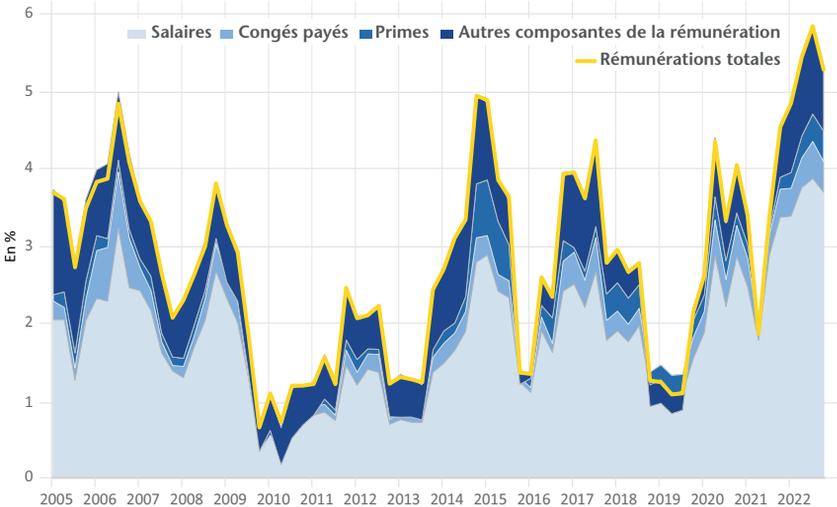
Pour les États-Unis, une enquête du BLS (*Employer Costs for Employee Compensation*) décompose les différents éléments du revenu, ce qui permet explicitement de distinguer les éléments additionnels de rémunération incluant les bonus non liés à la productivité<sup>38</sup>. Il apparaît

---

37. Certaines composantes très volatiles peuvent parfois afficher une baisse des prix mais sur l'ensemble des biens et services de l'indice, cette situation est exceptionnelle.

qu'en 2022, ces bonus ont augmenté de 12,6 %, soit une progression plus forte que celle de l'inflation (8 % pour l'indice des prix à la consommation). Quant aux salaires « de base », ils ont progressé de 5,3 %. Néanmoins, bien que l'écart soit important, la contribution des bonus à l'augmentation de l'ensemble des salaires reste modérée : à peine 0,3 point. Sur l'ensemble de l'année, ces bonus ne représentent en effet que 5 % des rémunérations perçues par les salariés. Par ailleurs, la dynamique sur une période plus longue de ces facteurs additionnels de rémunération suggère que l'augmentation de 2022 n'a pas vraiment de caractère exceptionnel (graphique 11). On note par exemple que malgré un contexte nettement moins inflationniste en 2014-2015, la part des rémunérations supplémentaires était plus importante si bien qu'il serait hâtif de conclure que cet élément de la rémunération est corrélé avec l'inflation.

Graphique 11. Principales composantes de la rémunération des salariés américaines



Bureau of Labor Statistics (*Employer Costs for Employee Compensation*).

Les autres composantes du revenu incluent les prestations d'assurance et de retraites versées par l'employeur.

38. Il s'agit de l'enquête sur les salaires « Employer Costs for Employee Compensation » menée auprès de 7 000 établissements privés et 1 400 employeurs publics (États ou collectivités locales).

## 2.2. L'évolution du salaire minimum dans un contexte inflationniste

Dans le contexte inflationniste actuel, la revalorisation du salaire minimum est un enjeu important pour la sauvegarde du pouvoir d'achat des salariés les plus fragiles. En effet, les fortes augmentations des prix de l'énergie et des prix alimentaires touchent particulièrement les ménages à faible revenu, puisque ces produits représentent une part relativement plus importante de leur consommation que pour les autres ménages<sup>39</sup>. En décembre 2022, l'OCDE soulignait d'ailleurs l'importance d'un ajustement régulier du salaire minimum. Si l'on se concentre sur la période récente caractérisée par une forte inflation, la progression du salaire minimum en Allemagne et au Royaume-Uni a été plus forte que l'inflation quand bien même les revalorisations n'y sont pas indexées (graphique 12). L'effet « coup de pouce » et la volonté d'atteindre une cible de salaire minimum ont donc été efficaces au cours de ces deux dernières années pour améliorer le pouvoir d'achat des salariés rémunérés au salaire minimum. En revanche, les revalorisations politiques en Espagne n'ont pas évité une perte de pouvoir d'achat du salaire minimum. Quant à la France, les mécanismes d'indexation au 1<sup>er</sup> janvier et infra-annuel ont tout juste permis de maintenir le pouvoir d'achat du salaire minimum<sup>40</sup> malgré une augmentation de 12 % sur 2 ans (+1,1 % en janvier 2021, +2,2 % en octobre 2021, +0,9 % en janvier 2022, +2,6 % au 1<sup>er</sup> mai 2022, + 2 % au 1<sup>er</sup> août 2022, + 1,8 % en janvier 2023, +2,2 % en mai 2023).

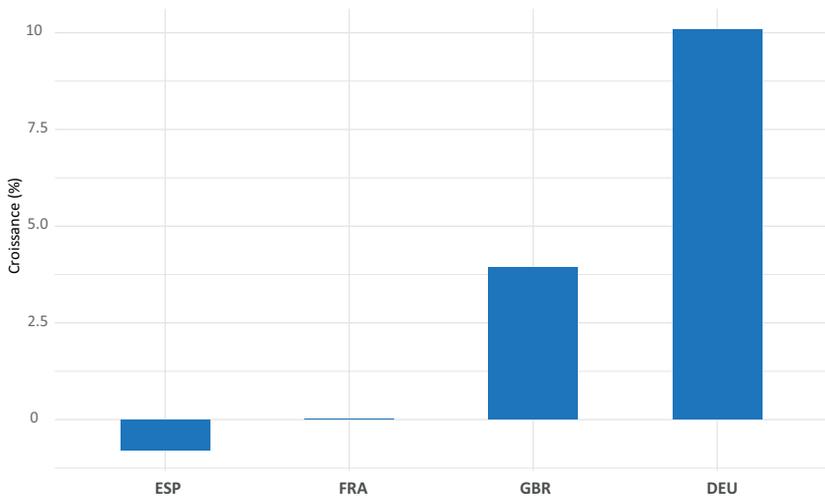
À l'exception de la France, aucun des trois pays étudiés ici ne prend explicitement en compte le taux d'inflation pour revaloriser le salaire minimum. Au Royaume-Uni, comme indiqué précédemment (encadré), la *Low Pay Commission* a tenu compte implicitement des prévisions d'inflation pour 2023 lors de sa dernière décision rendue en octobre 2022. En Espagne, la progression des prix n'intervient que de

39. Voir l'encadré 4 du *Bulletin économique de la BCE*, n°3/2022 et l'article 1 graphique 6 de ce même bulletin, ainsi que le *Blog de l'OFCE* : « Inflation en Europe : les conséquences sociales de la guerre en Ukraine » par G. Allègre, F. Geerolf et X. Timbeau.

40. Chaque année, le SMIC augmente mécaniquement au 1<sup>er</sup> janvier en fonction de l'évolution de l'indice des prix à la consommation hors tabac mesurée pour les 20 % de ménages avec les revenus les plus faibles et de la moitié du gain de pouvoir d'achat du salaire horaire de base ouvrier et employé (SHBOE). Si l'une de ces deux grandeurs évolue négativement, cela n'est pas pris en compte pour le calcul du salaire minimum. Par ailleurs, une revalorisation infra-annuelle est prévue par la loi quand l'inflation est élevée : elle est liée à un seuil qui correspond à l'indice des prix à la consommation hors tabac du 1<sup>er</sup> quintile ayant servi à la revalorisation du 1<sup>er</sup> janvier (généralement celui de novembre de l'année précédente, publié mi-décembre par l'INSEE), augmenté de 2 % et arrondi à la seconde décimale. Pour plus de détails sur ces calculs d'indexation du SMIC au 1<sup>er</sup> janvier de chaque année et de façon infra-annuelle, voir : « [Salaire minimum interprofessionnel de croissance. Rapport du groupe d'experts](#) », 28 novembre 2022, p. 22 et 23.

manière indirecte, au travers de la cible de salaire moyen net (qui augmente plus rapidement en période inflationniste). La commission a néanmoins récemment préconisé, indépendamment de l'augmentation de janvier 2023, une révision à la hausse du salaire minimum après 6 mois, comme le permet le statut des travailleurs (*Estatuto de los Trabajadores*) si l'inflation restait élevée (article 27). La ministre du Travail avait approuvé cette recommandation. Cette revalorisation infra-annuelle n'est désormais plus d'actualité étant donné le net ralentissement de l'inflation en Espagne. En Allemagne, comme la commission s'oriente en général sur les salaires négociés, l'inflation a un impact très retardé sur l'évolution du salaire minimum (en dehors des décisions exceptionnelles de rattrapage depuis 2020). D'une part, les salaires négociés sont eux-mêmes influencés par l'inflation avec beaucoup de retard (ainsi les conventions collectives signées en 2022 avaient une durée moyenne de 2 ans<sup>41</sup>) ; d'autre part, la commission ne se réunissant que tous les 2 ans, l'effet de l'inflation est d'autant plus décalé dans le temps.

Graphique 12. Évolution du pouvoir d'achat du salaire minimum depuis la fin 2020\*



WSI, sources nationales.

\* Pour la France et l'Espagne, le dernier point observé de l'IPC est mai 2023 contre avril 2023 pour l'Allemagne et le Royaume-Uni.

41. Pour plus d'informations sur les conventions collectives signées en 2022, voir : « [Tarifpolitischer Jahresbericht 2022](#) », Schulten Thorsten, *Berichte zur Tarifpolitik*, mars 2023.

### 3. Salaires et tensions sur le marché du travail

#### 3.1. Mesurer l'offre et la demande de travail

Les analyses macroéconomiques ou microéconomiques supposent l'existence d'une relation étroite entre l'état du marché du travail et les dynamiques salariales, qui à leur tour jouent un rôle crucial dans l'évolution de l'inflation sous-jacente. Un marché du travail plus tendu donne davantage de pouvoir de négociation aux employés, ce qui leur permet d'obtenir des augmentations de salaires plus élevées ; la hausse du coût du travail se répercute ensuite sur les prix de l'ensemble des biens et services produits. À travers la courbe de Phillips ou un modèle WS (Wage-setting), le marché du travail joue un rôle central pour la dynamique des salaires<sup>42</sup>. L'analyse de la conjoncture nécessite donc de disposer de mesures de cet état du marché du travail. Traditionnellement, le taux de chômage, ou son écart à un taux « naturel » estimé, a servi d'indicateur de référence ; cependant l'atténuation apparente des relations entre taux de chômage et inflation (ou « aplatissement » des courbes de Phillips) durant les années 2010 a nourri un intérêt pour le développement d'indicateurs alternatifs<sup>43</sup>. Étant inobservable, le taux de chômage naturel doit être estimé en s'appuyant nécessairement sur des hypothèses et reste donc tributaire de leurs limites. Une manière d'enrichir l'analyse de l'équilibre entre offre et demande de travail a consisté à étendre le concept de chômage pour créer un indicateur qui rende mieux compte de l'offre de travail potentielle. Cette mesure élargie tient compte des personnes en périphérie du marché du travail, au sens où leur participation à la population active réagit aux fluctuations conjoncturelles<sup>44</sup>. Le *Bureau of Labor Statistics* (taux 'U-6') et les instituts européens (indicateurs Eurostat de 'slack') produisent des

42. La courbe de Phillips établit notamment une relation entre le cycle économique et l'inflation tandis que le modèle WS suppose que ce lien se fait entre le cycle économique et le niveau du salaire. Néanmoins, les facteurs de demande ne sont pas les seuls qui influencent l'inflation. Dans le cadre d'un modèle à la Gordon (1982), l'inflation dépend également des anticipations d'inflation et de facteurs exogènes, influençant les coûts de production tels que les prix des biens importés ou de l'énergie.

43. En particulier aux États-Unis, où le taux de chômage avait atteint des niveaux historiquement bas durant les années précédant la pandémie sans que l'inflation ne s'écarte de la cible de 2%.

44. La définition internationalement acceptée d'une personne au chômage est celle du Bureau International du Travail, à savoir une personne satisfaisant tous les critères suivants : âgée d'au moins 15 ans, disponible pour commencer un emploi d'ici les deux prochaines semaines, ayant fait des démarches 'actives' pour trouver un emploi au cours des quatre dernières semaines ou ayant trouvé un emploi débutant d'ici trois mois. En France, par exemple, le statut d'inscrit à Pôle Emploi ne constitue pas une démarche active selon l'INSEE : être inscrit ne suffit donc pas pour être classifié comme étant au chômage au sens du BIT.

mesures incluant non seulement les chômeurs au sens du Bureau International du Travail, mais aussi les individus pouvant ou souhaitant trouver un emploi, mais n'étant actuellement pas en recherche active, et ceux occupant un poste à temps partiel et souhaitant travailler davantage d'heures. En termes d'analyse macroéconomique conjoncturelle, par rapport aux taux de chômage au sens du BIT, l'apport de ces mesures du sous-emploi est surtout d'affiner l'évaluation de l'écart au plein-emploi.

Au-delà de la seule offre potentielle de travail, le ratio entre le nombre d'emplois vacants et le taux de chômage constitue un indicateur construit en combinant une mesure de la demande de travail (emplois vacants) et une mesure de l'offre (chômage)<sup>45</sup>. Les taux de vacance et de chômage sont tous les deux régis par le cycle de l'activité, dans des directions opposées. Un ratio V/U plus élevé correspond à un marché du travail plus tendu et donc propice à une augmentation des salaires<sup>46</sup>. Ce ratio a notamment été scruté de près au cours des débats récents sur le dynamisme du marché du travail américain, car il signalait que les niveaux de tensions de ce dernier avaient dépassé les records historiques alors que le taux de chômage restait proche de son niveau pré-Covid<sup>47</sup>. Au sein de l'UE, l'enquête menée par la Commission européenne auprès des entreprises permet également d'approximer l'appariement entre l'offre et la demande de travail à travers le pourcentage d'employeurs déclarant que leur production est contrainte par la disponibilité de la main-d'œuvre. Enfin, une autre approche consiste à examiner la part des salariés passés d'un emploi à un autre au cours d'une période : ces mouvements inter-emplois sont interprétés comme des réponses à des offres de contrats plus attractives. De cette manière, la part des employés faisant le choix de changer d'emploi fournit des informations sur les dynamiques salariales : à la fois *via* l'effet direct des mouvements vers des postes mieux payés, et à travers l'effet indirect d'entreprises contraintes de formuler de meilleures offres de salaire pour conserver leurs effectifs<sup>48</sup>. D'un

---

45. Le nombre d'emplois vacants est déterminé à partir d'enquêtes auprès des employeurs (enquête ACEMO en France). Les définitions nationales d'un emploi vacant consistent en un emploi payé nouvellement créé, non-occupé, ou sur le point d'être disponible et pour lequel 1) l'entreprise a engagé des démarches actives pour recruter, 2) l'entreprise a défini un laps de temps maximum durant lequel le poste sera encore à pourvoir.

46. Le ratio « V/U » est d'ailleurs au cœur des modèles d'appariement (*search*) du marché du travail.

47. Voir notamment Dommash et Summers (2022), Blanchard, Dommash, Summers (2022) ou et Figura, Waller (2022), qui argumentent deux points de vue opposés sur le l'état du marché du travail américain et l'augmentation du chômage qui serait nécessaire pour le rééquilibrer.

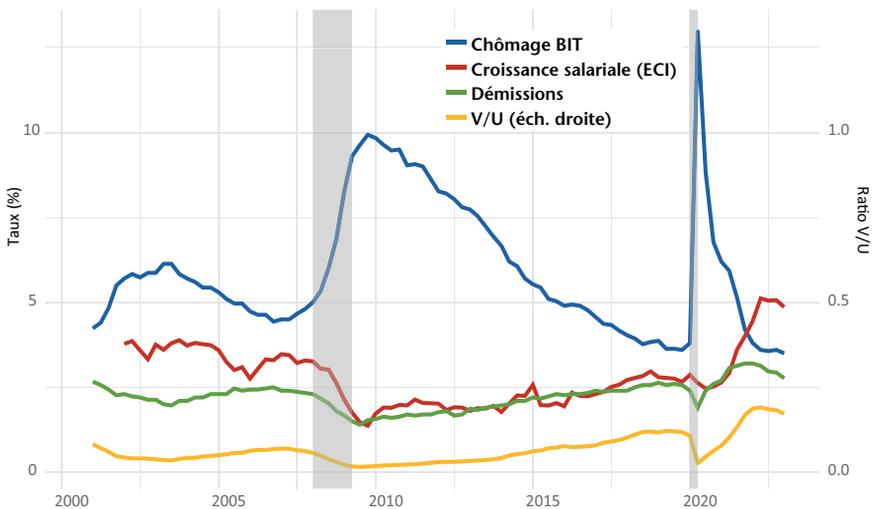
48. Faberman, Justiniano (2015), Moscarini, Postel-Vinay (2016).

point de vue empirique, Barnichon et Shapiro (2022) comparent les contributions de différents indicateurs aux performances prédictives de modèles de la croissance des salaires et de l'inflation sous-jacente : pour les États-Unis, sur la période 2000-2022 le ratio V/U et les changements de postes (approximés par le taux de démissions) permettent de minimiser les erreurs de prévision.

### 3.2. Le marché du travail post-Covid aux États-Unis et en zone euro

La comparaison des différents indicateurs du marché du travail américain montre que sur la dernière décennie, ceux-ci ont tous suivi le cycle économique. À la suite de la crise financière de 2008-2009, le marché du travail américain s'est graduellement rétabli, et le taux de chômage avait atteint en 2019 un niveau inférieur à son creux d'avant-crise. Néanmoins, la croissance des salaires n'avait pas complètement retrouvé son rythme des années 2000. Le choc initial du Covid a ensuite causé des destructions d'emplois en très grand nombre, poussant le taux de chômage à près de 13 % au deuxième trimestre 2020. Sur l'année 2022, on observe que le taux de chômage s'est tout de même stabilisé à des niveaux proches des dernières années pré-Covid (autour de 3,6 %) ; en revanche le taux de démissions et le ratio de postes vacants au nombre de chômeurs ont dépassé leurs pics précédents.

Graphique 13. Dynamique du marché du travail et des salaires aux États-Unis

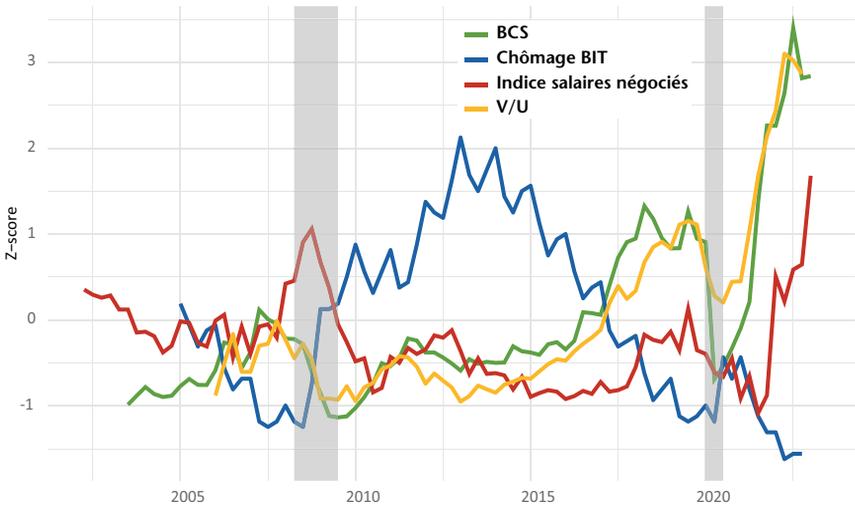


Bureau of Labor Statistics, calculs OFCE.

Note : croissance salariale en glissement annuel (%). Taux de démissions rapporté à l'emploi total, secteur privé uniquement.

L'accélération des salaires en 2021-2022 est davantage cohérente avec l'état du marché du travail américain suggéré par ces deux indicateurs que par le taux de chômage au sens du BIT. Dans le cadre du resserrement monétaire décidé par la Fed en 2022, avec pour objectif de ramener l'inflation à la cible de 2 %, ces différents indicateurs sont également examinés de près afin d'évaluer les effets de la politique monétaire sur le marché du travail : un scénario « optimiste » verrait le ratio V/U revenir vers son niveau d'avant-Covid sans que cela ne se traduise par une hausse significative du chômage (*via* de fortes destructions d'emplois), c'est-à-dire un marché du travail au plein emploi sans être en surrégime<sup>49</sup>.

Graphique 14. Dynamiques du marché du travail et des salaires en zone euro



BCE, Eurostat, Commission Européenne - DG ECFIN, calculs OFCE.

Note : Séries pour la zone euro à 19 États, à l'exception du taux de chômage BIT (20 États). Le ratio V/U est calculé ici à partir des taux de postes vacants (postes vacants en part du total des postes occupés et vacants) et du taux de chômage.

Les enquêtes BCS sont adressées séparément aux entreprises selon leur regroupement sectoriel (industrie, construction, services) ; nous prenons la moyenne pondérée (par la part de valeur ajoutée) des secteurs. En gris : récessions de la zone euro telles que datées par l'Euro Area Business Cycle Network (EABCN).

De même, les indicateurs pour la zone euro mettent en évidence le dynamisme du marché du travail post-Covid. Au premier trimestre 2023, le rapport entre demande et offre de travail était davantage favorable aux employés que dans les années 2000. Un marché du travail

49. Rappelons que selon les estimations des effets de la politique monétaire identifiés, l'impact maximal serait atteint autour d'un an après la décision de la banque centrale. Voir « [Le marché du travail américain résistera-t-il au resserrement monétaire ?](#) » Blog de l'OFCE du 20 avril 2023.

sous tension permet normalement aux salariés d'obtenir des gains de salaires en termes *réels* ; cependant, comme expliqué en deuxième partie de cette étude, l'augmentation des salaires nominaux en Europe a été insuffisante pour compenser la hausse des prix, en particulier à la suite de l'invasion de l'Ukraine, malgré les éventuelles tensions sur le marché du travail. On peut noter que les trois mesures de l'état du marché du travail présentent les mêmes caractéristiques cycliques sur la période récente. Le taux de chômage au sein de la zone euro – au plus bas depuis 1999 – mène au même diagnostic que les autres indicateurs.

#### 4. Conclusion

Le marché du travail a connu d'importantes perturbations au cours de l'année 2020, ce qui pourrait laisser des traces durables sur le marché du travail. Le rebond de l'activité s'est traduit par une baisse du chômage aux États-Unis comme en Europe. Dans le même temps, les taux d'activité, notamment aux États-Unis, sont inférieurs à 2019, ce qui s'est traduit par des difficultés de recrutement. Ces tensions émergent alors que l'économie mondiale a subi un choc sur les prix de l'énergie. Ces deux éléments poussent les salaires à la hausse mais à ce stade, la plupart des salariés européens ont cependant perdu en pouvoir d'achat tandis que la situation globale est plus favorable pour les Américains. Dans ces conditions, l'indexation des salaires sur l'inflation semble pour l'instant incomplète, ce qui devrait limiter le risque d'enclenchement d'une boucle prix-salaire-prix. Néanmoins, les ajustements sont probablement toujours en cours et la diffusion du choc de prix se prolongera en 2023. Les salaires continueront donc à augmenter à un rythme qui dépendra aussi de l'évolution des tensions sur le marché du travail. À cet égard, le ralentissement de l'activité lié au choc énergie et au durcissement de la politique monétaire se traduira par une hausse du chômage et donc une moindre capacité à ajuster les salaires face à l'inflation. L'épisode inflationniste pourrait donc progressivement refluer et pourrait donc se traduire par des pertes de pouvoir d'achat du salaire dans de nombreux pays industrialisés. Par ailleurs, au-delà de l'indexation, se posera également la question du lien entre le salaire réel et la productivité. De ce point de vue, la situation est à nouveau contrastée entre l'Europe et les États-Unis avec une dynamique de productivité globalement plus favorable outre-Atlantique.

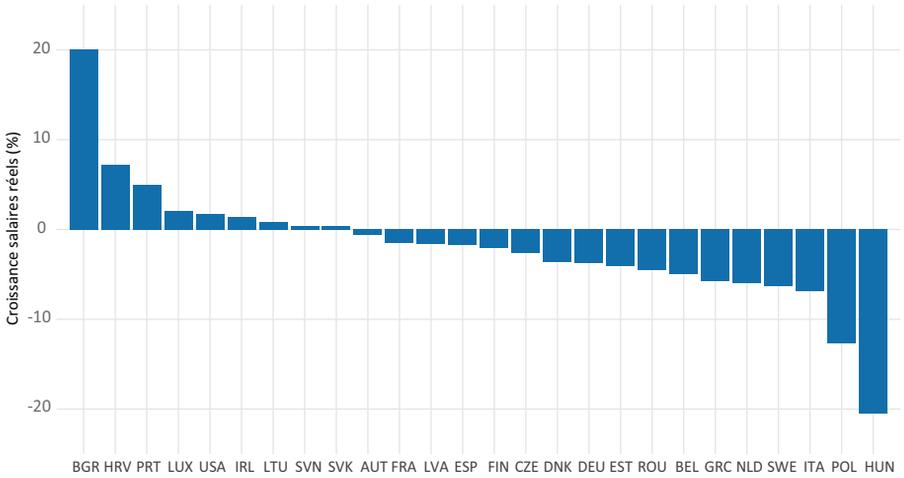
## Références

- Aeberhardt R., P. Givord et C. Marbot, 2016, « Spillover effect of the Minimum Wage in France : An Unconditional Quantile Regression Approach », *Document de travail du CREST*, n° 2016-05.
- Allègre A., F. Geerolf et X. Timbeau, 2022, « Inflation en Europe : les conséquences sociales de la guerre en Ukraine », *Blog de l'OFCE* du 5 juillet.
- Barnichon R. et A. H. Shapiro, 2022, « What's the Best Measure of Economic Slack? », *FRBSF Economic Letter*, n° 4.
- Baudry L., E. Gautier et S. Tarrieu, 2022, « Les négociations de salaires dans le contexte de l'inflation », *Le bulletin de la Banque de France*, n° 245, article 6.
- BCE, 2022, « Evolutions économiques, financières et monétaires récentes », *Bulletin économique*, n° 3/2022. Encadré 4 et article 1 graphique 6.
- Blanchard O., A. Dommash et L. Summers, 2022, « Bad news for the Fed from the Beveridge Space », *Peterson Institute for International Economics Policy Brief*, juillet.
- Blot C., 2023, « Le marché du travail américain résistera-t-il au resserrement monétaire ? », *Blog de l'OFCE* du 20 avril.
- Bodnár K., E. Gonçalves, L. Górnicka et G. Koester, 2022, « Wage developments and their determinants since the start of the pandemic », *ECB Economic Bulletin*, n° 8.
- Bureau of Economic Analysis, 2019, *NIPA Handbook: Concepts and Methods of the U.S. National Income and Product Accounts*, chapitre 10 : « Compensation of Employees ».
- Bureau of Labor Statistics, 2017, *Handbook of Methods: National Compensation Measures*.
- Carcillo S., S. Cazes, A. Garnerio et D. Pacifico, 2022, « Minimum wages in times of rising inflation », *OCDE Policy Brief*, décembre.
- Cette G., V. Chouard et G. Verdugo, 2012, « Les effets des hausses du SMIC sur le salaire moyen », Banque de Espagne, *Document de travail*, n° 366, février.
- Chagny O. et S. Le Bayon, 2020, « La loi sur le salaire minimum en Espagne : un bilan globalement positif, des enjeux d'application majeurs », *Revue de l'IRES*, n° 100.
- DARES, 2012, « Éléments de comparaison entre un indice de salaire horaire de base pour les ouvriers et les employés et un indice de salaire horaire pour l'ensemble des salariés », à partir de l'enquête trimestrielle ACEMO.
- Destatis, 2021, *Index der Tarifverdienste: Methodische Erläuterungen*.
- Destatis, 2022, *National Accounts: ESA 2010 methods and sources for the German GNI and its components*.

- Domash A. et L. H. Summers, 2022, « How tight are US labor markets? », National Bureau of Economic Research, n° w29739.
- Eurostat, 2013, *Handbook on quarterly national accounts*.
- Eurostat, 2022, *Labour Cost Index (LCI): Reference Metadata in Euro SDMX Metadata Structure (ESMS)*.
- Faberman R. J. et A. Justiniano, 2015, « Job switching and wage growth », *Chicago Fed Letter*, n° 337.
- Figura A. et C. Waller, 2022, « What does the Beveridge curve tell us about the likelihood of a soft landing? », *FEDS Notes*, 29 Juillet.
- Freyssinet J., 2020, « Au Royaume-Uni, du National Minimum Wage au National Living Wage », *La Revue de l'IREs*, n° 100.
- Gordon R. J., 1982, « Inflation, flexible exchange rates, and the natural rate of unemployment », in M. N. Baily (ed.), *Workers, Jobs, and Inflation*, Washington: Brookings, pp. 89-158.
- Gould E. et K. DeCourcy, 2023, « Low-wage workers have seen historically fast real wage growth in the pandemic business cycle », Economic Policy Institute, *State of Working America Wages 2022*, 23 mars.
- Groupe d'experts du SMIC, 2022, *Salaire minimum interprofessionnel de croissance*, Rapport du groupe d'experts, 28 novembre, p. 22 et 23.
- INE, 2020, « Quarterly National Accounts of Spain: Main aggregates », Inventory of sources and methods.
- INSEE, 2012, « Méthodologie des Comptes trimestriels », *Insee Méthodes*, n° 126.
- INSEE, 2016, *Méthodologie des Comptes nationaux trimestriels*.
- INSEE, 2023, « Les estimations d'emploi », *Informations Rapides*, n° 62.
- ISTAT, 2015, *I Conti Economici Trimestrali*.
- ISTAT, 2023, *Contractual Wages and Salaries, Q1 2023*.
- Low Pay Commission, 2022, *National Living Wage and National Minimum Wage Rates for 2023*, 24 octobre.
- Ministerio de Empleo y Seguridad Social, *Estadística de Convenios Colectivos de Trabajo (CCT)*. <https://www.mites.gob.es/estadisticas/cct/welcome.htm>
- Moscarini G. et F. Postel-Vinay, 2016, « Wage Posting and Business Cycles », *American Economic Review*, vol. 106, n° 5.
- Riffart C., 2023, « Le salaire minimum en Espagne : objectif atteint », *blog de l'OFCE*, 13 février.
- United Nations, 2009, *System of National Accounts 2008*.

ANNEXE

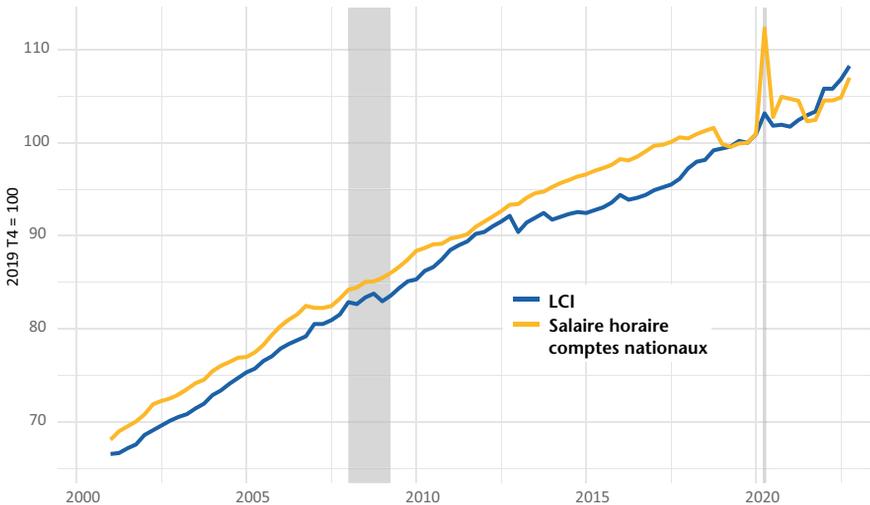
Graphique A1. Évolution du salaire réel aux États-Unis et au sein de l'UE depuis la fin 2019



Bureau of Labor Statistics, Eurostat, calculs OFCE.

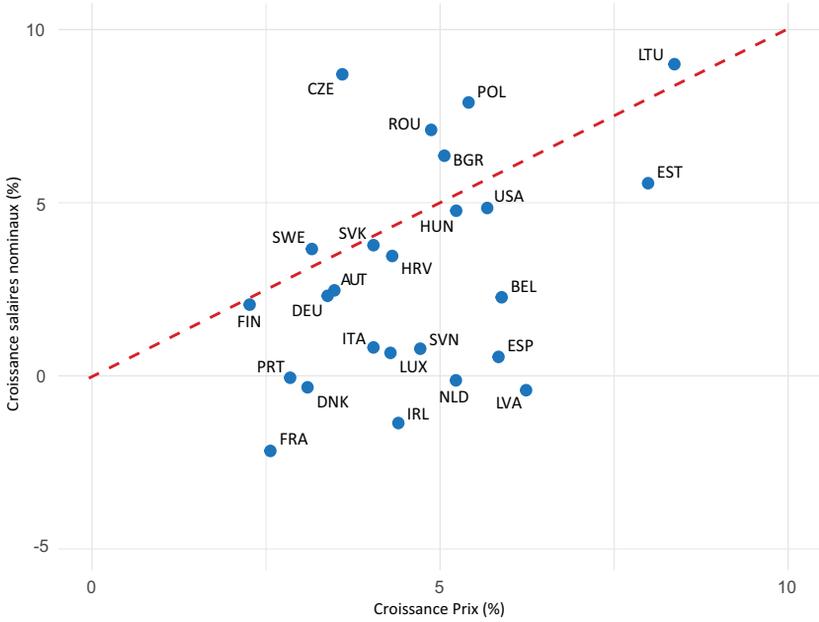
Note : Salaire nominal mesuré par la rémunération horaire (comptes nationaux), pour l'ensemble de l'économie marchande non-agricole (UE: Secteurs B-N; US: Non-farm Business sector). Salaires déflatés par l'IPCH pour les pays de l'UE, et l'IPC pour les États-Unis.

Graphique A2. Évolution des salaires (comptes nationaux) et de l'index du coût du travail



Eurostat, calculs OFCE.

Graphique A3. Évolution des salaires nominaux (comptes nationaux) et des prix, 2021 aux États-Unis et au sein de l'Union européenne



Bureau of Labor Statistics, Eurostat, calculs OFCE.

## Tableaux

### *Monde. Sur l'onde des chocs*

Prévision de croissance mondiale (en %) . . . . .	42
Contribution de l'évolution des prix et des volumes au solde de la balance commerciale au troisième trimestre 2022 par rapport à 2019 . .	76
Chine : résumé des prévisions . . . . .	115
Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et prix des matières premières . . . . .	128
États-Unis : résumé des prévisions . . . . .	129
Zone euro : résumé des prévisions . . . . .	130
Allemagne : résumé des prévisions . . . . .	131
France : résumé des prévisions . . . . .	132
Italie : résumé des prévisions . . . . .	133
Espagne : résumé des prévisions . . . . .	134
Royaume-Uni : résumé des prévisions . . . . .	135
Amérique latine : résumé des prévisions . . . . .	136
Asie : résumé des prévisions de PIB . . . . .	136
Nouveaux États membres de l'Union . . . . .	136
Chine : résumé des prévisions . . . . .	137
Japon : résumé des prévisions . . . . .	137

### *France. Le prix de l'inflation*

Contribution de l'évolution des prix et des volumes au solde de la balance commerciale au T2 2022 par rapport au T4 2021 . . . . .	149
Variation des comptes d'agents entre la fin 2021 et la fin 2022 . . . . .	150
Décomposition de la variation du taux de marge des sociétés non financières . . . . .	152
Inflation et contribution des composantes . . . . .	155
Évaluation de l'effet des différents chocs sur la croissance du PIB 1 . . . . .	58
Compte Emplois-Ressources pour la France . . . . .	159
Revenu, inflation, épargne . . . . .	162
Évolution de l'emploi et du chômage . . . . .	166
Coût budgétaire des mesures non pérennes sur la période 2020-2024 . .	171
évolution des finances publiques . . . . .	172
Résumé des prévisions pour l'économie française . . . . .	174
France. Ressources et emplois en biens et services, aux prix chaînés . . . .	175

Déflateur de la consommation et taux de salaire horaire . . . . .	176
Commerce extérieur et parts de marché . . . . .	176

### *Étude spéciale*

## **Comment expliquer l'évolution de l'emploi salarié depuis la crise Covid ?**

Évolution attendue et observée de l'emploi salarié au cours de la période 2019t4/2022t4 . . . . .	183
Résultats des estimations de l'équation d'emploi . . . . .	194

## Graphiques

### *Monde. Sur l'onde des chocs*

Dynamique du PIB dans les principales économies . . . . .	16
Prix du pétrole et du gaz naturel . . . . .	17
Demande implicite de gaz naturel, T4-2021 et T4-2022 . . . . .	19
Évolution des prix en niveau et en glissement annuel . . . . .	21
Évolution des prix dans la zone euro en niveau et en glissement annuel . . . . .	22
Indices des cours des matières premières alimentaires, en euros constants . . . . .	23
Variation des taux des banques centrales depuis fin 2021 . . . . .	26
Évolution du rendement souverain réel . . . . .	27
Exposition des banques de la zone euro aux créances américaines . . . . .	29
Mesures budgétaires pour limiter l'impact de la hausse des prix de l'énergie . . . . .	33
Évolution des dettes publiques brutes depuis 2007 . . . . .	35
Évolution des salaires nominaux et réels depuis 2019T4 . . . . .	36
Évolution simulée et observée du volume de travail . . . . .	39
Taux d'épargne des ménages . . . . .	40
Sur-épargne des ménages américains . . . . .	47
Tensions sur le marché du travail . . . . .	48
Le resserrement monétaire de 2022 comparé aux précédents cycles . . . . .	50
Indicateurs d'anticipation d'inflation à long terme . . . . .	51
Indice de production industrielle des industries à haute intensité énergétique . . . . .	58
Contribution au revenu disponible des ménages . . . . .	61
Répartition des mesures de soutien aux ménages et entreprises contre l'inflation . . . . .	63

Évolution du PIB depuis le T4 2019 . . . . .	65
Évolution du PIB et des composantes depuis le T4 2019 . . . . .	67
Évolution de la valeur ajoutée marchande et de l'emploi marchand depuis le pic pré-Covid . . . . .	68
Contributions à l'évolution de l'indice de prix à la consommation . . . . .	70
Salaire horaire dans le secteur marchand . . . . .	71
Taux d'investissement . . . . .	72
Contributions à la croissance du PIB . . . . .	73
Part du volume horaire total travaillé réalisé par les salariés (secteur marchand) . . . . .	76
PIB et composantes de la demande depuis 2019 . . . . .	78
Indice des prix à la consommation en niveau . . . . .	80
Productivité horaire . . . . .	85
Contributions semestrielles à la croissance du PIB . . . . .	91
Contribution des composantes à la croissance annuelle du RDB des ménages (en valeur) . . . . .	93
Contribution des composantes au glissement annuel de l'indice des prix à la consommation (IPC) . . . . .	94
Taux d'épargne des ménages chinois . . . . .	113
PIB de l'Asie émergente et d'Amérique latine . . . . .	118
Dette publique, en devises . . . . .	120
Contribution des composantes du PIB à la croissance en glissement annuel à la fin de l'année 2022 . . . . .	144
Niveau de consommation des ménages par type de produits . . . . .	145
Investissement des entreprises non financières et variations de stocks en biens manufacturés . . . . .	146

### *France. Le prix de l'inflation*

Exportations et contributions du commerce extérieur par produit . . . . .	147
Capacité et besoin de financement de l'économie française et balance commerciale . . . . .	148
Enquêtes Insee sur le climat des affaires des entreprises et le climat de confiance des ménages . . . . .	153
Variations du taux de marge par branche . . . . .	154
Enquêtes de conjoncture, mises en chantier et permis de construire . . . . .	160
Contribution à l'IPC totale . . . . .	161
Taux d'épargne des ménages et « épargne-Covid » accumulée . . . . .	163
Cycles de productivité horaire et par salarié– branches marchandes . . . . .	165
Comment expliquer l'évolution de l'emploi salarié en France depuis 2019 ? . . . . .	168
Hausse du nombre de salariés en France entre fin 2019 et fin 2022 ... . .	184

Durée du travail des salariés dans le secteur marchand non agricole . . . . .	185
Nombre de nouveaux contrats d'apprentissage signés . . . . .	185
Défaillances d'entreprises . . . . .	186

### *Études spéciales*

#### **Comment expliquer l'évolution de l'emploi salarié depuis la crise Covid ?**

Rapport DES défaillances d'entreprises sur LA Valeur Ajoutée et sa tendance dans l'industrie . . . . .	189
Rapport DES créations d'entreprises sur LA Valeur Ajoutée et sa tendance dans l'industrie . . . . .	189
Écart cumulé du rapport des défaillances d'entreprises dans l'industrie . . .	190
Écart cumulé du rapport des créations d'entreprises dans l'industrie . . . .	190
Écart entre l'emploi salarié fin 2022 simulé par le modèle et celui simulé en stabilisant la durée, l'apprentissage et les aides aux entreprises à leur valeur de fin 2019 . . . . .	196
Écart fin 2022 entre l'emploi salarié observé et celui simulé en stabilisant la durée, l'apprentissage et les aides aux entreprises à leur valeur de fin 2019 . . . . .	197
Incidence fin 2022 de la durée, de l'apprentissage et les aides aux entreprises sur l'emploi salarié dans les secteurs des services marchands . . . . .	198
La durée du travail des salariés . . . . .	201
Nouveaux contrats d'apprentissage . . . . .	202
Taux de défaillances des entreprises et sa tendance . . . . .	203
Écart cumulé du taux de défaillance d'entreprises . . . . .	204
Taux de créations d'entreprises et sa tendance . . . . .	205
Écart cumulé du taux de créations d'entreprises . . . . .	206

#### **L'évolution des salaires depuis la crise de la Covid-19 dans les principaux pays industrialisés?**

Évolution des salaires (horaire et par tête) selon les comptes nationaux des principales économies de la zone euro entre 2019 et 2022 . . . . .	212
Salaires (comptes nationaux) et index du coût du travail dans la zone euro . . . . .	214
Indicateurs salariaux aux États-Unis : comptes nationaux et Employment Cost Index . . . . .	215
Les salaires en France selon les comptes nationaux et les indices de salaires de base . . . . .	216
Évolution du niveau du salaire minimum nominal . . . . .	219

Ratio du salaire minimum sur le salaire médian brut . . . . .	220
Dynamiques salariales (2019-2023) aux États-Unis et dans la zone euro . . .	224
La progression des indicateurs de salaires dans les différents pays entre 2019 et 2023 . . . . .	225
Évolution des prix et des salaires nominaux depuis fin 2019 . . . . .	227
Évolution des prix et des salaires en 2022 . . . . .	227
Principales composantes de la rémunération des salariés américains . . . .	229
Évolution du pouvoir d'achat du salaire minimum depuis la fin 2020 . . . .	231
Dynamique du marché du travail et des salaires aux États-Unis . . . . .	234
Dynamiques du marché du travail et des salaires en zone euro . . . . .	235
Évolution du salaire réel aux États-Unis et au sein de l'UE depuis la fin 2019 . . . . .	239
Évolution des salaires (comptes nationaux) et de l'index du coût du travail .	239
Évolution des salaires nominaux (comptes nationaux) et des prix, 2021 . . .	240

## Encadrés

Prix alimentaires : les tensions persistent . . . . .	23
Y-a-t-il un risque de crise bancaire après les défaillances bancaires récentes ?	28
Quel est l'impact du resserrement monétaire sur la croissance ? . . . . .	30
Fonctionnement du bouclier tarifaire sur le gaz et l'électricité . . . . .	62
Les difficultés pour appréhender la productivité italienne . . . . .	75
Mesures de soutien face à la hausse des prix de l'énergie . . . . .	97
Quelle politique monétaire attendre ? . . . . .	107
Investissement des ménages, le grand perdant de la hausse des taux ? . . .	159
Comment expliquer les fortes créations d'emplois salariés depuis 2019 en France ? . . . . .	166
Vers un reflux de l'apprentissage . . . . .	167
Quelle est la hausse du nombre de salariés en France entre fin 2019 et fin 2022 ? . . . . .	183
Les données utilisées et leurs mnémoniques . . . . .	191
La fixation du salaire minimum selon des objectifs politiques . . . . .	220

## 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		