Revue de l'OFCE

182

2023/3

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2023-2024

Monde
L'étau se resserre

France
Sous la menace du chômage

Étude spéciale
Une analyse de l'inflation de la zone euro à travers ses composantes cycliques et acycliques

SciencesPo

ofce

Revue de l'OFCE

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, Anne Epaulard, 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, Maxime Parodi, Mathieu Plane, Corinne Prost, Muriel Pucci, Romain Rancière, Raul Sampognaro, Michaël Sicsic et Grégory Verdugo.

Publication
Xavier Ragot, *directeur de la publication*
Vincent Touzé, *rédacteur en chef*
Najette Moummi, *responsable de production*

Contact
OFCE, 10, place de Catalogne 75014 Paris
Tel. : +33(0)1 44 18 54 19
web : www.ofce.sciences-po.fr

Dépôt légal : janvier 2024 ISBN : 979-10-90994-35-5
N° ISSN 1265-9576 – ISSN en ligne 1777-5647 – © OFCE 2023

Sommaire

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2023-2024

Sous la direction d'Éric Heyer et de Xavier Timbeau

Présentation générale 5
Éric Heyer, Xavier Timbeau

PRÉVISION

L'étau se resserre 9
Perspectives 2023-2024 pour l'économie mondiale et la zone euro
Département analyse et prévision

Sous la menace du chômage 141
Perspectives 2023-2024 pour l'économie française
Département analyse et prévision

ÉTUDE SPÉCIALE

Une analyse de l'inflation de la zone euro à travers ses composantes cycliques et acycliques 189
Christophe Blot, Albin Salmon

Index tableaux, graphiques, encadrés *211*

Liste des abréviations de pays *216*

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 « **L'étau se resserre** » présente le scénario de prévision pour l'économie mondiale et la zone euro.

Le ralentissement de l'économie mondiale se confirme. La zone euro est en quasi-stagnation tandis que la croissance américaine semble mieux résister. Au deuxième trimestre 2023, le PIB des États-Unis dépassait de plus de 6 % son niveau du quatrième trimestre 2019. Comparativement, la situation est moins favorable pour les plus grands pays européens. Ainsi, le PIB allemand n'est que 0,2 point au-dessus de celui de la fin de l'année 2019. Ces différences de trajectoire de croissance sont essentiellement liées à la dynamique de la consommation des ménages. Les plans de soutien massifs mis en place pendant la crise sanitaire ont été plus importants aux États-Unis. De plus, les ménages américains ont davantage puisé dans leur épargne que les ménages des pays européens. Du côté des pays émergents, l'arrêt de la stratégie « zéro Covid » a permis un rebond de l'activité mais qui semble de courte durée puisque la croissance marquait le pas dès le deuxième trimestre 2023. L'inflation a ralentit dans le sillage de la baisse des prix du pétrole et du gaz. De fait, la contribution des prix de l'énergie est désormais négative mais la désinflation reste néanmoins très progressive dans la mesure où l'inflation alimentaire et sous-jacente reste élevée. Ces hausses de prix se répercutent également progressivement sur les salaires nominaux, dans un contexte de marchés du travail

tendus. Néanmoins, à l'exception des États-Unis, les salariés des grands pays ont généralement perdu en pouvoir d'achat. Les effets de la hausse des prix de l'énergie se sont fait pleinement ressentir depuis le deuxième semestre 2022, en particulier dans les pays importateurs. Ce choc s'estomperait d'ici la fin de l'année 2023 mais la croissance sera pénalisée par les effets du resserrement monétaire qui devraient atteindre un pic en 2024. Nous anticipons en conséquence que la croissance mondiale ralentira passant de 3,2 % en 2022 à 2,3 % en 2024, ce qui se traduira par une augmentation du taux de chômage dans la plupart des pays industrialisés. La baisse de l'inflation se confirmera mais à un rythme lent si bien que la cible de 2 % ne serait généralement pas atteinte en fin d'année 2024. Les banques centrales pourraient néanmoins amorcer une baisse modérée des taux pour amortir le ralentissement de l'activité. La période 2023-2024 devrait constituer une nouvelle étape dans la normalisation de la politique budgétaire puisque l'essentiel des mesures de soutien prises pour compenser le choc inflationniste devrait disparaître. Nous n'anticipons cependant pas un retour à l'austérité même si dans un contexte de taux durablement plus élevés et d'une dette publique plus importante, les gouvernements pourraient être à terme incités à réduire plus rapidement leur déficit. Ce scénario de croissance suppose que les conséquences du resserrement monétaire ne seront pas amplifiées par une crise immobilière et plus généralement une baisse plus marquée des prix des actifs. Bien que les prix immobiliers aient dépassé dans certains pays les niveaux observés en 2007, la dynamique du crédit a été moins exubérante et les ménages sont généralement moins endettés qu'ils ne l'étaient avant la crise des *subprimes*.

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 « **Sous la menace du chômage** ».

En 2023, avec une inflation encore élevée (+5,2 % en 2023 comme en 2022) et un contexte marqué par la forte remontée des taux d'intérêt directeurs de la BCE, la croissance du PIB serait de 0,9 %. L'année 2024 serait l'année de la baisse de l'inflation (3,3 % en moyenne annuelle et 2,3 % en glissement annuel en fin d'année) mais la croissance resterait modeste (0,8 %) en raison de la pleine matérialisation des effets des hausses des taux d'intérêt directeurs. Selon notre évaluation, l'effet de la politique monétaire amputerait la croissance du

PIB de -0,9 point en 2024 (après -0,4 point en 2023). La seconde moitié de l'année 2023, mais surtout l'année 2024, seraient celles du retournement de la courbe du chômage, ce dernier passant de 7,2 % actuellement à 7,9 % à la fin de l'année prochaine dans un contexte de hausse marquée de la population active due à la mise en place de la réforme des retraites. La faible croissance de l'activité et le rattrapage partiel des pertes de productivité passées auraient raison du fort dynamisme de l'emploi observé ces dernières années (-53 000 en glissement annuel en 2024, après 140 000 en 2023 et 509 000 en 2022). À l'inverse de 2022 et de 2023, les salaires réels augmenteraient (0,6 %) en 2024, ce qui limiterait les effets négatifs des pertes d'emplois (-0,1 %) sur la masse salariale. En 2024, le salaire réel (déflaté par l'IPC) reviendrait à son niveau de 2019. Après une année 2022 marquée par une contraction du pouvoir d'achat par unité de consommation (UC) (-0,4 % faisant suite à 2,1 % en 2021), les ménages verraient à nouveau leur revenu réel augmenter en 2023 et 2024 (respectivement 0,7 % et 0,4 % par UC), poussé encore cette année par les créations d'emplois, les revenus du patrimoine et le soutien fiscal, et l'année prochaine par la hausse des salaires réels. Malgré la réduction des mesures budgétaires exceptionnelles, le déficit public resterait à 4,8 % du PIB en 2023 et 2024 en raison principalement d'une croissance atone qui pèserait sur les rentrées fiscales.

Une étude spéciale complète et enrichit l'analyse conjoncturelle.

Dans cette étude, intitulée « **Une analyse de l'inflation de la zone euro à travers ses composantes cycliques** », Christophe Blot, Albin Salmon reviennent sur l'épisode inflationniste.

En effet, l'Europe a connu une résurgence de l'inflation à la suite du déclenchement du conflit entre l'Ukraine et la Russie. Cette accélération de la hausse des prix, menée par la dynamique des prix de l'énergie, a entraîné de fortes réactions des autorités politiques et monétaires. Ce retour de l'inflation en zone euro a été suivi d'une forte hausse des taux fixés par la Banque centrale européenne. Ces interventions ont notamment soulevé un certain nombre d'interrogations quant à la conduite de la politique monétaire. L'une d'elles portant notamment sur la pertinence des indicateurs d'inflation suivis par la BCE. Cette étude vise à développer un nouvel indicateur d'inflation, basé sur la décomposition de l'indice des prix harmonisés dans la zone euro entre ses composantes cycliques et acycliques, puis à comparer les principaux indicateurs suivis par la BCE à l'indicateur nouvellement créé. Cet indice d'inflation *SuperCore* nous permet ainsi de mener une

analyse plus fine de la dynamique de l'inflation depuis la création de la monnaie commune. Les auteurs montrent donc qu'un tel indicateur s'avérerait utile aux banques centrales, non seulement par le suivi de sa dynamique mais aussi de par sa constitution. Enfin, ils évaluent le pouvoir prédictif de l'indice *SuperCore*. ■

L'ÉTAU SE RESSERRE

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

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

Mots clés : prévision, perspectives économiques, monde..

* Ces textes synthétisent l'analyse de la conjoncture menée par le Département analyse et prévision de l'OFCE à l'automne 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 Rifflart, Benoît Williatte et celui de l'équipe France animée par Mathieu Plane et composée de Elliot Aurissergues, Bruno Coquet, Magali Dauvin, Ombeline Jullien de Pommerol, Pierre Madec et Raul Sampognaro. Cette prévision intègre les informations disponibles au 4 octobre2023.

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

1. L'étau se resserre 9

Parties thématiques

2. Tour du monde de la situation conjoncturelle 41

États-Unis : jusqu'ici tout va bien… 43
Allemagne : les stigmates de l'inflation 53
Italie : La baisse des marges pour maintenir l'activité 65
Espagne : pari gagné sur l'inflation 75
Royaume-Uni : l'économie résiste 85
Japon : un *policy-mix* toujours offensif pour tenter demettre fin à la déflation 101
Chine : péril en la demeure 109
Émergents d'Asie et d'Amérique latine : 117

6. ANNEXE (tableaux)

A1. Principales hypothèses de taux de change 130
A2. États-Unis. 131
A3. Zone euro 132
A4. Allemagne 133
A5. France 134
A6. Italie 135
A7. Espagne. 136
A8. Royaume-Uni. 137
A9. Japon : croissance, résumé des prévisions. 138
A10. Amérique latine 139
A11. Asie 139
A12. Nouveaux États membres de l'Union 140
A13. Chine : résumé des prévisions 140

1. Synthèse : L'étau se resserre

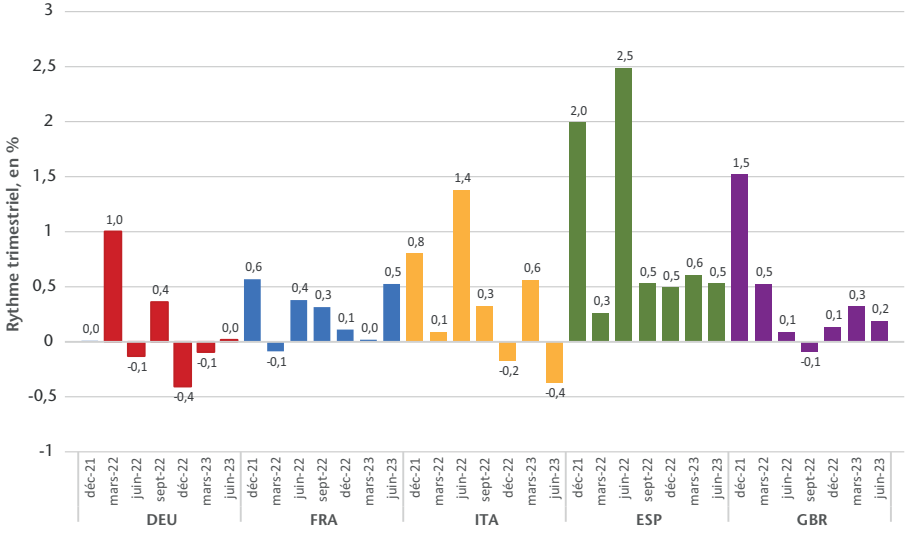
Le fort rebond de l'activité post-Covid puis la guerre en Ukraine ont provoqué une résurgence des tensions inflationnistes dans les économies industrialisées et émergentes. Après un pic en juin 2022 pour le pétrole et en août 2022 pour le gaz, les prix de l'énergie ont reflué mais restent volatils. L'inflation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

Croissance en panne

Les performances de croissance du premier semestre 2023 ont confirmé le ralentissement observé en fin d'année 2022 interrompant ainsi la dynamique de reprise post-Covid. La zone euro est en situation de quasi-stagnation avec une hausse du PIB de 0,2 % au premier semestre. L'économie allemande est celle qui a le plus souffert de la forte augmentation des prix de l'énergie du fait de sa forte

spécialisation industrielle. Après une contraction du PIB de 0,4 % au quatrième trimestre 2022, l'activité a de nouveau reculé, de 0,1 % au premier trimestre 2023, avant de se stabiliser le trimestre suivant (graphique 1). La dynamique de croissance italienne s'est également enrayée. Au cours des trois derniers trimestres, l'Italie a alterné contraction (-0,2 % au quatrième trimestre 2022 et -0,4 % au deuxième trimestre 2023) et croissance plus favorable (0,6 % au premier trimestre 2023) alors que l'activité avait progressé de 1,2 % en moyenne par trimestre entre le début 2021 et le troisième trimestre 2022. Avec une augmentation du PIB de respectivement 1 % et 2,2 % sur le premier semestre, la France et l'Espagne tirent la croissance de l'ensemble de la zone vers le haut. Bien que le creux d'activité du premier semestre 2020 ait été plus marqué et que la reprise ait été plus tardive, l'Espagne a comblé son écart sur les autres principaux pays de la zone euro et semble peu affectée par le ralentissement économique du reste de la zone. Après avoir stagné en fin d'année 2022, la croissance britannique a rebondi légèrement avec une progression du PIB de 0,5 % sur le semestre. Comparativement, avec une croissance de 1 % sur le semestre, l'économie américaine résiste mieux au ralentissement malgré un resserrement monétaire plus précoce.

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



Comptabilités nationales.

Les États-Unis creusent l'écart

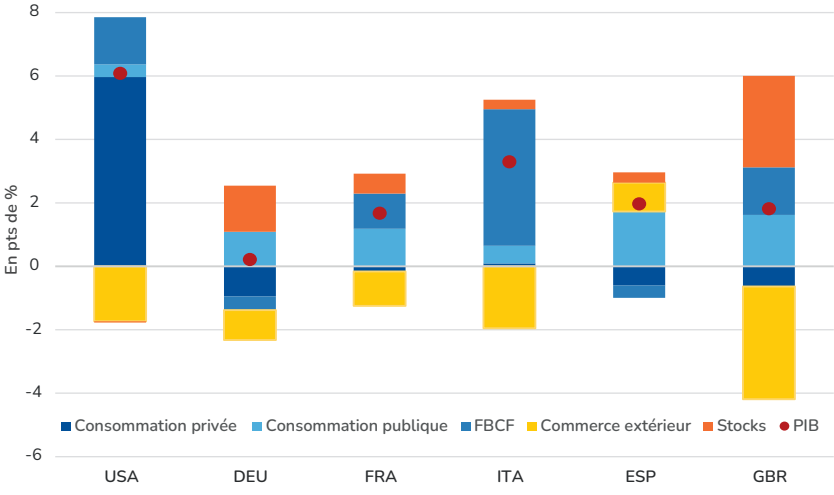
De fait, les États-Unis ont été bien moins impactés par la crise énergétique à la fois parce qu'ils n'ont pas subi d'augmentation du prix du gaz comparable à celle des pays européens et parce que les chocs sur le prix du pétrole ont un impact macroéconomique moindre[1]. Les ménages perdent certes en pouvoir d'achat mais la hausse des prix bénéficient aux producteurs de pétrole. La production américaine de pétrole a augmenté de 15 % depuis le déclenchement de la guerre en Ukraine et atteignait en juillet 2023 près de 13 Mbj, un niveau équivalent à celui observé en fin d'année 2019.

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

1. Cet écart entre les pays européens et les États-Unis reflète en partie les différences de croissance potentielle et donc la dynamique de productivité et de la population. En effet, selon l'OCDE, la croissance du PIB potentiel des États-Unis serait de 1,8 % contre 1 % pour la moyenne des quatre principaux pays de la zone euro et 1,2 % pour le Royaume-Uni.
2. Cet écart entre les pays européens et les États-Unis reflète en partie les différences de croissance potentielle et donc la dynamique de productivité et de la population. En effet, selon l'OCDE, la croissance du PIB potentiel des États-Unis serait de 1,8% contre 1 % pour la moyenne des quatre principaux pays de la zone euro et 1,2 % pour le Royaume-Uni.
3. Voir (Blot et Plane 2021) pour une comparaison des plans de relance des pays européens et celui des États-Unis.

contribution de la consommation publique est plus élevée dans la zone euro. Le soutien de l'investissement à la croissance a également été plus important aux États-Unis. Ce dynamisme de la demande intérieure américaine a eu pour contrepartie des importations plus élevées et une contribution négative du commerce extérieur.

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



BEA, Eurostat et ONS.

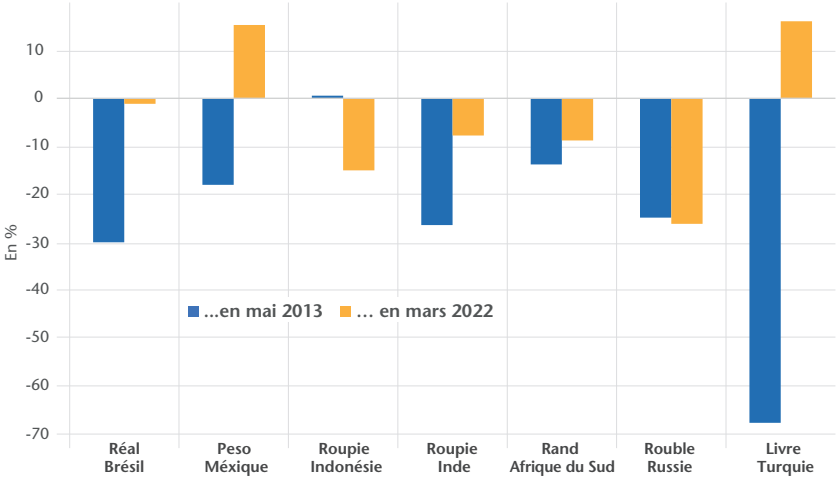
Les pays émergents sous l'influence de la croissance chinoise et du resserrement monétaire

Le PIB chinois n'avait augmenté que de 3 % en moyenne annuelle en 2022, soit un chiffre très inférieur à l'objectif de 5,5 % que s'était fixé le gouvernement avant le retour de l'épidémie début 2022 et la fermeture partielle de l'économie chinoise dans le cadre de la stratégie zéro Covid. L'arrêt de cette politique décidé en décembre 2022 par le gouvernement, sur fonds de montée de mécontentements dans la société chinoise, a été suivi d'un redémarrage de l'activité : le PIB a augmenté de 2,2 % au premier trimestre 2023, par rapport au trimestre précédent (soit une hausse de 4,5 % en glissement sur un an). La reprise a cependant marqué le pas au deuxième trimestre, pour s'afficher à 0,8 % seulement. En effet, même si la levée des restrictions sanitaires a permis un rebond d'activité, de nombreux freins à la croissance demeurent : faiblesse de la demande intérieure, risque de crise

du secteur immobilier, environnement international dégradé et tensions commerciales persistantes, notamment avec les États-Unis. Parmi les pays émergents d'Asie hors Chine, ceux qui sont fortement intégrés dans les chaînes mondiales de production (dont les semi-conducteurs), ont vu leurs exportations freinées au premier semestre 2023 sous l'effet du ralentissement de la demande mondiale (Taiwan, Vietnam). Les pays où le tourisme a un poids important (Hong Kong, Thailande, Vietnam) ont par contre bénéficié du retour des touristes chinois en début d'année. En Inde, la croissance a été de 6,7 % en 2022, portée par la demande intérieure dont une hausse de plus de 11 % de l'investissement et de 7,5 % de la consommation privée. L'inflation a accéléré à 6,7 % en 2022 après 5,5 % en 2021. Cela a conduit la banque centrale à relever progressivement son taux directeur de 2,5 points de mai 2022 à février 2023 afin de ramener l'inflation à l'intérieur de la fourchette haute de la cible d'inflation, fixée à 6 %.

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

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



Refinitiv Eikon Datastream.

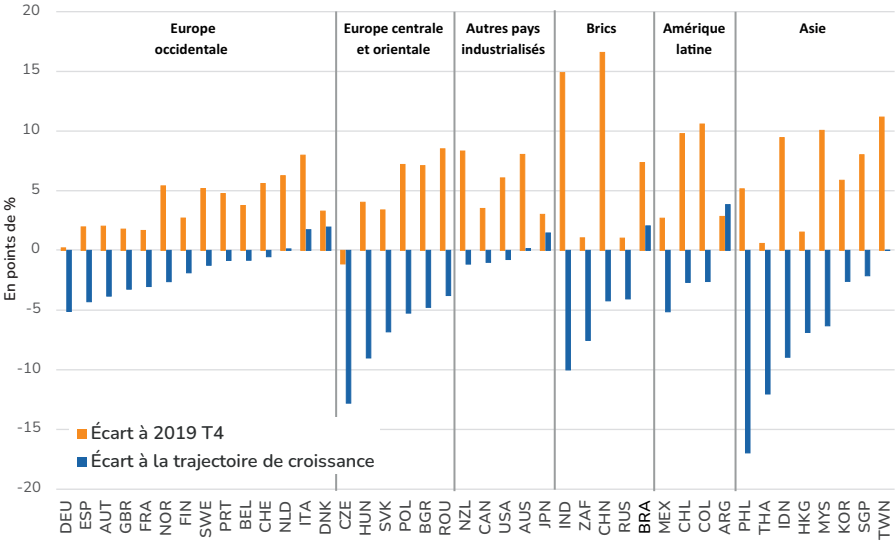
Une trajectoire de croissance affaiblie ?

Trois ans après le coup d'arrêt de l'activité économique mondiale, la plupart des pays ont dépassé le niveau d'activité de la fin de l'année 2019. Mais, au regard d'une trajectoire contrefactuelle où le PIB aurait progressé à la même vitesse que les tendances de croissance observées avant 2020, la situation semble détériorée. Dans la zone euro, le déficit d'activité de l'Allemagne serait de plus de 5 % au deuxième trimestre 2023 (graphique 4). Inversement, l'Italie dépasserait ce niveau de PIB contrefactuel de plus de 1 point[4]. Dans le reste de l'Europe, et en particulier dans les pays d'Europe centrale et orientale, les écarts sont généralement négatifs. Dans les autres pays industrialisés, les États-Unis auraient également un déficit d'activité estimé à moins de 1 % qui correspond à peu près à l'évaluation de l'écart de croissance estimé par le CBO (Congressional Budget Office). La situation du Japon serait assez similaire à celle de l'Italie. Avec une croissance tendancielle pré-crise proche de zéro, la reprise dynamique se traduit par un niveau d'activité supérieur au contrefactuel. Le déficit d'activité serait élevé

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

dans la plupart des pays émergents et en développement En Chine, la persistance de mesures prophylactiques jusqu'à la fin de l'année 2022 a creusé l'écart avec la trajectoire de croissance.

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



Comptes nationaux, FMI, calculs OFCE.

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

Ce constat suggère que la crise sanitaire puis la crise énergétique, au moins dans les pays européens, pourraient avoir des effets durables sur le niveau et/ou la croissance du PIB potentiel. Pour autant, la situation sur le marché du travail contraste avec celle des niveaux d'activité puisque des tensions sont apparues dans de nombreux pays, matérialisées par des taux de chômage bas et des entreprises signalant des difficultés de recrutement. Ainsi, malgré un déficit d'activité dans la zone euro, le taux de chômage n'a jamais été aussi bas. Aux États-Unis, le taux de chômage est identique à celui de la fin de l'année 2019 mais avec un niveau de tensions bien plus élevé lorsqu'elles sont mesurées par le ratio des emplois vacants sur le nombre de chômeurs. Au regard, des tendances de productivité passées, la situation des pays reste contrastée. Le cycle de productivité semble dégradé en France, en Allemagne et dans une moindre mesure au Royaume-Uni. L'incertitude demeure non seulement quant à l'évaluation statistique de la productivité tendancielle mais aussi sur les facteurs qui pourraient justifier une

baisse ou une hausse de la productivité. Pour les États-Unis, Fernald et Li (2022) considèrent que la trajectoire de croissance potentielle ne serait pas modifiée. En effet, alors que le développement du télétravail et la digitalisation seraient une source de gains de productivité, les ruptures des chaînes d'approvisionnement les réduiraient si bien que l'effet total devrait être nul.

L'inflation est-elle domptée ?

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

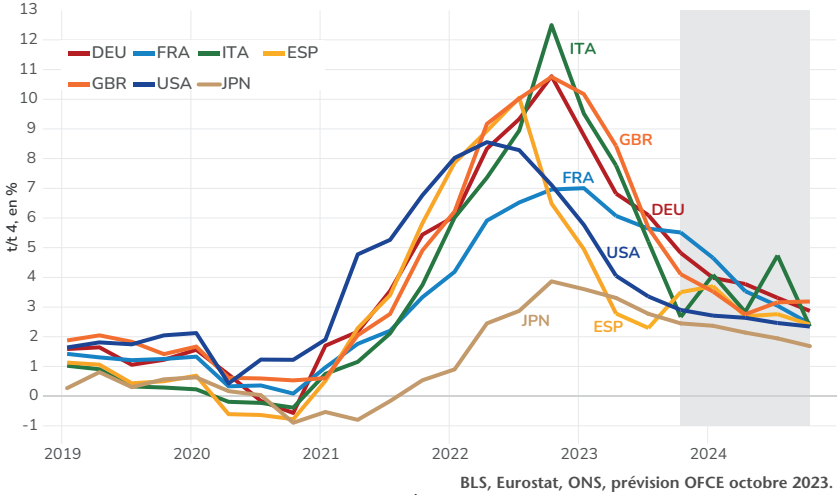
La décrue est en marche…

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

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

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

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



BLS, Eurostat, ONS, prévision OFCE octobre 2023.
Note : sur la base de l'IPC pour les États-Unis et le Japon et d'un IPCH pour les pays européens.

… mais le niveau des prix reste élevé

Pour autant, cette baisse de l'inflation généralement amorcée depuis le second semestre 2022 ne saurait masquer la hausse du niveau général des prix sur l'ensemble de la période post-Covid dans tous les pays, car même si l'inflation baisse, elle reste positive et les prix se maintiennent à la hausse. En prenant comme point de référence le

dernier trimestre 2019, et malgré des profils d'évolution différents, l'indice des prix se situe au deuxième trimestre 2023, 17,6 % plus haut aux États-Unis et 17 % en moyenne dans la zone euro[5]. La plus forte hausse cumulée du niveau des prix est néanmoins observée pour le Royaume-Uni où les prix au deuxième trimestre 2023 sont supérieurs de 20,8 % à ceux de fin 2019. Parmi les quatre grands pays de la zone euro, c'est en Allemagne que la hausse des prix cumulée sur la période a été la plus forte (18,8 %), en France et Espagne qu'elle a été la moins forte (14 %), l'Italie collant à la moyenne de la zone euro. Sans surprise, le niveau des prix n'a augmenté que de 4,7 % au Japon.

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

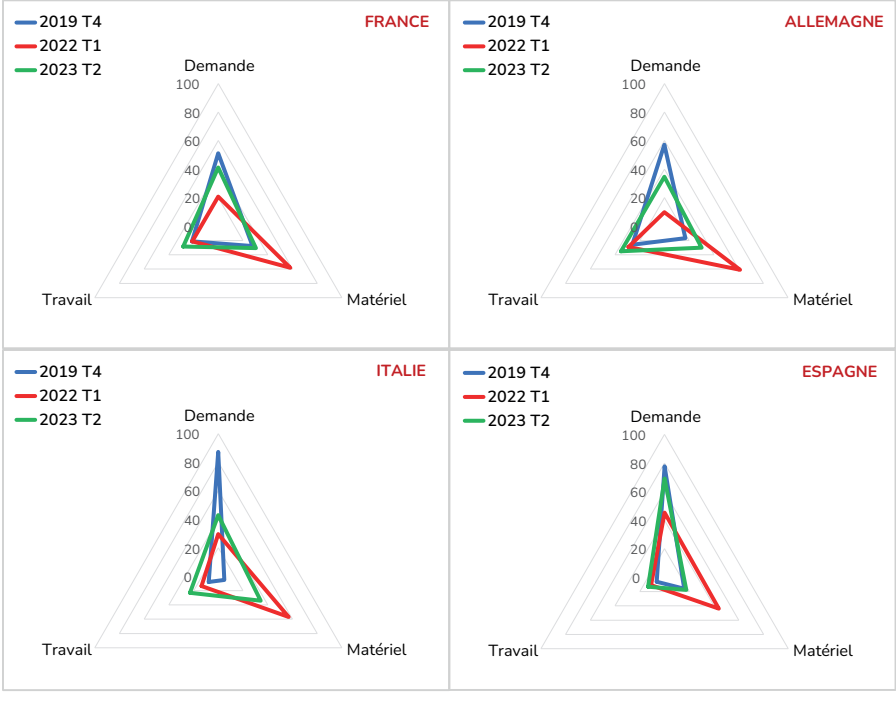
En 2021, la forte reprise de la demande mondiale après la fin des confinements imposés lors de la crise de la Covid-19 a provoqué de vives tensions sur les chaînes d'approvisionnement et une remontée des prix de l'énergie. L'offre est en effet restée pour un temps perturbée malgré la levée des contraintes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

Les enquêtes de conjoncture ont témoigné des répercussions, dans les pays développés, de ces dysfonctionnements des chaînes de production (graphique 6). Dans l'industrie au deuxième trimestre 2022, les entreprises déclaraient que les pénuries de matériel et/ou d'équipement étaient prépondérantes en tant que frein à la production, à la différence de la situation de fin 2019 où les problèmes de demande prédominaient.

5. Voir graphique14.

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

Graphique 6. **Les freins à la production**



Commission européenne, calculs OFCE.

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

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

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

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

Marchés du travail : après le pic de tensions

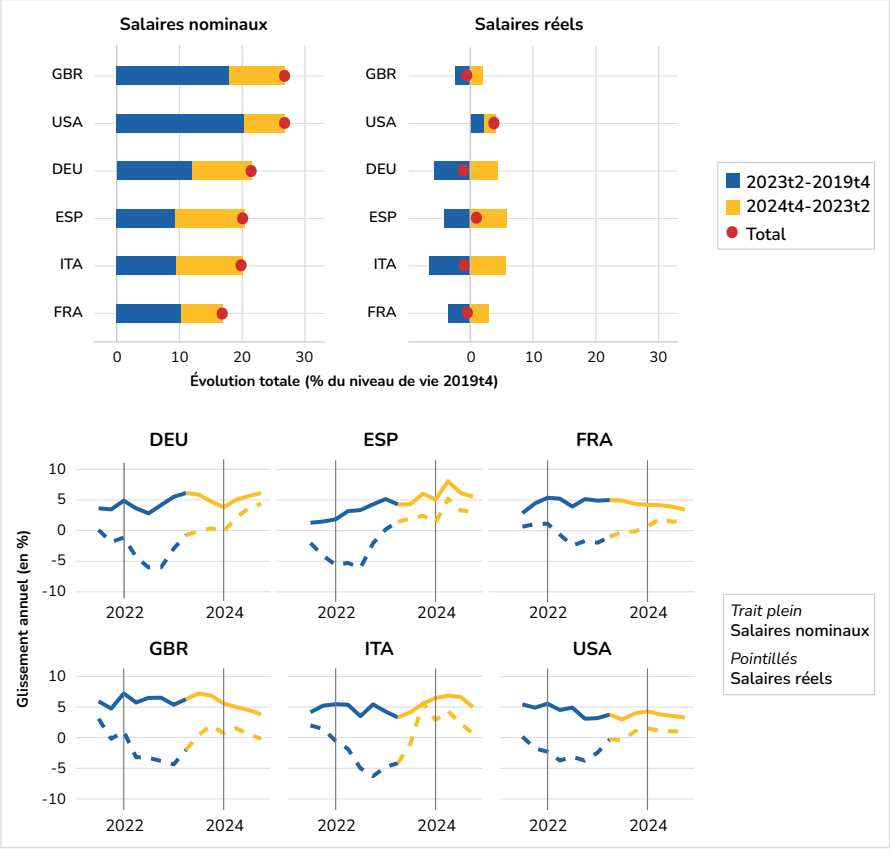
La reprise de l'activité à la suite des chocs sanitaires a donné lieu à des marchés du travail très dynamiques. Aux États-Unis comme en zone euro, le taux de chômage a atteint un point bas sur les vingt-cinq dernières années (respectivement 3,5 % et 6,3 % au deuxième trimestre 2023. Le Royaume-Uni se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

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

bas en comparaison historique, mais supérieur aux creux de 2019 et 2022 (4,2 % contre 3,6 % et 3,8 %). Notons par ailleurs que dans les cas américains et britanniques les taux d'activité et d'emploi sont encore légèrement en-dessous de leurs niveaux de 2019, indiquant que les niveaux élevés de tensions découlent à la fois d'une forte hausse de la demande et d'une légère baisse de l'offre de travail.

Les tensions récentes sur les marchés du travail ont été accompagnées de fortes hausses des salaires nominaux. En Europe, bien que la situation favorable de l'emploi ait pu soutenir le pouvoir de négociation des salariés, ces revalorisations salariales n'ont pas permis de maintenir les salaires réels face aux chocs inflationnistes (graphique 7). Les deux

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



BLS, Eurostat, ONS, Calculs OFCE

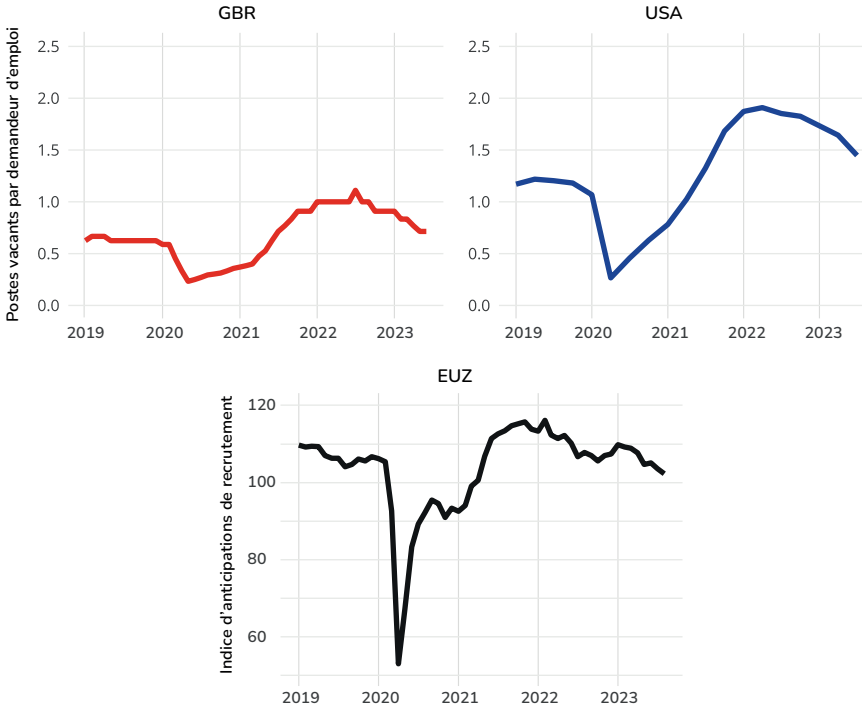
Les salaires réels sont calculés en déflatant des indices de prix à la consommation (IPCH pour les pays de la zone euro).

composantes des salaires réels devraient permettre un rattrapage de ceux-ci : d'une part l'inflation devrait continuer à baisser en 2023-2024, et d'autre part on peut anticiper davantage de hausses des salaires nominaux à mesure que les renégociations salariales et les hausses de salaires minimums récentes produiront pleinement leurs effets. Néanmoins, en dehors de l'Espagne et des États-Unis, les niveaux atteints par les salaires réels seraient légèrement en-dessous de ceux de la fin 2019. Pour l'ensemble des économies, les hausses de salaires réels ne compenseraient pas les pertes de pouvoir d'achat subies en 2022.

Bien que les années post-Covid aient débouché sur des situations historiquement favorables pour l'emploi, des indicateurs conjoncturels laissent entrevoir, depuis plusieurs mois, une baisse de la demande de travail. S'agissant des États-Unis, nous observons depuis un an une baisse du ratio de postes vacants par demandeur d'emploi (d'un pic de 1,9 au deuxième trimestre 2022) ainsi que du taux de démission (graphique 8). Au Royaume-Uni, le taux de chômage a déjà augmenté de 0,6 point depuis le creux atteint au deuxième trimestre 2022, tandis que le ratio de postes vacants par chômeur baissait d'un pic de 1,1 à 0,7. Pour la zone euro, malgré une légère baisse du taux de chômage en 2023, les enquêtes de la Commission européenne indiquent que les perspectives de recrutement sont stables en Espagne et en Italie mais en baisse pour les entreprises allemandes et françaises.

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

Graphique 8. **Indicateurs conjoncturels des tensions sur le marché du travail**



BLS, Commission européenne, ONS, Calculs OFCE

L'indicateur pour la zone euro est l'Employment Expectations indicator, calculé par la Commission européenne à partir d'enquêtes auprès des entreprises.
L'indice est normalisé de façon à ce que la moyenne du solde des réponses soit égal à 100.

2024 : statu quo pour les prix de l'énergie

Après la forte flambée des prix de l'énergie de l'année 2022, on assiste à un retournement du marché du pétrole et du gaz européen depuis le début de 2023 (graphique 9). Certes, les prix restent toujours supérieurs à ceux qui prévalaient avant le conflit ukrainien : au troisième trimestre 2023, le baril de Brent s'est échangé en moyenne à 87 dollars le baril contre 65 dollars au premier semestre 2021 tandis que le gaz naturel sur le marché à terme européen TTF s'échangeait à 36 euros/MWh contre 19 euros/MWh au premier semestre 2021. Cependant, on est loin des records atteints en 2022. Le dernier trimestre de l'année 2023 devrait néanmoins voir les cours se tendre sur le marché du pétrole : le déséquilibre entre offre et demande se creuserait en raison de la baisse de production des pays de l'OPEP+, Arabie saoudite et Russie en tête, ce qui conduirait à un prix

du baril de Brent autour de 93 dollars. En 2024, le déséquilibre entre offre et demande devrait se réduire mais perdurer, ce qui nous conduit à inscrire un prix du baril à 90 dollars le baril. D'une part, la baisse de la croissance mondiale et de l'intensité pétrolière réduirait la demande mais d'autre part les pays de l'OPEP devraient renouveler leur volonté de limiter la production, ce qui limiterait la progression de l'offre. Sur le marché du gaz européen, le prix des contrats à terme présage d'une tendance haussière liée à la période hivernale, malgré des niveaux de stockage élevés. En 2024, l'observation des contrats à terme nous conduit à prévoir un prix autour de 53 euros/MWh, soit une stabilité en moyenne annuelle par rapport à 2023.

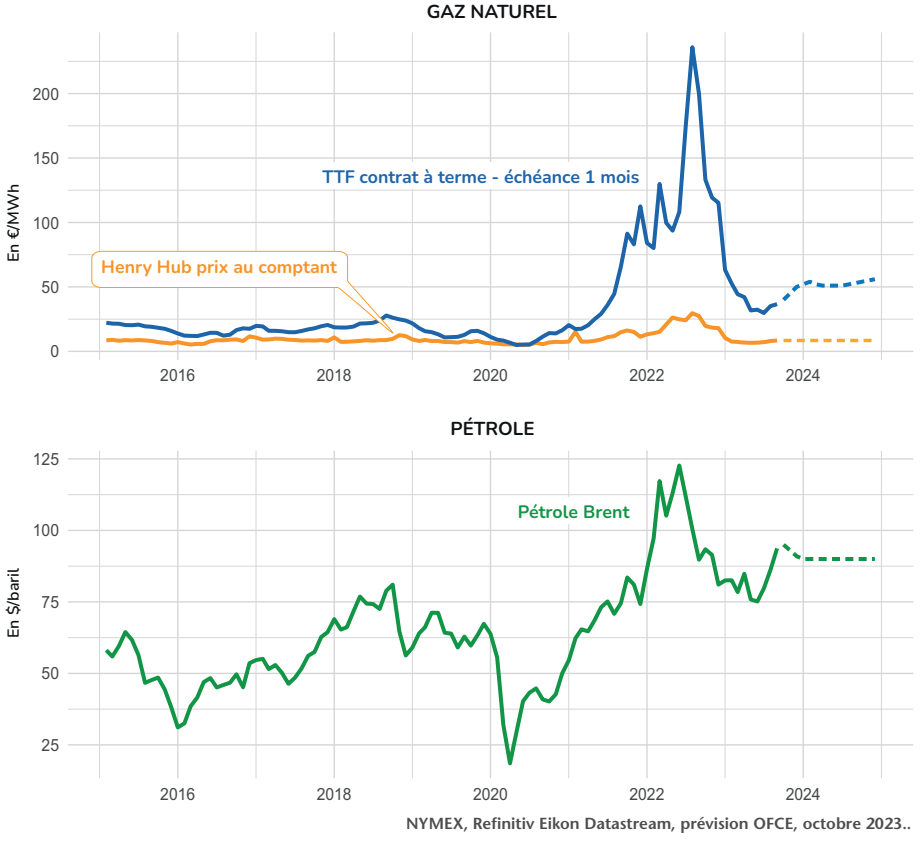
Pétrole : un baril autour de 90 dollars en 2024

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

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

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

Graphique 9. **Prix du pétrole et du gaz naturel**



NYMEX, Refinitiv Eikon Datastream, prévision OFCE, octobre 2023..

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

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

division par quatre. Après une baisse de 75 % en six mois, le volume des importations par gazoduc en provenance de Russie s'est stabilisé en septembre 2022, conduisant à prix records (226 euros/MWh en moyenne mensuelle)[7]. Dans le détail, on constate deux phases dans l'évolution du prix du gaz sur le marché européen. La première phase se déroule entre janvier et juin 2023, où le prix du gaz naturel passe de 76 à 23 euros/MWh. La décomposition de la demande implicite de gaz naturel entre les premiers trimestres de 2022 et 2023 montre une baisse des importations par gazoducs (de Russie et hors Russie), et une quasi-stagnation de l'offre de GNL en Europe. L'Europe étant traditionnellement un marché d'appoint pour le GNL – qui s'échange en Asie à des prix plus élevés –, elle a pu bénéficier du fait que, au premier semestre 2023, la demande asiatique de GNL n'a augmenté que de 0,4 % sur un an. Au total l'offre de gaz s'est réduite : c'est majoritairement une baisse de la consommation européenne de gaz qui a permis la baisse des cours. Ainsi, au cours du premier trimestre 2023, la demande de gaz de l'UE était inférieure de 18 % à la moyenne 2019-2021[8]. Après cette première phase de baisse massive, on note une inflexion en juin 2023, avec une légère remontée des cours, liée à la réduction de l'offre en provenance de Norvège en raison de travaux de maintenance, au ralentissement des injections de stockage et à la hausse des importations de GNL (chinoise ou en provenance de Chine).

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

Pour 2023 et 2024, nous nous appuyons sur l'observation des contrats à terme, à l'instar de l'Agence internationale de l'énergie et de l'Oxford Institute for Energy Studies[9]. Nous faisons ainsi l'hypothèse d'un prix du gaz sur le marché TTF de 52 euros/MWh en 2023 et 53 euros/MWh en moyenne en 2024.

7. Sur les quatre gazoducs reliant la Russie à l'Europe, deux d'entre eux restent en fonctionnement depuis septembre 2022.
8. Source : Bruegel, *European natural gas demand tracker*, août 2023.
9. IEA, *Global Gas Security Review 2023*, juillet 2023 et *Oxford Institute for Energy Studies*, Quarterly Gas Review: Gas Markets in 2023 Tracking Key Metrics, juillet 2023.

Politiques économiques : la double contraction ?

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

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

Avec la succession de crises, sanitaire puis énergétique et géopolitique, la politique budgétaire a été fortement mobilisée au cours des dernières années. Selon le FMI[10], en 2020 avec la crise sanitaire, le poids de la dépense publique dans le PIB a augmenté de 7,7 points dans les économies avancées et de 2,3 dans les économies émergentes. Si la politique budgétaire s'est rapidement normalisée dans les économies émergentes, la dynamique a été plus lente dans les économies avancées. En particulier, les conséquences de l'invasion de l'Ukraine et la montée des prix énergétiques ont suscité une nouvelle crise majeure qui a maintenu une forte pression sur la dépense publique. Ainsi, en 2022 la dépense publique, rapportée au PIB, restait 8 points supérieure à son niveau pré-Coviden Italie, 7 points au Royaume-Uni et au Japon, 6 points en Espagne, 5 points en Allemagne et 3 points en France et aux États-Unis.

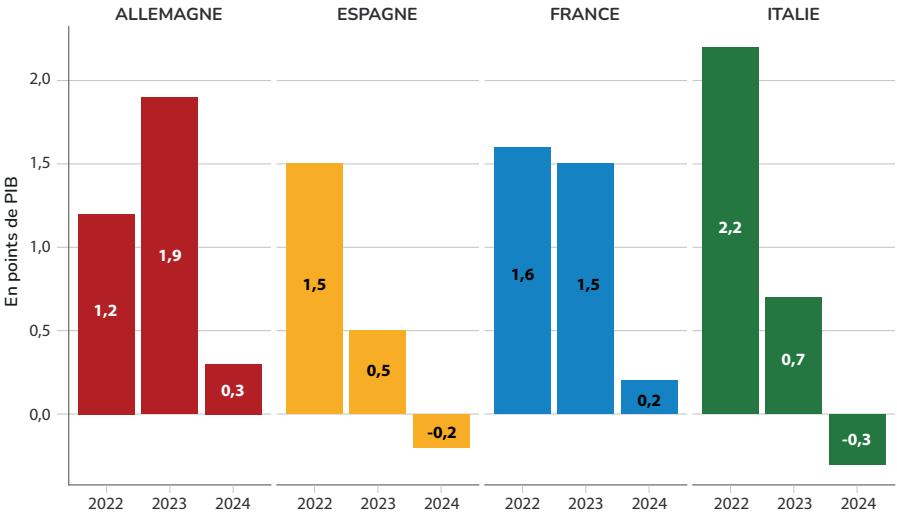
Ce haut niveau de dépense s'explique essentiellement par les réactions des gouvernements face au retour de l'inflation. Selon les calculs de la Commission européenne, dans les principales économies de la zone euro la dissipation des mesures prises pour répondre à la crise sanitaire auraient dû amputer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

La période 2023-2024 devrait constituer une nouvelle étape dans la normalisation de la politique budgétaire puisque l'essentiel des mesures de soutien prises pour compenser le choc inflationniste

10. Perspectives économiques (WEO, avril 2023).

devraient disparaître. Dans ce contexte, la politique budgétaire affichera une orientation moins positive que par le passé, mais en ligne avec l'amenuisement attendu du choc inflationniste (graphique 10).

Graphique 10. **Mesures budgétaires pour répondre au choc énergétique**



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

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

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

Pour contrer les tensions inflationnistes, de nombreuses banques centrales dans les pays développés et émergents ont durci leur politique monétaire à partir du printemps 2022, en augmentant les taux directeurs et en amorçant la réduction de la taille de leur bilan. Avec la décrue amorcée et la perspective d'une convergence de l'inflation vers leur cible, se pose la question de la poursuite du resserrement monétaire. Lors de sa réunion du 20 septembre, le FOMC a maintenu son taux directeur à 5,5 % mais n'excluait pas une nouvelle hausse. Quant à la BCE, l'hypothèse d'une stabilisation du niveau des taux a explicitement été avancée après la hausse d'1/4 de point du 14 septembre. Dans les deux cas, la Réserve fédérale et la BCE continuent de tenir un discours de fermeté et écarte toute possibilité de réduire les taux d'intérêt à court terme, arguant d'une inflation globale qui diminue trop lentement et d'une inflation sous-jacente trop élevée. De fait, l'inflation sous-jacente ? corrigée de l'évolution des indices des prix de l'élergie et de l'alimentation ? témoigne d'une plus plus forte inertie à la baisse puisqu'elle n'a diminué que de 1,1 point dans la zone euro entre mars et septembre 2023 pour s'élever à 4,5 % contre une baisse de 4,2 points de l'inflation totale. Aux États-Unis, le ralentissement des prix a été amorcé plus tôt mais l'inflation sous-jacente n'est passé sous le seuil de 4 % qu'au moins d'août. Dans ces conditions, Christine Lagarde a indiqué que le niveau des taux de la BCE atteint actuellement serait maintenu pour une durée suffisamment longue tandis que les anticipations des membres du FOMC suggèrent que le taux directeur de la Réserve fédérale devrait rester proche de 5 % jusqu'en fin d'année 2024. D'une part, les banques centrales semblent engagées dans une sorte de nouvelle forme de guidage prospectif des anticipations en indiquant ou suggérant que les taux resteront « hauts pour le longtemps ». Mais d'autre part, elles ne cessent de rappeler que leurs décisions seront déterminées par les informations conjoncturelles futures, ce qui pourrait impliquer un durcissement plus marqué en cas de persistance de l'inflation ou un assouplissement si l'activité recule fortement.

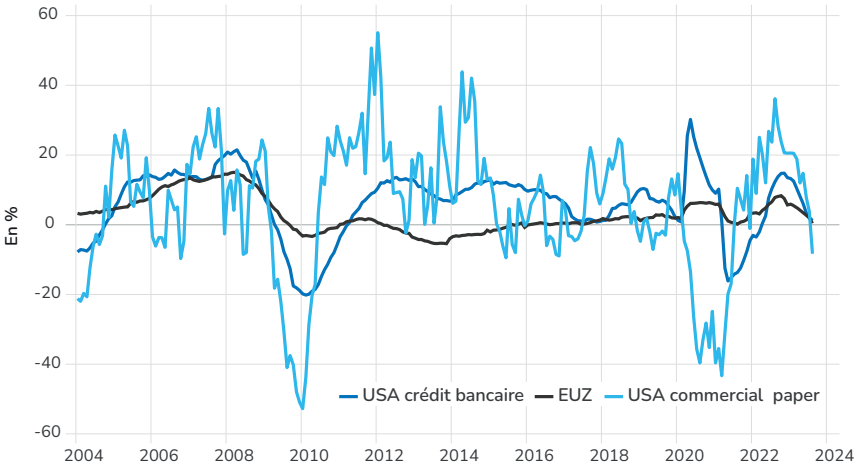
Avec une inflation attendue à 4,5 % dans la zone euro et à 2,9 % aux États-Unis en fin d'année 2023, l'orientation de la politique monétaire ne devrait pas être bouleversée. Il y a cependant plus d'incertitudes quant à l'orientation de la politique monétaire en 2024. Dans l'hypothèse d'un ralentissement marqué de l'activité et d'une dégradation sur le marché du travail, les banques centrales pourraient envisager progressivement de réduire les taux pour atténuer le ralentissement de

l'activité dès lors qu'elles considèrent que la convergence de l'inflation vers la cible de 2 % est proche. De fait, bien que la croissance américaine ait mieux résisté jusqu'ici, l'inflation a également baissé plus tôt outre-Atlantique et se rapprocherait plus rapidement de la cible de la Réserve fédérale. Nous anticipons donc que la Réserve fédérale baisserait son taux directeur à partir de l'automne 2024. L'inflation deviendrait inférieure à 2,5 %. Confiants dans la convergence vers la cible de 2 % début 2025, les membres du FOMC baisseraient les taux une nouvelle fois en fin d'année. Le taux des fonds fédéraux atteindrait 4,75 % en décembre 2023. Malgré une croissance en berne en 2024 et une légère remontée du chômage, la BCE serait moins prompte à infléchir sa position. Étant donné nos prévisions de prix de l'énergie, l'inflation se maintiendrait au-dessus de 3 % jusqu'au troisième trimestre 2024. La baisse des taux n'interviendrait donc pas avant la toute fin de l'année. Le taux des opérations principales de refinancement serait de 4,25 % et celui de la facilité de dépôt de 3,75 %.

De fait, étant donné les délais de transmission de la politique monétaire, il est fort probable que l'effet des hausses passées n'ait pas atteint son pic. Pour autant, leur diffusion a déjà commencé. L'ensemble des taux a augmenté. Les taux de marché publics et privés sont plus élevés et les banques commerciales répercutent ces hausses sur les taux de crédit aux entreprises et sur les taux des crédits immobiliers (voir encadré). Par ailleurs, on commence à voir le fléchissement du crédit (graphique 11). Outre-Atlantique, où le financement des entreprises par les marchés est prépondérant, les encours d'émissions ont baissé en août 2023 en glissement annuel. Bien que l'ajustement des prix sur les marchés immobiliers soient relativement modérés, la transmission de la politique monétaire se reflète déjà dans l'évolution du crédit et de l'investissement-logement de certains pays, France et États-Unis notamment. Il en résulte un effet de revenu immédiat sur les ménages et les entreprises endettés à taux variables[11]. En outre, des conditions de crédit plus restrictives réduisent la demande de crédit et donc l'incitation à investir et à consommer, notamment des biens durables. Enfin, en cas de baisse prolongée du prix des actifs, un effet de richesse pèsera également sur la demande.

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

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



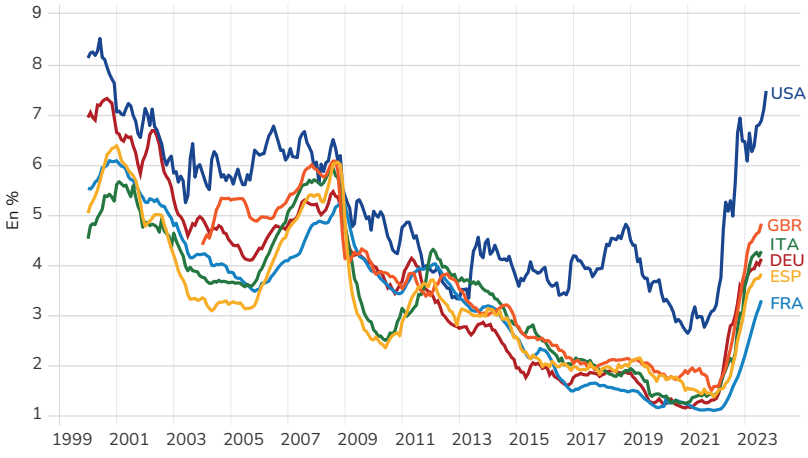
BCE et Réserve fédérale.

Encadré 1. **Immobilier : le retournement ?**

Le resserrement monétaire s'est traduit, dans nombre de pays, par une hausse importante des taux de crédit à l'habitat accordés aux ménages. Aux États-Unis, ces derniers s'établissaient en septembre 2023 à 7,1 % contre 2,9 % en septembre 2021 (graphique 12). Au Royaume-Uni, les taux ont crû de 3 points passant de 1,8 % à 4,8 % sur la période, une évolution légèrement supérieure à celle observée en Allemagne, en Espagne ou en Italie. La France, qui était le pays connaissant les taux les plus bas en septembre 2021 (1,1 % en moyenne) a connu une croissance moins brutale de ses taux de crédit à l'habitat (+2 points). Cette hétérogénéité dans l'évolution des taux de crédit à l'habitat peut provenir d'une part d'une situation concurrentielle interbancaire différente entre pays mais aussi des différences réglementaires quant aux conditions d'octroi de crédit, notamment liées à la question du taux d'usure.

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

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

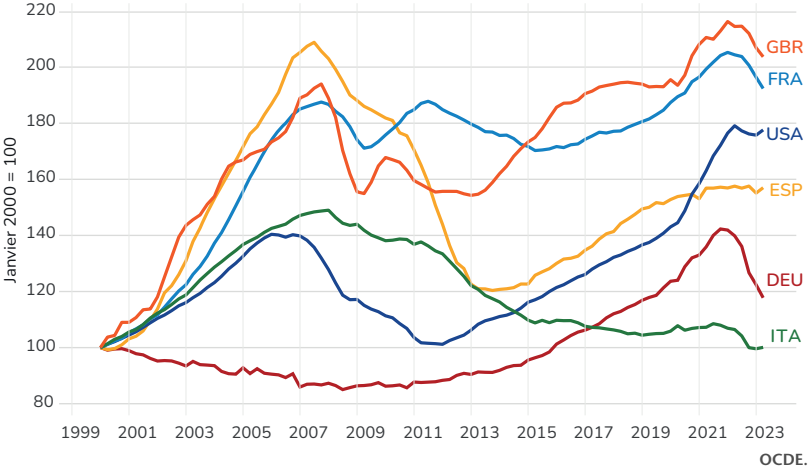


BCE, FED, BOE.

Dernier point connu : 10-2023.

Outre ces remontées différenciées des taux de crédit à l'habitat des ménages, leur impact sur les prix de l'immobilier a été significativement différent selon les pays (graphique 13). Malgré la remontée brutale des taux, les prix immobiliers dans l'ancien, corrigés de l'évolution des prix à la consommation, ont continué à croître aux États Unis début 2022 avant de se stabiliser. En Espagne, les prix n'ont entamé leur décrue qu'au dernier trimestre 2022. En Italie, les prix ont atteint, en réel, mi 2023 leur niveau du début des années 2000. Au Royaume Uni et en France, pays ayant connu la

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



OCDE.

Dernier point connu : 4-2023.

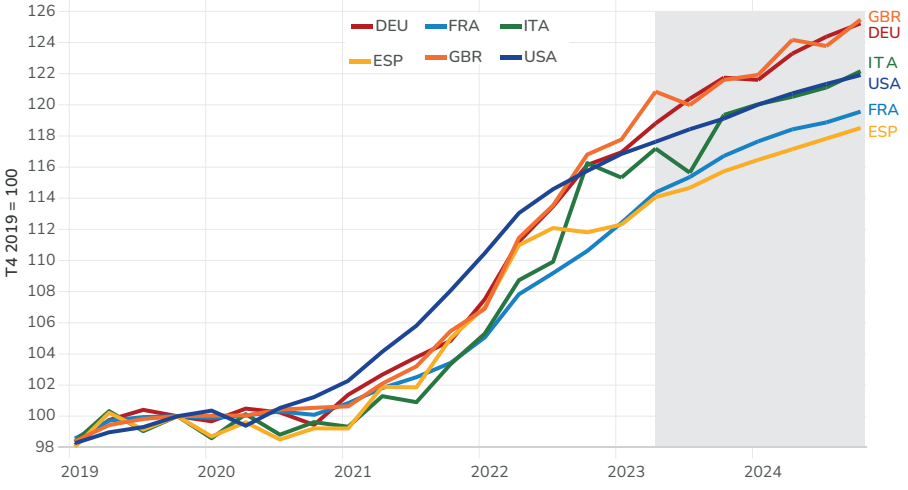
plus forte croissance des prix immobilier réels depuis 2000, les prix se sont ajustés de 7 % entre début 2022 et mi 2023. En Allemagne, pays qui a vu comme la France, le volume de ses crédits nouveaux à l'habitat se réduire de près de 40 % sur un an, la baisse des prix immobiliers réels a atteint 18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

Ralentissement prolongé

Au premier semestre 2023 la croissance a principalement été freinée par la forte hausse des prix de l'énergie de 2022. Les effets du resserrement monétaire ont également commencé à se faire ressentir en lien avec la hausse du coût du crédit. L'investissement résidentiel s'est notamment ajusté en France et aux États-Unis. Les effets des contraintes d'offre et de l'incertitude se sont cependant progressivement estompés et les mesures de soutien budgétaire pour lutter contre la crise énergétique ont joué favorablement puisqu'elles ont contribué soit à freiner l'inflation, soit à en amortir les conséquences sur le pouvoir d'achat. En 2024, les effets du choc énergie se dissiperont progressivement, même s'ils pèseront encore sur l'activité aux troisième et quatrième trimestres. Pour 2024, malgré une faible remontée des prix du pétrole et du gaz, ces facteurs n'amputeraient plus la croissance. Les prix de l'énergie ont effectivement baissé sur la première partie de l'année 2023 mais l'augmentation anticipée dans notre scénario est de bien moindre ampleur que le choc subi en 2022. En contrepartie, les mesures de soutien au pouvoir d'achat mises en oeuvre dans les pays européens cesseront. L'objectif de ces politiques était d'amortir et de lisser le choc dans le temps. Le recul du pouvoir d'achat lié à l'inflation a pu être amorti dans un premier temps, soit parce que les boucliers tarifaires ont en partie bloqué l'inflation, soit parce que des transferts directs aux ménages ont accru le revenu disponible. En 2024, l'inflation sera moins élevée mais les transferts seront aussi réduits. De fait, la dynamique de l'inflation dépendra non seulement de l'évolution des prix de l'énergie mais aussi du calendrier des mesures qui ont conduit à réguler les prix de l'énergie. Ainsi, l'inflation serait plus élevée en France en 2023 que dans les autres principaux pays de la zone euro. Mais elle avait été plus faible en 2021 et 2022 en lien avec la mise en oeuvre du bouclier tarifaire à partir d'octobre 2021. C'est donc la dynamique du niveau des prix sur l'ensemble de la séquence qui renseigne des éventuels écarts subsistants entre les pays. À cet égard, le niveau de l'indice des prix à la consommation harmonisé fin 2024 serait plus bas en

France et en Espagne qu'en Allemagne et en Italie (graphique 14). Si l'on tient compte ensuite de la dynamique des salaires en 2023-2024 et de l'emploi, il ressort que le revenu disponible brut réel progresserait de 1 % en Allemagne (après avoir baissé en 2023) et de 0,9 % en France (contre 1,2 % en 2023). L'évolution serait moins favorable en Espagne et en Italie. Comparativement, le pouvoir d'achat du revenu disponible outre-Atlantique passerait de 3,6 % à 0,7 %.

Graphique 14. **Évolution du niveau des prix depuis 2019**



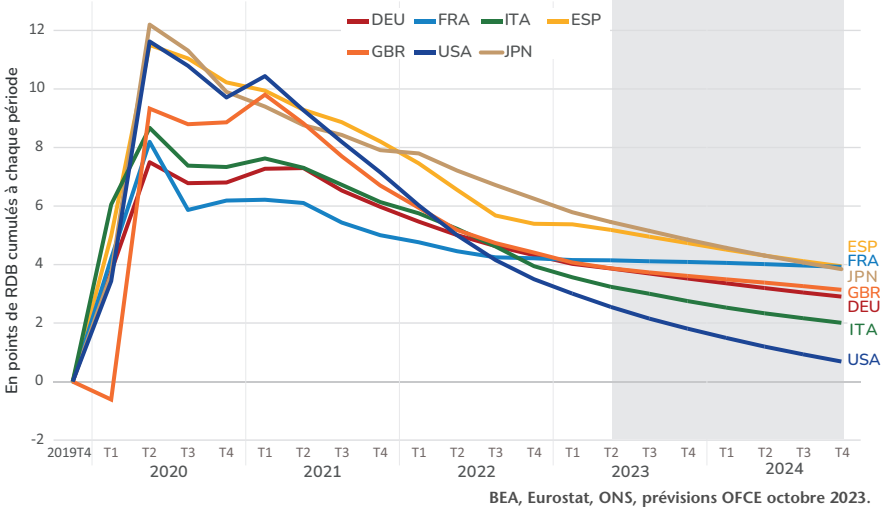
BEA, Eurostat, ONS, prévisions OFCE octobre 2023.

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

La baisse de l'activité serait en partie amortie par la baisse de la surépargne (graphique 15). Les mesures de soutien aux revenus en 2020-2021, dans un contexte où certaines dépenses ont été contraintes, ont conduit les ménages à épargner massivement au regard de leur comportement d'épargne de longue période (2010-2019). L'utilisation progressive de cette surépargne a ensuite permis de soutenir la consom-

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

Graphique 15. **Évolution de la surépargne des ménages**



BEA, Eurostat, ONS, prévisions OFCE octobre 2023.

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

Dans la zone euro, la stagnation se poursuivrait au second semestre avec une récession en Allemagne et en Italie et une croissance plus modérée en France et en Espagne relativement au premier semestre. À part en Allemagne où le PIB se contracterait de 0,4 % en 2023, la croissance annuelle des pays de la zone euro resterait positive mais bien moins forte qu'en 2022 (voir tableau). Le PIB italien progresserait de 0,5 % en 2023 et 0,2 % en 2024 alors qu'il avait augmenté de 3,9 % en 2022. Le PIB espagnol continuerait de progresser plus rapidement que celui des autres pays de la zone euro (2,5 % en 2023 et 1,5 % en

2024), essentiellement tiré par la demande intérieure si bien qu'en fin d'année 2024, l'Espagne dépasserait ses partenaires (graphique 16). En rythme annuel, la croissance de la zone euro atteindrait 0,5% en 2023 et 1% en 2024 avec une accélération progressive de l'activité tirée par une reprise en Allemagne. Au Royaume-Uni, le rythme de croissance trimestriel serait faible (0,2 % en moyenne) mais stable. Enfin, le ralentissement serait franc aux États-Unis à partir du quatrième trimestre 2023 ce qui n'affecterait toutefois pas la croissance annuelle anticipée à 1,9 % comme en 2022. Mais pour 2024, le PIB ne progresserait plus que de 0,7 %.

Tableau de croissance mondiale

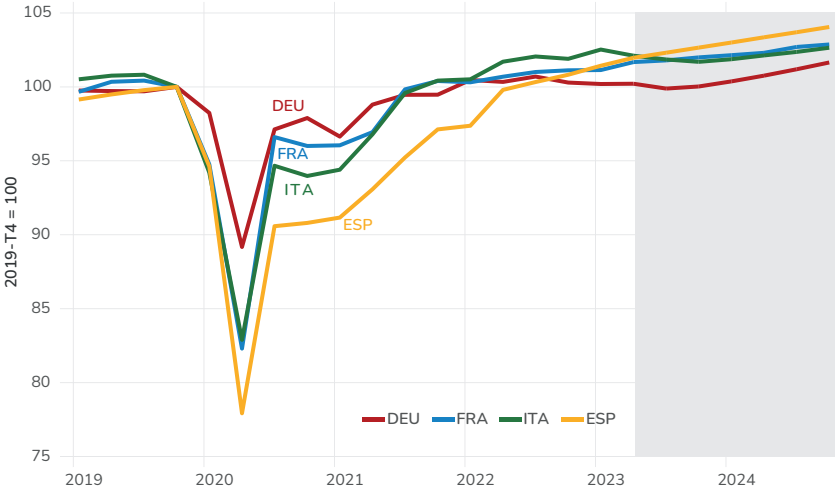
	PIB en volume		
En %	2022	2023	2024
DEU	1,9	-0,4	0,9
FRA	2,5	0,9	0,8
ITA	3,9	0,5	0,2
ESP	5,8	2,5	1,5
EUZ	3,4	0,5	1,0
GBR	4,3	0,7	0,9
USA	1,9	1,9	0,7
JPN	1,0	2,0	1,1
Pays développés	2,6	1,3	0,9
CHN	3,0	5,0	3,7
PVD	3,7	3,6	3,3
Monde	3,2	2,6	2,3

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

Il n'en demeure pas moins que le ralentissement macroéconomique se traduira par une augmentation du chômage qui serait amplifiée par la fermeture du cycle productivité. En effet, dans certaines économies (Allemagne, France, Royaume-Uni), les créations d'emplois ont été particulièrement fortes étant donné la faible croissance de la valeur ajoutée, créant un écart entre le niveau de la productivité apparente du travail et sa tendance historique. Nous faisons l'hypothèse que le niveau et la croissance de la productivité n'ont pas été modifiés par les crises récentes. Dès lors, le retour de la productivité vers sa tendance pré-Covid se traduira par un ralentissement des créations d'emplois. Sur l'ensemble de la zone euro, le taux

de chômage passerait ainsi de 6,4 % au deuxième trimestre 2023 à 7,2 % en fin d'année 2024. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, le taux de chômage représenterait respectivement 4,5 et 4,9 % de la population active au dernier trimestre 2024.

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



En Chine, les freins liés à l'ajustement du secteur immobilier, à un environnement international peu porteur et aux tensions commerciales persisteront à l'horizon de la fin 2024. Nous retenons un scénario dans lequel le gouvernement chinois poursuivra la stratégie de lente restructuration du secteur immobilier, en parvenant à éviter une crise profonde et durable, tandis que la croissance du commerce mondial resterait modérée. Sous ces hypothèses, la croissance chinoise atteindrait 5 % cette année et ralentirait mais serait de 3,7 % seulement en 2024. Le ralentissement chinois en 2024 et la faiblesse du commerce mondial se répercuteront également sur les autres économies émergentes. Dans l'ensemble des pays en voie de développement, la croissance atteindrait 3,5 % en 2024 contre 3,7 % les deux années précédentes.

Au-delà de l'incertitude liée à l'évolution des prix de l'énergie qui pourraient maintenir les taux d'inflation durablement au-dessus de 2 % ou au contraire accélérer la désinflation, ce scénario de croissance suppose que les conséquences du resserrement monétaire ne seront

pas amplifiées par une crise immobilière et plus généralement une baisse plus marquée des prix des actifs. L'histoire monétaire et financière montre que les récessions sont effectivement amplifiées en cas de crise immobilière notamment lorsque celle-ci est précédée d'un boom du crédit (Jordà, Schularick, et Taylor 2015), hypothèse qui ne semble cependant pas être vérifiée selon les données de la BRI pour le premier trimestre 2023[12].

Références

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

Fernald J., et H. Li, 2022, « The impact of Covid on productivity and potential output », *Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper Series* 2022 (19): 01-52. https://doi.org/10.24148/wp2022-19.

Jordà Ò., M. Schularick, et A. M. Taylor, 2015, « Leveraged bubbles », *Journal of Monetary Economics* 76 (décembre) : S1-20.

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

États-Unis : jusqu'ici tout va bien…[1]

Malgré le ralentissement économique mondial et le resserrement monétaire de la Réserve fédérale, la croissance américaine ne fléchit pas et le marché du travail reste tendu. Néanmoins, quelques signaux indiquent que le retournement conjoncturel pourrait se matérialiser d'ici la fin de l'année. Les conditions financières se sont durcies pour l'ensemble des agents non financiers. La poursuite de la désépargne des ménages permettrait aux États-Unis d'échapper à la récession mais le fléchissement de l'activité qui se profile à partir de la fin de l'année 2023 se traduira par une remontée du chômage. L'inflation devrait également poursuivre sa décrue mais à un rythme modéré. Dans ce contexte, la Réserve fédérale mettrait un terme au resserrement et pourrait même décider de baisser le taux directeur au deuxième semestre 2024 pour contenir la dégratation de la conjoncture économique.

Une croissance solide…

Alors que le début de l'année 2022 avait été marqué par deux trimestres consécutifs de baisse de l'activité, les performances économiques du second semestre ont montré qu'il s'agissait d'une récession purement technique liée d'abord à un écart important entre exportations et importations puis à un fort déstockage. Malgré ce coup d'arrêt, la croissance annuelle moyenne a atteint 1,9 % en 2022 et devrait se maintenir en 2023 puisqu'au cours des deux premiers trimestres, le PIB a progressé respectivement de 0,5 et 0,6 %[2]. La demande intérieure reste le principal moteur de la croissance avec une bonne tenue de la consommation – publique et privée – et de l'investissement non-résidentiel.

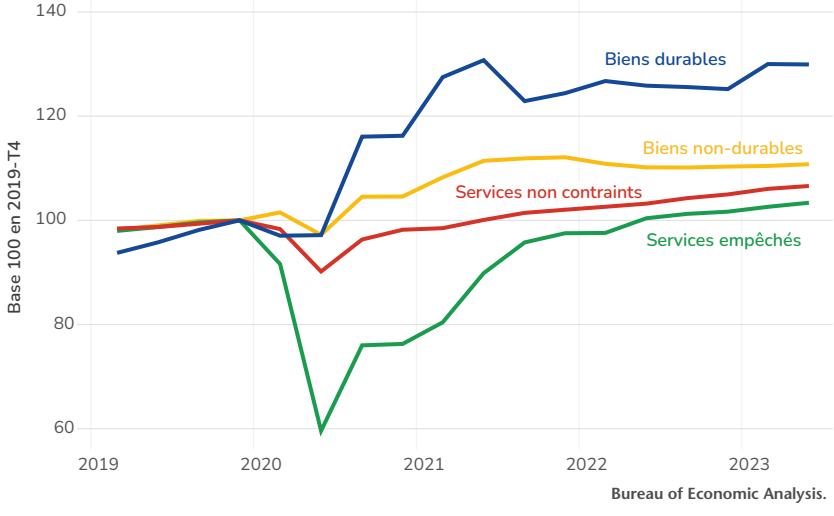
Du côté des ménages, les dépenses en services ont pris le relais des achats de biens durables dont la demande avait été très forte jusque mi-2021 (graphique 1). Il en résulte un réquilibrage de la structure de

1. Ce texte est rédigé par **Christophe Blot**, *Département analyse et prévision*.
2. L'acquis de croissance s'élève d'ores et déjà à 1,9 %.

consommation des ménages[3]. Malgré l'inflation, le pouvoir d'achat du revenu disponible brut a progressé au premier semestre. Le soutien à la consommation a de plus été renforcé par la réduction de l'épargne accumulée en 2020-2021. Ce boom ne s'accompagne pas d'une dynamique similaire pour les dépenses en investissement-logement. Après un rebond très rapide en 2020, les ménages ont clairement délaissé l'investissement-résidentiel. Les permis de construire ont chuté de plus de 25% depuis fin 2021 et le taux d'investissement des ménages est désormais inférieur à celui observé fin 2019. Cet ajustement, antérieur au resserrement monétaire, s'est amplifié avec une baisse de près de 20% depuis le premier trimestre 2022, probablement en lien avec la montée des taux d'intérêt sur les crédits hypothécaires[4].

En revanche la hausse des taux d'intérêt ne semble pas encore se refléter sur l'investissement productif[5]. Les dépenses d'investissement en équipement et dans les produits de la propriété intellectuelle sont restées bien orientées si bien qu'au total l'investissement productif dépasse son niveau pré-Covid de 8 % avec un taux d'investissement

Graphique 1. **Dépenses de consommation des ménages**



3. La part des dépenses en services est effectivement remontée à 66,7 % de la consommation totale au deuxième trimestre 2023 après un point bas à 65 % mi-2021. Leur poids représentait 70 % des dépenses totales de consommation au quatrième trimestre 2019.
4. Le coût d'un emprunt hypothécaire a augmenté de 4 points entre janvier 2022 et septembre 2023.
5. On note néanmoins un fléchissement des dépenses d'investissement dans le bâtiment qui sont inférieures à leur niveau pré-Covid.

qui se maintient autour de 13,5 %. Enfin, bien que les chiffres du commerce extérieur témoignent d'une forte volatilité, la progression de la demande intérieure s'est traduite par une hausse des importations qui se situent 10,7 % au-dessus du niveau du quatrième trimestre 2019 tandis que les exportations restent en-deçà du niveau qu'elles atteignaient fin 2019[6]. Il en résulte une dégradation du solde des transactions courantes avec un déficit de 3,2 points de PIB au deuxième trimestre 2023 contre -2,1 sur l'année 2019, situation qui reflète la croissance plus rapide de l'économie américaine relativement à celle de nombreux pays industrialisés et notamment à la zone euro.

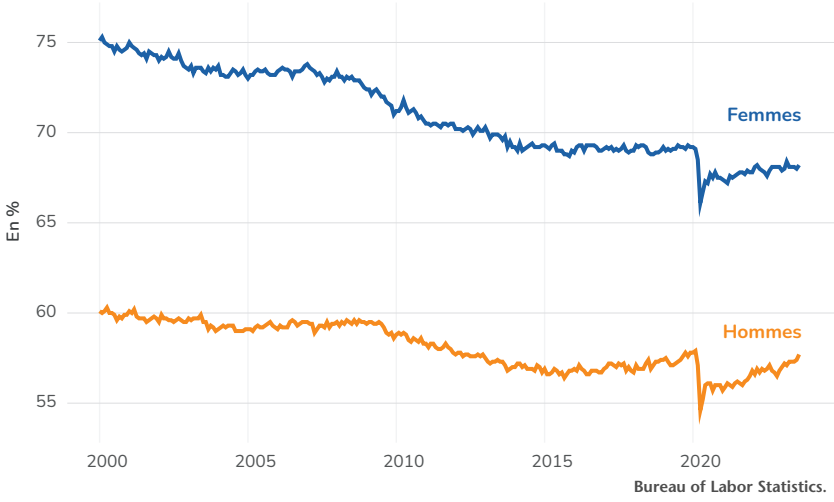
… et un marché du travail toujours sous tension

La dégradation du compte courant et l'accélération des prix observées dès le début de l'année 2021 suggère que l'économie américaine pourrait être en situation de surchauffe. La faiblesse historique du taux de chômage corrobore ce diagnostic puisqu'il est au plus bas (3,5 % de la population active au deuxième trimestre 2023) depuis la fin des années 1960[7]. Les créations d'emploi ont été dynamiques : 270 000 emplois en moyenne par mois depuis début 2022 contre 185 000 entre 2017 et 2019. Néanmoins, si l'emploi avait suivi la tendance observée entre 2016 et 2019, il y aurait actuellement 6 millions d'emplois supplémentaires. Par ailleurs, le taux d'emploi reste inférieur de 0,7 point à son niveau du quatrième trimestre 2019[8].

Ce contraste a pour corollaire une augmentation de la productivité, notamment en 2020 et 2021, et une baisse du taux d'activité. La crise de la Covid a été marquée par une chute temporaire de la population active qui a diminué de plus de 6 millions de personnes en deux trimestres, soit une baisse de 3 points du taux d'activité. Le taux d'activité a rebondi par la suite mais n'est toujours pas revenu au niveau observé fin 2019, notamment pour les hommes où il est en repli de 1 point (graphique 2). La baisse est principalement concentrée dans la tranche d'âge la plus élevée avec un taux d'activité de 38,8 % de la population âgée de 55 ans et plus contre 40,3 % en décembre 2019[9].

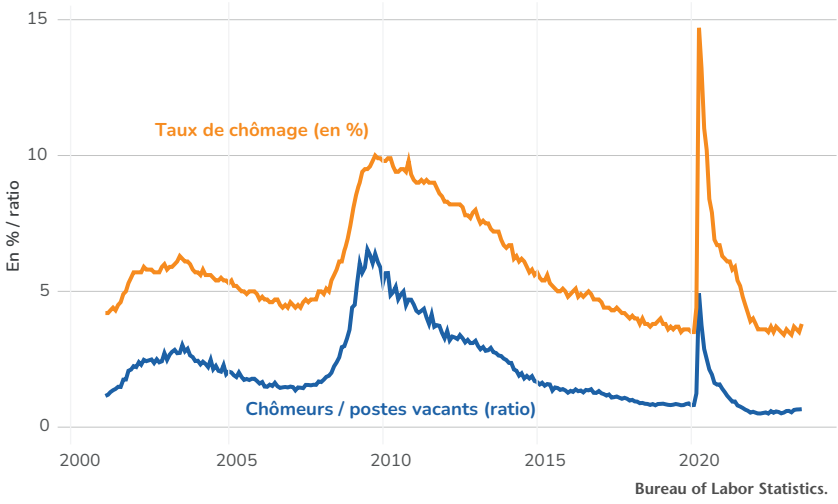
6. Au cours du premier semestre 2023, on observe à la fois une baisse des importations et des exportations.
7. Selon le CBO (Congressional Budget Office), le taux de chômage non-inflationniste (NAIRU : Non-accelerating inflation rate of unemployment) se situerait à 4,4% de la population active.
8. Il est inférieur de 4,5 points au niveau record observé au début des années 2000.
9. Le taux d'activité des autres catégories dépasse celui observé fin 2019 avec notamment une hausse de plus de 0,5 pour les 16-54 ans.

Graphique 2. **Taux d'activité hommes-femmes**



La situation sur le marché du travail reflète donc l'écart entre la demande, alimentée par la reprise économique, et une offre de travail en repli (Domash et Summers, 2022). Il en résulte une baisse du ratio du nombre de chômeurs sur les emplois vacants (graphique 3) et des difficultés de recrutement accrues. Pour un taux de chômage équivalent à celui de la fin de l'année 2019, le niveau de tensions sur le marché du travail est plus élevé puisqu'il y un nombre de chômeurs réduit relativement aux emplois vacants. L'évolution très récente pourrait cependant suggérer un début de retournement. Le taux de chômage a augmenté de 0,3 point sur le mois d'août et le niveau d'emplois vacants a légèrement baissé. Il était inférieur à 9 millions en juillet 2023 alors qu'il dépassait 10 millions en avril et même 11 millions en décembre 2022. Dans ce contexte, les salariés gagnent en pouvoir de négociation et peuvent plus facilement faire valoir leurs revendications salariales. Ainsi, les salaires nominaux ont progressé de 5,8 % en 2022 contre moins de 3 % en moyenne sur la période 2011-2019. Cette hausse ne fut cependant pas suffisante pour compenser l'inflation si bien que le salaire réel a diminué en 2022. La dynamique des salaires nominaux restait bien orientée en début d'année 2023 puisqu'ils progresssaient de 4,6 % alors que les prix ont décélé à 3,7 %[10]. D'ici la fin 2024, nous anticipons une légère progression du salaire réel par rapport à son niveau de 2020.

Graphique 3. **Indicateurs des tensions sur le marché du travail américain**



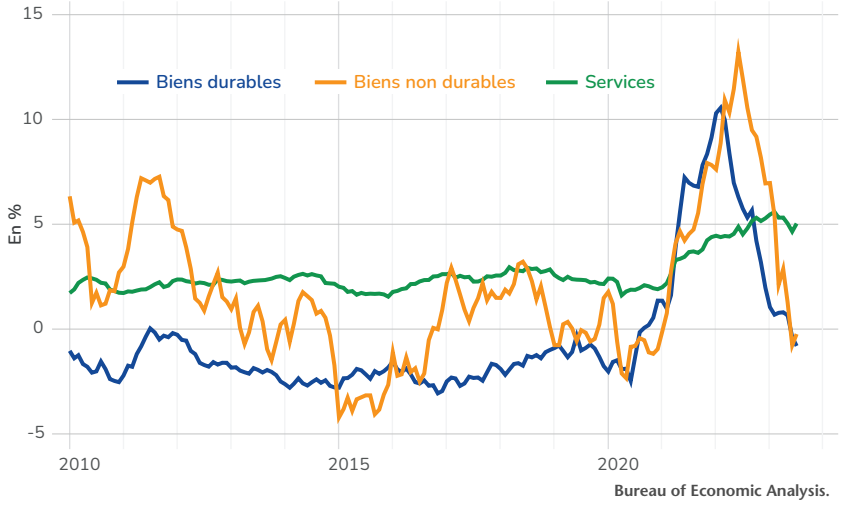
L'inflation diminue…

Le maintien du rythme de croissance de l'activité, la baisse du taux de chômage et la dynamique des salaires ne s'accompagnent pas d'une accélération des prix. Au contraire, l'inflation, mesurée par le déflateur des prix à la consommation, marque un repli puisqu'elle est passée d'un pic à 7 % en juin 2022 à 3,3% en juillet 2023[11]. La baisse s'explique notamment par le repli des prix de l'énergie. Sur le deuxième trimestre 2023, les prix de l'énergie contribuaient même négativement à l'inflation. L'inflation sous-jacente diminue également mais à un rythme moins rapide. En juillet 2023, elle s'élevait à 4,2 %, un point en-dessous de son niveau de septembre 2022. Elle reste alimentée par l'évolution des prix dans les services puisque le glissement annuel des biens – durables et non durables – était négatif en juillet (graphique 4), en lien avec la diminution des contraintes qui avaient pesé sur l'appareil productif, notamment dans le secteur automobile. L'inflation dépasse 6 % dans les services de logement, de transport, l'hôtellerie et la restauration, les services financiers et les services professionnels, en lien avec l'augmentation des coûts salariaux

10. Selon l'enquête *Wage tracker* réalisée par la Réserve fédérale d'Atlanta, le salaire des salariés à plein-temps progressait encore de près de 6 % au deuxième trimestre.
11. En glissement annuel, la progression de l'indice des prix à la consommation était également de 3,3 % en juillet mais elle remonte néanmoins au mois d'août de 0,4 point.

et celle des loyers pour le logement. Une boucle prix-salaire ne devrait néanmoins pas s'enclencher puisque l'on observe un repli de l'ensemble des composantes des services à l'exception des services financiers. Les salaires nominaux devraient effectivement ralentir et les nouveaux loyers négociés progresser plus modérément (Leduc, Wilson et Zhao ; 2023).

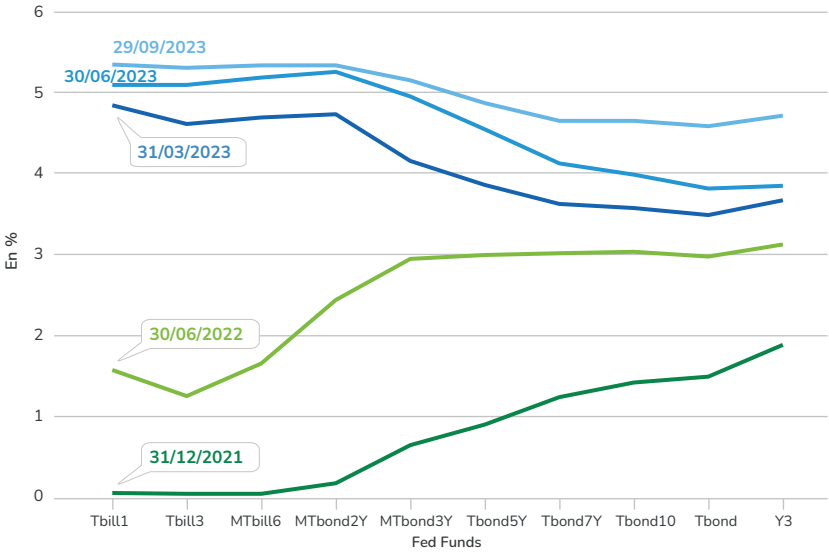
Graphique 4. **Taux d'inflation**



… trop lentement selon la Réserve fédérale

Néanmoins, ces signaux sont jugés insuffisants par la Réserve fédérale qui a décidé d'augmenter son taux directeur en mai et en juillet, le portant à 5,5 %. Jerome Powel martèle que l'inflation reste trop élevée et qu'un assouplissement de la politique monétaire n'est pas à l'ordre du jour. Malgré le statu quo lors de la réunion du 20 septembre, la publication des anticipations de taux des membres du FOMC pour 2024 indique qu'ils pourraient rester supérieurs à 5 %. Les taux sur le marché à différentes maturités continuent donc de monter (graphique 5) durcissant les conditions de financement pour les entreprises et les ménages. Ainsi les entreprises notées BAA se financent à plus de 6 % et le taux d'un prêt immobilier à 30 ans dépasse 7 % en septembre 2023, niveau qui n'avait pas été observé depuis le début des années 2000. Nous anticipons que l'orientation de la politique monétaire resterait restrictive jusqu'en fin d'année 2023 mais qu'il n'y aurait pas de hausse supplémentaire des taux d'intérêt.

Graphique 5. **Structure par terme des taux d'intérêt**



Refinitiv Eikon Datastream.

Pour l'année 2024, les décisions du FOMC seront conditionnées par le sentier d'inflation et de croissance. Nous anticipons une remontée du prix du pétrole qui passerait de 85 dollars le baril en moyenne annuelle en 2023 à 90 dollars. En glissement annuel, la composante énergie de l'inflation redeviendrait légèrement positive, ce qui ne remettrait pas en cause la convergence de l'inflation vers la cible de 2 %. En fin d'année, l'inflation atteindrait 2,3 % en glissement annuel. Le sous-jacent perdrait près de 2 points et se maintiendrait un peu au-dessus de l'inflation totale. Bien que la cible de 2 % ne sera pas atteinte, nous anticipons un retournement de la politique monétaire à la fin du deuxième trimestre 2024 en lien avec le ralentissement de l'activité et l'augmentation du chômage.

Atterrissage forcé…

En effet, la résilience de l'économie américaine en 2023 s'expliquerait à la fois par les délais de transmission de la politique monétaire, qui atteindraient un pic entre 18 et 24 mois mais aussi par l'effet des mesures budgétaires passées qui ont largement soutenu le revenu des ménages. Les transferts et les baisses d'impôts mis en œuvre pendant la période de la Covid ont eu pour effet de faire grimper le taux d'épargne

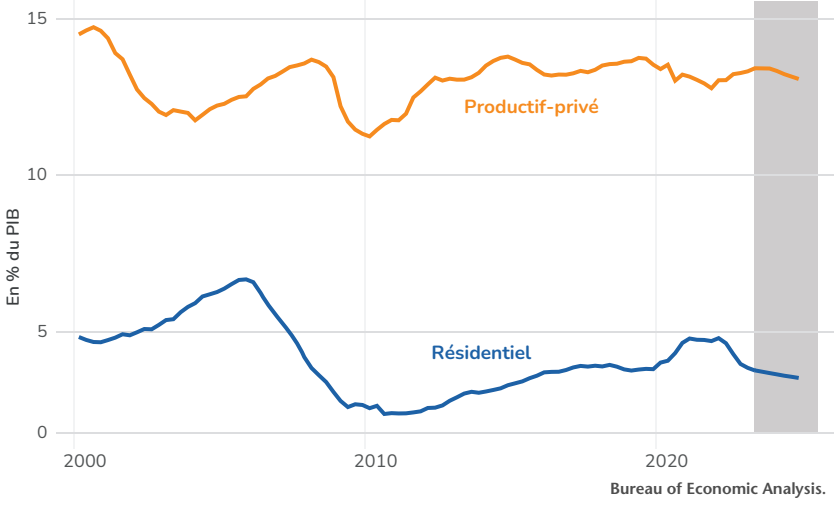
des ménages, ce qui a soutenu leur consommation par la suite. Ainsi, le taux d'épargne est passé de 14,4 % en moyenne sur 2020-2021 à 4 % depuis le début de l'année 2022. En puisant dans leur sur-épargne, les ménages américains ont pu maintenir leur consommation. Nous anticipons une stabilisation du taux d'épargne entre 4,2 et 4,4 % jusqu'en fin d'année 2024 alors qu'il s'élevait à 8,8 % en 2019[12]. En outre, la politique budgétaire ne soutiendrait pas l'activité malgré la montée en charge de l'IRA (*Inflation Reduction Act*) qui prévoit des dépenses supplémentaires (directes ou indirectes sous formes de crédits d'impôts) pour favoriser la transition énergétique[13]. Le montant estimé de ces dépenses s'élève à 432 milliards de dollars sur 10 ans, soit 0,2 point de PIB de dépenses annuelles supplémentaires. Celles-ci seraient financées par des prélèvements supplémentaires et notamment une augmentation du taux d'imposition minimal des entreprises si bien que l'effet macroéconomique serait faible (Bistline, Mehrotra et Wolfram, 2023). La consommation marquerait légèrement le pas mais sans s'effondrer pour autant. Les ménages disposent encore d'importantes liquidités puisque même ajusté de l'évolution des prix depuis 2019, l'encours de leurs dépôts est trois plus élevé qu'au quatrième trimestre 2019, faisant plus que compenser la réduction de l'encours des comptes d'épargne. En moyenne annuelle, la consommation progresserait alors de 1,1 % en 2024 après 2,2 % en 2023 et 2,7 % en 2022.

Le ralentissement passerait aussi par un ajustement de l'investissement des ménages et des entreprises. L'investissement résidentiel baisserait en 2023 et tout au long de l'année 2024, soit pendant 11 trimestres consécutifs. Cette baisse serait bien moindre que celle observée entre 2006 et 2010. À cette époque, l'investissement des ménages avait chuté de plus de 4 points de PIB (graphique 6) alors que nous anticipions une baisse totale de 1,3 point entre début 2021 et fin 2024. Le durcissement des conditions monétaires conjugué à une baisse de la demande domestique et étrangère en raison du ralentissement mondial se traduira par une baisse de l'investissement des entreprises. En moyenne annuelle, la croissance de la FBCF productive passerait de 3,9 % en 2022 à -0,7 % en 2024. En rythme trimestriel, le ralentissement de l'activité serait surtout marqué au tournant de l'année 2021 avec une croissance du PIB de 0,1 % au quatrième

12. Ce taux se situe néanmoins au-dessus de la moyenne 2011-2019 qui est à 7,4 %.
13. Voir Levasseur (2023) pour plus de détails.

trimestre 2023 et au premier trimestre 2024. Par la suite, la croissance se stabiliserait à 0,2 %. Le ralentissement serait donc principalement lié à celui de la demande intérieure en lien avec le resserrement monétaire. La contribution du commerce extérieur à la croissance devrait être neutre. La faible demande intérieure conduirait également à un ralentissement des importations. Mais parallèlement, la faible croissance mondiale se traduirait par une demande adressée atone. En moyenne annuelle, la croissance tomberait à 0,7 % en 2024, ce qui aura pour effet d'accroître le taux de chômage qui atteindrait 4,5 % en fin d'année 2024.

Graphique 6. **Taux d'investissement**

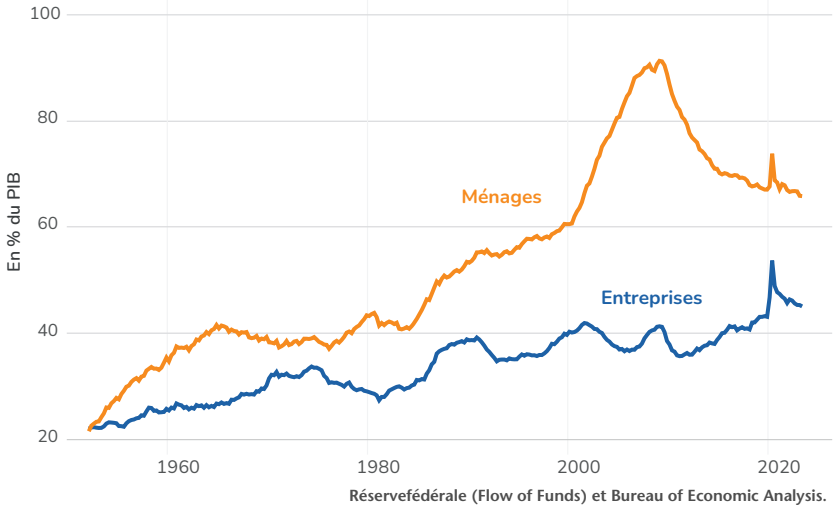


… et contrôlé ?

L'économie américaine échapperait à la récession mais la situation pourrait s'avérer plus dégradée que ce que nous anticipons, notamment si le resserrement monétaire devait se traduire par un ajustement marqué du prix des actifs. Après une courte phase de baisse en 2022, les cours boursiers sont repartis à la hausse mais témoignent toujours d'une forte volatilité. De même, les prix immobiliers ont fortement augmenté depuis 2020 et dépassent le pic observé en 2006 même lorsqu'ils sont déflatés par l'indice des prix à la consommation. Un ajustement plus durable du prix des actions et une crise immobilière pourraient faire basculer l'économie en récession. La baisse de l'investissement serait amplifiée et un effet de richesse – financière et

immobilière – négatif pousserait la croissance de la consommation en territoire négatif. Ce scénario ne semble cependant pas le plus probable aujourd'hui, notamment parce que la situation des ménages américains est différente de celle qui avait précédé la crise des *subprime*. Les ménages sont moins exposés au risque de taux qu'ils ne l'étaient en 2006 dans la mesure où la part de l'endettement à taux fixe s'est accrue après la crise des *subprime*[14]. De fait, selon la Réserve fédérale, la charge d'intérêt sur les prêts hypothécaires et à la consommation est stable, autour de 0,8 point de RdB depuis le deuxième trimestre 2022. Fin 2007, début 2008, elle dépassait 13,2 % du RdB[15]. De même, le taux d'endettement est bien inférieur : 88 % du revenu disponible brut au troisième trimestre 2023 contre un pic à 124,7 % en 2007. L'inquiétude pourrait être plus forte du côté des entreprises. Même si leur endettement a baissé de près de 10 points de PIB par rapport au deuxième trimestre 2020, il est plus élevé qu'à la fin des années 2000 (graphique 7).

Graphique 7. **Endettement des ménages et des entreprises**



Réservefédérale (Flow of Funds) et Bureau of Economic Analysis.

14. De fait, en période de taux bas, les ménages privilégient plus souvent les prêts à taux fixes pour réduire leur exposition au risque de taux. Mais avec la montée récente des taux d'intérêt, la part des prêts à taux variables devrait à nouveau augmenter. Notons enfin qu'aux États-Unis, un taux fixe n'est pas forcément fixe sur la durée totale du prêt.
15. Voir https://www.federalreserve.gov/releases/housedebt/default.htm.

Inversement, le soutien de l'IRA à l'activité pourrait être plus important que ce que nous inscrivons dans notre scénario. Des évaluations des dépenses induites suggèrent qu'elles pourraient être plus élevées que ce qui a été anticipé par le CBO (Congressional Budget Office) notamment parce que le gouvernement n'a pas limité le montant des crédits d'impôt qu'il pourrait allouer dans le cadre du financement en faveur de la transition énergétique. En outre, l'octroi de ces subventions ou crédits d'impôts est conditionné à un niveau minimum de contenu en intrants en provenance des États-Unis, ce qui pourrait accroître les relocalisations de l'activité et donc générer des investissements privés plus élevés.

Références

Bistline John, Neil Mehrotra et Catherine Wolfram, 2023, « Economic Implications of the Climate Provisions of the Inflation Reduction Act » : https://doi.org/10.3386/w31267.

Domash Alex, et Lawrence Summers, 2022, « How Tight are U.S. Labor Markets? » : https://doi.org/10.3386/w29739.

Leduc Sylvain, Daniel Wilson et Cindy Zhao, 2023, « Will a Cooler Labor Market Slow Supercore Inflation? » *FRBSF Economic Letter*, n° 18, pp. 1-5 :https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2023/july/will-cooler-labor-market-slow-supercore-inflation/.

Levasseur Sandrine, 2023, « L'Inflation eduction Act Américain : une loi mal nommée », *OFCE le blog*, septembre : https://www.ofce.sciences-po.fr/blog/linflation-reduction-act-americain-une-loi-mal-nommee/.

Allemagne : les stigmates de l'inflation[1]

L'économie allemande peine à sortir du marasme : entre le deuxième trimestre 2022 et le deuxième trimestre 2023, le PIB a reculé de 0,1 %. Au deuxième trimestre 2023, l'Allemagne dépasse à peine son niveau de production d'avant-Covid et se situe à la traîne par rapport aux États-Unis et aux grands pays de l'Union européenne. Comment l'expliquer ? En grande partie par l'effet de l'inflation : depuis la crise ukrainienne, les prix ont augmenté plus rapidement en Allemagne que dans les grands pays de l'UE et aux États-Unis. Les salaires nominaux n'ayant pas progressé de façon aussi rapide, la consommation privée a stagné – elle se situe, au deuxième trimestre 2023, encore 2 % en dessous de son niveau pré-Covid. Par ailleurs, malgré une baisse en 2023, les prix de l'énergie restent plus élevés qu'avant la crise ukrainienne. Or, l'un des piliers du modèle industriel allemand était l'accès à une énergie bon marché. Désormais, la production allemande intensive en énergie n'est plus compétitive, ce qui crée un choc structurel – s'ajoutant aux chocs préexistant dans certains secteurs comme l'automobile.

Les différents indicateurs conjoncturels (ventes, commandes, indicateurs de production) laissent entrevoir une dégradation de la situation économique au troisième trimestre, avec un recul du PIB de 0,3 % et une faible progression au quatrième trimestre 2023 (+0,1 %). Au total, le PIB devrait baisser de 0,4 % en 2023, avant une molle reprise de l'activité, qui croîtrait de 0,9 % en 2024. À partir de mi-2023, la faiblesse de la conjoncture devrait mettre un terme à la création d'emplois et le chômage devrait augmenter, passant de 3,2 % en 2023 à 3,7 % en 2024, notamment sous l'effet d'une amélioration de la productivité. En 2024, la croissance sera soutenue par la demande intérieure et le revenu disponible des ménages. En effet, malgré une conjoncture dégradée, le taux de marge des entreprises se situe à un niveau très supérieur à la période pré-crise Covid (de près de 2,6 points de valeur ajoutée). Nous anticipons une baisse de ces marges sous l'effet d'une progression dynamique des salaires ainsi qu'un ralentisse-

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

ment des prix à la consommation. Ces deux facteurs soutiendront le pouvoir d'achat des ménages. Ainsi, après une forte érosion en 2022[2], la croissance dynamique des salaires réels devrait stimuler l'activité et l'investissement dans les branches proches de la consommation, notamment les biens d'équipement. En revanche, l'activité devrait ralentir fortement dans le secteur de la construction. Le taux de croissance de l'indice des prix à la consommation (IPC) continuera de baisser, passant de 6,4 % en moyenne en 2023 à 3,3 % en 2024, sous l'effet d'une forte baisse de l'inflation alimentaire (11,4 % en 2023 et 3,3 % en 2024) et énergétique (5,6 % en 2023 et 0,2 % en 2024). En raison de la dynamique salariale, l'inflation sous-jacente atteindrait son pic au troisième trimestre 2023 et resterait dynamique en 2024, quoiqu'en ralentissement (3,9 % en 2024 après 5,6 % en 2023). L'impulsion du côté de la demande extérieure reste modérée, en raison du ralentissement du commerce international et des prix de l'énergie qui continuent à peser sur les secteurs à haute intensité énergétique. La politique budgétaire, encore expansionniste en 2023, deviendra restrictive en 2024, en raison de l'attrition des mesures liées à la crise énergétique en 2024. Par ailleurs, la hausse des charges d'intérêt pèsera sur les finances publiques. En conséquence, le déficit public au sens de Maastricht devrait se creuser, passant de 2,5 % du PIB nominal en 2022 à 4,1 % en 2023, puis 3,7 % en 2024. La dette publique passerait ainsi de 66,3 % du PIB en 2022 à 67,2 % en 2024.

Premier semestre 2023 : stagflation

Le premier trimestre a été marqué par une contraction de 0,1 % de l'activité, liée au recul de la demande interne et au déstockage. Ce recul de la demande est une conséquence de la persistance de l'inflation élevée qui a rogné le pouvoir d'achat et augmenté les coûts de financement. Par ailleurs, la consommation publique a fortement chuté en raison de l'arrêt des dépenses liées aux mesures Covid. Certes, le commerce extérieur a contribué positivement à la croissance mais uniquement grâce à la baisse marquée des importations en volume. La consommation privée a reculé, les fortes hausses de prix n'étant que partiellement compensées par les augmentations des salaires nominaux. Les effets les plus marqués ont été observés dans le commerce ; dans l'industrie manufacturière et le secteur de la construction, seul un

2. Le salaire réel par habitant a ainsi reculé de 5,8 % entre le quatrième trimestre 2021 et le deuxième trimestre 2023.

important stock de commandes non honorées a compensé la baisse de la demande courante. Du côté de l'offre, en revanche, les difficultés d'approvisionnement en produits intermédiaires se sont estompées et les prix de l'énergie ont baissé, ce qui a renforcé les capacités de production.

Au deuxième trimestre 2023, l'activité a stagné. En effet, malgré le redressement du revenu disponible réel, la consommation privée – notamment la consommation de biens durables – est restée atone, en raison d'une forte hausse du taux d'épargne des ménages, passé de 10,7 % à 11,9 % du revenu disponible. Certes, le niveau de production est revenu à son niveau pré-Covid, mais plus d'un demi-million de personnes actives supplémentaires y contribuent ; la productivité du travail a donc nettement baissé : au deuxième trimestre 2023, la productivité par salarié se situe 1,7 % en dessous du niveau du quatrième trimestre 2019. Une partie de l'explication réside dans la baisse de la durée du travail par salarié (0,5 %), mais l'essentiel s'explique par la baisse de la productivité horaire (1,2 %). La baisse de la productivité horaire est particulièrement marquée dans certains secteurs, notamment l'industrie hors construction ou le commerce, transport et hôtellerie-restauration.

Les exportations ont également connu un large recul au deuxième trimestre (-1,1 %), notamment pour les biens de consommation (-5 % en juin 2023, en glissement annuel) en raison de la faiblesse du commerce mondial et des prix de l'énergie qui pèsent sur l'industrie manufacturière allemande. Ainsi, les exportations de produits à forte intensité énergétique ont poursuivi leur tendance négative, avec une baisse de 12 % des exportations de produits chimiques et pharmaceutiques en juin 2023 (en glissement annuel). Le solde commercial s'est toutefois redressé au premier semestre, passant de 1,1 % du PIB au troisième trimestre à 4,8 % au deuxième trimestre 2023, sous l'effet d'une amélioration du solde commercial bilatéral notamment avec la Norvège, la Chine et la Russie[3].

La bonne surprise du deuxième trimestre 2023 vient de l'investissement, mais elle doit être relativisée. Alors que les indicateurs conjoncturels dégradés depuis le début de la guerre en Ukraine suggèrent une baisse des investissements en équipements, les carnets

3. L'amélioration de la balance bilatérale avec la Norvège en valeur (-16 milliards d'euros entre le troisième trimestre 2022 et le deuxième trimestre 2023) s'explique par la forte baisse des prix de l'énergie.

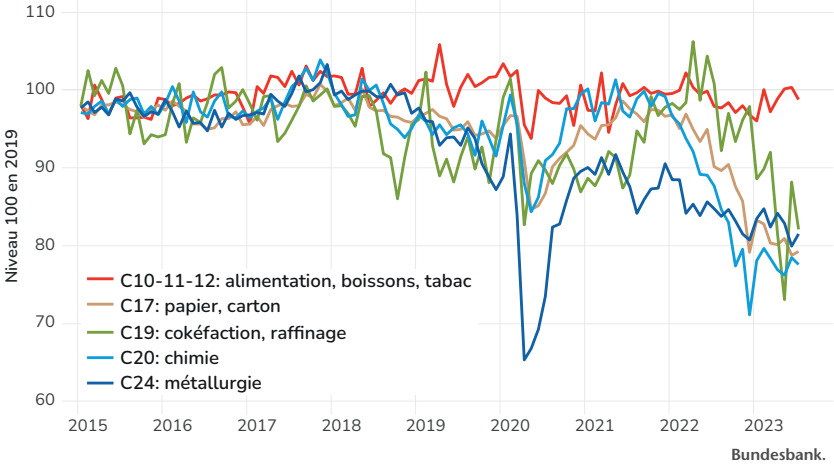
de commandes accumulés en raison des difficultés d'approvisionnement consécutives à la pandémie compensent cet effet. Ainsi, les carnets de commandes des fabricants allemands de biens d'équipement restent supérieurs d'un tiers environ à leur moyenne à long terme. L'investissement en construction a progressé de 0,2 %, mais les conditions restent néanmoins mauvaises : l'augmentation rapide des coûts de financement début 2023 a entraîné une division par deux du volume des crédits à la consommation, et le volume des transactions au deuxième trimestre a diminué de plus de 40 % par rapport au pic de 2022. Soulignons toutefois que la hausse des prix de la construction a ralenti, avec une progression du déflateur de 0,7 % au deuxième trimestre (glissement annuel), contre 2,3 % au trimestre précédent.

La progression des prix de l'énergie a considérablement ralenti (6,1 % au deuxième trimestre 2023 après 17 % au premier trimestre), grâce à la mise en place du bouclier sur l'électricité et le gaz en mars 2023. L'indice des prix à la consommation ne reflue que très peu en août 2023 (6,1 % en glissement annuel, après 6,2 % en juillet). Ce recul limité s'explique en partie par un effet de base, les mesures temporaires de lutte contre l'inflation ayant été mises en place entre juin et août 2022 (ticket de transport à 9 euros par mois, rabais à la pompe de 7,5 centimes par litre d'essence). Il s'explique aussi par une progression soutenue des prix des biens manufacturés et des prix des services, respectivement 5,5 % et 6,8 % en août. L'effet du ralentissement conjoncturel est également perceptible sur le marché du travail. On observe un ralentissement des créations d'emplois au deuxième trimestre 2023 (+62 000 personnes). Par ailleurs, le nombre de chômeurs croît continûment depuis janvier 2023 : en août 2023, il affiche une progression annuelle de 5,7 %.

Au deuxième trimestre 2023, la valeur ajoutée dans le secteur des services liés à la consommation, a enregistré une baisse, en raison de la faiblesse de la consommation privée. Par rapport à la période pré-Covid, la valeur ajoutée reste inférieure de 5,8 % dans le secteur du commerce, des transports et de l'hôtellerie-restauration et de 7,8 % dans le secteur des services aux ménages. *A contrario*, la valeur ajoutée des activités financières et immobilières et du secteur de l'information et la communication a fortement progressé. Par ailleurs, la faiblesse de l'investissement s'est traduite par un fort recul de la valeur ajoutée dans le secteur de la construction (-6,5 % par rapport à la période pré-Covid). Enfin, l'indice de production industrielle dans les cinq secteurs à forte intensité énergétique – tels que la fabrication de produits

chimiques et la production et transformation de métaux – stagne à un niveau 15 % inférieur à son niveau pré-Covid (graphique 1). Certes, les industries à haute intensité énergétique ne représentent que 30 % de la valeur ajoutée de l'industrie manufacturière, cependant cela représente une perte de 4,5 % de valeur ajoutée dans l'industrie manufacturière par rapport au niveau pré-Covid.

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



Un retour tardif de la croissance à partir de fin 2023

Le produit intérieur brut devrait stagner au deuxième semestre 2023. En 2024, les effets modérateurs du choc des prix de l'énergie s'atténueront, l'activité retrouvera un peu de vigueur, mais le cycle de productivité restera très dégradé (2,4 points en dessous de sa tendance en 2024). Au total, le PIB baisserait de 0,4 % en 2023 avant une molle reprise de l'activité qui croîtrait de 0,9 % en 2024. La contre-performance au deuxième semestre 2023 serait surtout liée à la faiblesse de l'investissement – avec une forte chute de l'investissement en construction – et des exportations, en raison d'une perte de compétitivité de l'industrie allemande. En revanche, les salaires réels progresseraient grâce à des négociations salariales favorables et au reflux de l'inflation : en conséquence, la consommation privée devrait se redresser, notamment en 2024 où elle constituera le principal soutien de la croissance. C'est exclusivement la demande intérieure qui soutiendra la croissance alors que les exportations continueraient à

souffrir de pertes de parts de marché et que les importations repartiraient à la hausse – nous inscrivons une hausse du taux de pénétration en prévision –, sous l'effet d'une amélioration du revenu des ménages. La lenteur de la reprise chez les principaux partenaires commerciaux de la zone euro comme la France et le ralentissement de l'économie chinoise devraient surtout freiner les exportations de biens d'équipement allemands. Ce scénario repose par ailleurs sur l'hypothèse d'une baisse du taux d'épargne au deuxième semestre 2023 et en 2024 : il passerait ainsi de 11,9 % au deuxième trimestre 2023 à 10,3 % au quatrième trimestre 2024, revenant à son niveau moyen entre 2013 et 2019. Ainsi, la sur-épargne accumulée depuis le quatrième trimestre 2019, qui représentait 5,5 % du revenu disponible des ménages en avril 2021, ne représenterait plus que 2,0 % du revenu disponible en octobre 2024[4].

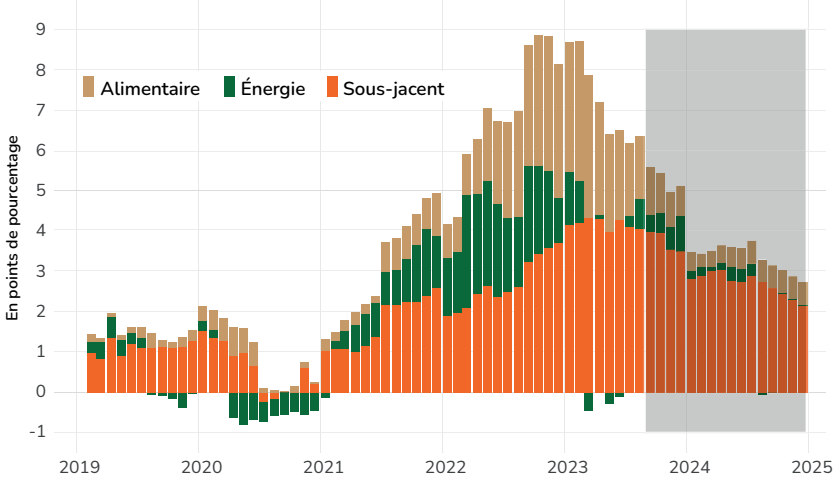
Ralentissement marqué de l'inflation

En août 2023, l'IPC atteint 6,1 %, et marque un recul par rapport au pic d'octobre 2022 (8,9 %). Le ralentissement des prix devrait se poursuivre à l'horizon de la prévision (graphique 2). En effet, le bouclier sur l'électricité et le gaz permet de limiter l'inflation énergétique. Par ailleurs, les prix de marché de l'électricité et du gaz ont considérablement reflué et selon nos hypothèses, ils devraient être inférieurs aux niveaux fixés par le bouclier tarifaire lorsque ce dernier sera supprimé (fin avril 2024). Dans ce contexte, nous attendons une inflation énergétique autour de 5,6 % en 2023, suivie d'une quasi-stagnation (0,2 %) en 2024. L'inflation alimentaire – qui était elle-même liée aux prix de l'énergie *via* le transport et les engrais – devrait également fortement baisser, passant de 9,2 % en août 2023 à 3,4 % en décembre 2024. L'inflation proviendrait essentiellement de la contribution de l'inflation sous-jacente : en effet, les hausses de salaires vont augmenter le pouvoir d'achat des ménages, donc la demande. La progression des salaires nominaux ne devrait toutefois pas conduire à la formation d'une boucle prix-salaires au cours de la période de prévision, car cette hausse de salaires devrait se faire au détriment des marges des entreprises, qui ont fortement augmenté depuis la période pré-Covid,

4. Pour calculer la surépargne, on prend comme référence le taux d'épargne du dernier trimestre de 2019 et on calcule la somme des flux d'épargne supplémentaire cumulés à chaque trimestre par rapport à ce taux de référence. On rapporte ensuite ce montant à la somme cumulée des flux de revenu disponible sur la période.

passant de 35,4 % à 38 % de la valeur ajoutée. Au total, l'IPC devrait donc croître de 6,4 % en 2023 et 3,3 % en 2024[5].

Graphique 2. **Contribution des composantes alimentaire, énergétique et du sous-jacent à l'évolution de l'indice des prix à la consommation**



Destatis, calculs de l'auteur.

Salaires dynamiques mais emploi en berne

Les salaires horaires bruts ont connu une progression dynamique de 5,9 % au deuxième trimestre 2023 (en glissement annuel) sous l'effet de deux facteurs : une croissance accrue des salaires conventionnels (3,9 %) et la multiplication de primes de compensation de l'inflation exonérées de charges – dans la métallurgie, l'industrie électrique et chimique, le service public…

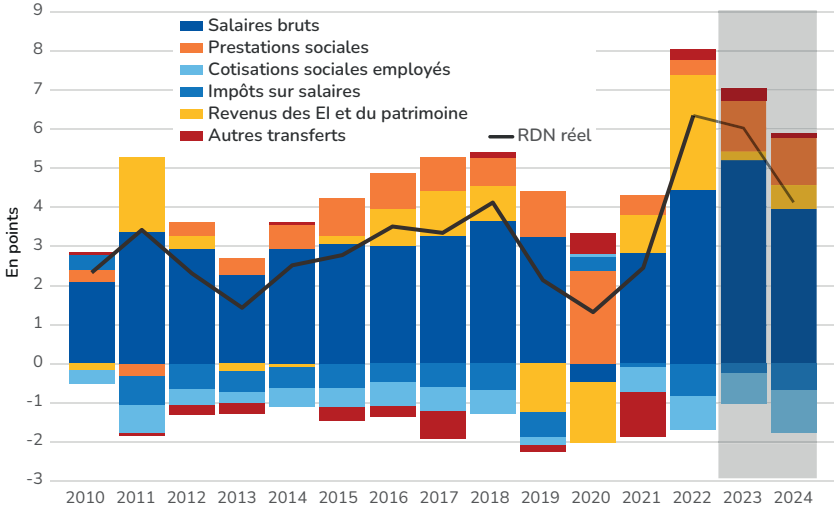
En prévision, nous anticipons une augmentation sensible des salaires horaires de 5,2 % en 2023 et de 4,8 % en 2024. L'inflation élevée a en effet entraîné une forte baisse des coûts salariaux réels, qui devrait s'estomper à l'horizon de la prévision. Plusieurs facteurs contribueraient à soutenir la croissance des salaires en 2024. Tout d'abord, le recours aux primes exonérées étant possible jusqu'à fin 2024, il devrait être largement utilisé dans les négociations salariales jusqu'à cette date. En outre, le 26 juin 2023, la Commission du salaire minimum a décidé d'augmenter le salaire minimum de 12 euros à 12,41 euros bruts de

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

l'heure au 1er janvier 2024. Enfin, les négociations salariales en cours dans le commerce de détail, de gros et extérieur, et celles prévues en fin d'année dans le secteur public des Länder devraient également déboucher sur des hausses salariales significatives.

Soutenu par les mesures budgétaires en faveur des ménages liées à l'énergie et par la hausse des salaires, le revenu disponible nominal progresserait de 6,0 % en 2023 (graphique 3) ; cependant, le revenu disponible réel des ménages reculerait de 0,3 % en 2023 en raison de l'inflation[6]. En revanche, en 2024, sous l'effet de la désinflation, le revenu disponible réel progresserait de 0,8 %, soutenu essentiellement par les salaires, et dans une moindre mesure par les prestations sociales nettes et les revenus du patrimoine. Grâce à la baisse du taux d'épargne, qui passerait de 11,9 % au deuxième trimestre 2023 à 10,3 % au quatrième trimestre 2024, la consommation progresserait de façon dynamique en 2024.

Graphique 3. **Revenu disponible réel et contributions au revenu disponible nominal des ménages**



Eurostat, prévisions OFCE octobre 2023.

6. Le déflateur de la consommation croîtrait de 6,4 % en 2023 et de 3,3 % en 2024 d'après nos hypothèses.

Dans le sillage du recul du PIB, et malgré une quasi-stagnation de la productivité du travail, 100 000 emplois seraient détruits au troisième trimestre 2023. La productivité par tête devrait néanmoins se redresser à partir du quatrième trimestre 2023, ce qui se traduirait par une baisse continue du nombre d'emplois (-200 000 emplois entre 2023 et 2024). En lien avec la dégradation de l'activité, le taux de chômage progressera, passant de 3,0 % au deuxième trimestre 2023 à 3,7 % en 2024, retrouvant ainsi son niveau de 2020. La faiblesse de la croissance de la population active devrait néanmoins limiter cette hausse : 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, qui ne sera que partiellement compensée par l'intégration progressive des réfugiés ukrainiens sur le marché du travail.

Notons par ailleurs que la croissance récente de l'emploi a été quasi-exclusivement imputable aux ressortissants étrangers : en août 2023, le nombre de travailleurs de nationalité allemande avait augmenté de 15 000, contre 166 000 pour les ressortissants étrangers. Alors qu'au milieu des années 2010, les ressortissants de l'Union européenne jouaient un rôle majeur, l'essentiel de l'augmentation provient aujourd'hui de personnes originaires de pays tiers (+150 000 personnes), notamment les réfugiés ukrainiens (+92 000 personnes)[7].

Forte contraction de l'investissement logement

Au troisième trimestre 2023, l'investissement logement devrait se contracter. Dans ce secteur, la remontée des taux d'intérêt est particulièrement marquée : le taux des nouveaux crédits à l'habitat est ainsi passé de 1,3 % à 4 % entre début 2022 et juillet 2023. Par ailleurs, le volume des nouveaux crédits à l'habitat est à son niveau le plus bas depuis le début de l'enquête en 2003. Le montant des permis de construire accordés dans le domaine résidentiel a également chuté de 30 % en juillet 2023, par rapport à juillet 2022. Le volume très élevé des commandes a récemment été considérablement réduit en raison d'annulations, et cette tendance devrait s'accentuer au cours des prochains trimestres, conduisant à une baisse de l'investissement logement (-3,0 % au deuxième semestre 2023 et -3,2 % en 2024). Deux facteurs devraient toutefois contribuer à limiter le phénomène : les règles d'amortissement plus généreuses et l'augmentation des rénovations énergétiques de logements.

7. Selon les chiffres de l'Agence fédérale du travail, « Migrationsmonitor », août 2023.

2024 : une baisse des dépenses uniquement liée à l'arrêt des mesures énergétiques exceptionnelles

La crise énergétique de 2022 a eu un impact considérable sur le budget. De nombreuses mesures *ad hoc* ont donc été prises pour soutenir les ménages et les entreprises dans cette situation. L'année 2023 est encore marquée par les mesures de soutien énergétique et de lutte contre l'inflation, dont le montant agrégé – qui représentait 58 milliards d'euros en 2022 (1,7 point de PIB) – représenterait encore 26 milliards d'euros en 2023 (0,8 point de PIB).

Certaines des aides mises en place en 2022 disparaissent en 2023, comme une aide énergétique exceptionnelle de 300 euros pour les retraités et de 200 euros pour les étudiants, les allocations familiales exceptionnelles de 100 euros par enfant (*Kinderboni*), et nous prévoyons par ailleurs une forte baisse (de 19 milliards d'euros en 2023) de l'aide aux entreprises en raison de la disparition des aides Covid. Cela est partiellement compensé par l'augmentation de certaines prestations – réforme de l'allocation de logement, introduction du revenu citoyen et augmentation des allocations familiales – et par des mesures fiscales favorables aux ménages, avec le relèvement des tranches de l'impôt sur le revenu ou l'exonération des primes salariales de compensation de l'inflation.

Pour 2024, nous prévoyons une économie pour l'État de l'ordre de 15 milliards d'euros (0,4 points de PIB), surtout liée à l'arrêt du bouclier sur les prix du gaz et de l'électricité. En revanche, les mesures fiscales sus-citées se poursuivraient pour les ménages qui bénéficieraient également d'une électricité moins chère grâce à la suppression de la taxe EEG sur les énergies renouvelables (10 milliards d'euros en 2024). Les entreprises devraient également voir leur fiscalité baisser grâce à la loi sur les opportunités de croissance[8].

Au total, sous l'hypothèse d'une croissance potentielle de 0,9 % par an en 2023 et 2024, le déficit devrait se creuser de 1,6 point sous l'effet d'une impulsion budgétaire positive de 0,7 en 2023 pour atteindre

8. Le projet de loi sur les opportunités de croissance (*Wachstumschancengesetz*) a pour objectif d'améliorer la fiscalité des entreprises. Le projet prévoit notamment des primes à l'investissement, des possibilités d'amortissement élargies, une extension de la compensation des pertes et de nombreuses modifications visant à simplifier et à moderniser le système fiscal. Au total, le projet prévoit une baisse des recettes fiscales totale de 32 milliards d'euros sur la période 2024-2028, dont 2,7 milliards d'euros pour l'année 2024.

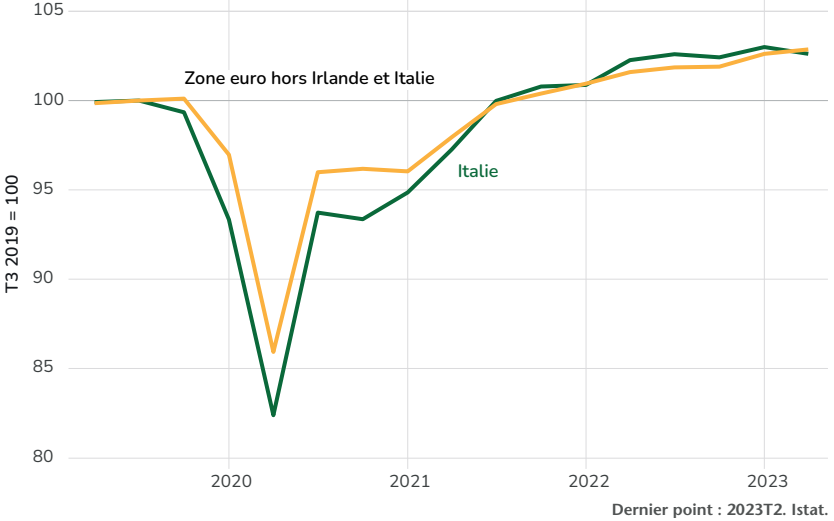
4,1 % du PIB[9]. En 2024, l'impulsion budgétaire négative serait de 0,4 point. Le déficit atteindrait ainsi 3,7 % du PIB fin 2024. En conséquence, la dette publique augmenterait à l'horizon de la prévision, passant de 66,3 % du PIB en 2022 à 67,2 % en 2024.

9. Nous faisons également l'hypothèse d'un alourdissement de la charge d'intérêt, qui représenterait 0,7 % du PIB en 2022, puis 0,9 % du PIB en 2023 et 2024.

Italie : la baisse des marges pour maintenir l'activité[1]

Au deuxième trimestre 2023, le PIB transalpin a dépassé de 2,6 % son pic antérieur au déclenchement de l'épidémie de Covid atteint au troisième trimestre 2019. L'Italie serait une des économies avancées à avoir retrouvé sa trajectoire de croissance de long terme. Au cours de cette période, l'Italie a connu une croissance comparable à celle du reste de la zone euro (graphique 1). Si on se concentre sur le secteur marchand, la reprise est encore plus marquée. La valeur ajoutée est en hausse de 4 % depuis le troisième trimestre 2019 (comme la moyenne de la zone euro) et l'emploi total a augmenté de 1 % (contre +4 % dans la zone euro dans son ensemble). Cette performance reflète des gains de productivité par tête plus forts en Italie, contrastant avec l'expérience italienne des dernières décennies.

Graphique 1. **Évolution du PIB depuis le quatrième trimestre 2019**



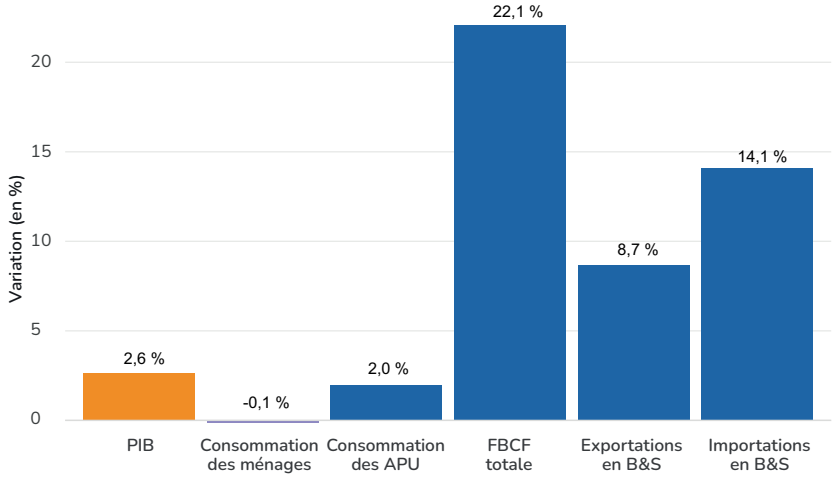
Dernier point : 2023T2. Istat.

Note : L'Irlande a été retirée du calcul du PIB de la zone euro car, pour des raisons comptables, il suit une trajectoire très spécifique liée aux règles de comptabilité nationale des opérations des firmes multinationales. Dans ce contexte le PIB irlandais a crû de +29 % depuis le T4 2019 alors que celui de la zone euro dans son ensemble n'a crû que de 4 %.

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

Au cours de cette période, la croissance transalpine n'a pas été tirée de façon homogène par les différentes composantes de la demande. En volume, la consommation s'établit à peine en dessous de son niveau pré-Covid tandis que l'investissement se situe à près à 22 % au-dessus de son niveau du troisième trimestre 2019. Les exportations en biens et services s'établissent 8,7 points au-dessus de leur niveau pré-Covid mais les échanges internationaux pèsent sur la vitesse de récupération de l'économie italienne car les importations ont augmenté de 14 points pendant la même période (graphique 2).

Graphique 2. **Évolution du PIB et des composantes depuis le quatrième trimestre 2019 en Italie**

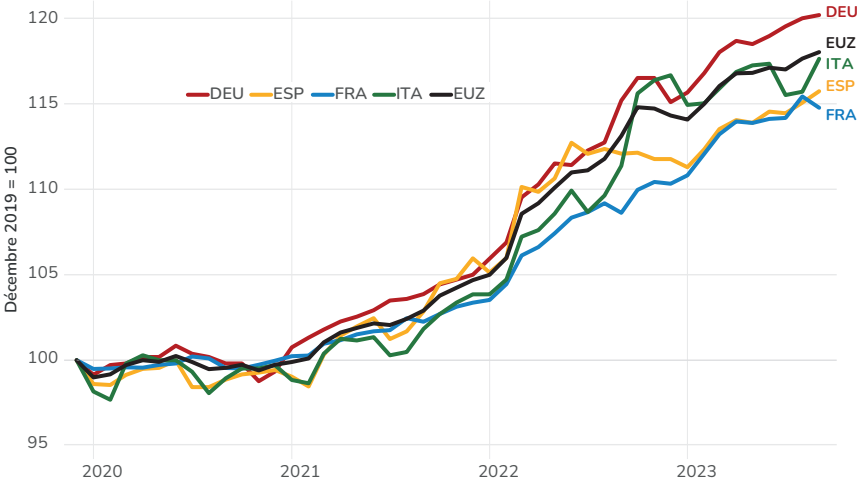


Dernier point : 2023T2. Istat.

Si pendant l'ensemble de la période post-Covid l'activité s'est globalement bien tenue, elle a commencé à afficher des signes des faiblesse depuis le choc des prix énergétiques : le PIB reste quasiment inchangé depuis un an (glissement annuel à +0,3 % au T2 2023). En effet, l'Italie s'est retrouvée en première ligne face à un choc historique. Bien évidemment cela est visible du côté de l'inflation. Jusqu'à la moitié de l'année 2023, l'Italie est un des pays ayant connu la plus forte évolution cumulée de son niveau de prix à la consommation (graphique 3). L'Italie, comme les autres pays européens, ont mis en place des mesures fortes pour faire face au choc inflationniste (2,2 points de PIB en 2022). Le soutien est resté présent en 2023 mais en retrait. À la suite de la signature du décret *Aitu quater,* l'Italie devrait consacrer plus de

12 milliards d'euros en 2023 (0,7 point de PIB) à la compensation du choc inflationniste subi par les acteurs privés. Près de la moitié de ces mesures visait 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.

Graphique 3. **Évolution cumulée de l'IPCH depuis le 1er janvier 2022**



Dernier point : septembre 2023. Eurostat.

La faiblesse de l'activité observée depuis un an reste de mise selon les dernières données de comptabilité nationale disponibles. Au deuxième trimestre 2023, dernier point publié par Istat, le PIB a reculé fortement (-0,4 %). Si la consommation des ménages a tenu (+0,2 %), la forte baisse s'explique par le recul de la consommation des APU (-0,8 %) et de l'investissement total (-1,7 %). Ces deux dernières composantes de la demande intérieure avaient constitué les principaux moteurs de la croissance post-Covid. Enfin, la contribution des échanges extérieurs a pesé sur la croissance (-0,2 point).

Fin de l'année 2023 : l'inflation se maintient et pénalise la consommation des ménages

Le second semestre 2023 restera marqué par la faiblesse des moteurs domestiques de la demande. Au mois de septembre 2023, l'indice de prix à la consommation (IPC) reste en hausse de 5,3 % sur

un an. Comme ailleurs, le dynamisme de l'indice des prix s'explique par le dynamisme des prix alimentaires (+8,5 %) mais cela ne doit pas masquer la permanence d'une inflation sous-jacente forte (+4,6 % sur un an).

Pour la fin de l'année 2023 nous prévoyons une nouvelle hausse des prix énergétiques conformément aux hypothèses réalisées sur le prix du pétrole et du gaz[2]. Les prix alimentaires ne devraient pas connaître une baisse à l'horizon de la prévision. L'inflation sous-jacente – davantage liée aux dynamiques internes – connaîtrait un recul progressif : elle passerait de 4,6 % en glissement annuel en septembre 2023 à 2,6 % en décembre 2024. Dans ce contexte, le glissement annuel de l'IPC devrait rester à +5,0 % en décembre 2023, un niveau proche à celui observé dans les dernières publications d'Istat.

Sans modification rapide du scénario d'inflation, la demande des ménages resterait faible au cours du second semestre de l'année. Cela est visible dans les données conjoncturelles connues pour le troisième trimestre. Au mois d'août 2023, l'acquis de croissance des ventes de détail pour le troisième trimestre s'établit à -1,0 %. Cet indicateur ne laisse pas augurer une reprise franche de la consommation des ménages à court terme et nous anticipons un nouveau trimestre en baisse pour la consommation des ménages au troisième trimestre 2023 (-0,4 %). Sans baisse du taux d'épargne, la demande des ménages diminuera légèrement au quatrième trimestre (-0,1 %).

Avec une demande intérieure en recul, les importations baisseraient au cours des deux derniers trimestres de l'année (-0,2 % au T3 puis -0,1%). Seul le maintien d'une demande mondiale en hausse permettrait aux exportations de s'accroître (+0,3 % par trimestre). Ainsi, le PIB se contracterait de 0,2 point par trimestre au cours du second semestre 2023.

Au total, le PIB italien devrait croître de 0,5 % en 2023 grâce à l'impulsion donnée a premier trimestre (+0,6 %). Cela ne doit pas masquer le fait que nous prévoyons trois trimestres consécutifs en terrain négatif. Portée exclusivement par l'élan du début de l'année, la demande intérieure contribuera favorablement à la croissance (0,6 point), notamment tirée par la consommation des ménages (+1,0 %) et l'investissement total (+0,7 %). En revanche, les échanges

2. Pour rappel, les mesures affectant les prix énergétiques (taxes comprises) du décret *Aiuti quater* s'estompaient au premier trimestre 2023.

extérieurs pèseraient de 0,1 point sur la croissance du PIB de 2023. Si la croissance annuelle du PIB de l'année est compatible avec la croissance potentielle transalpine, celà provient essentiellement de l'élan donné par la surprise favorable du premier trimestre. *A contrario* les neufs mois consécutifs de baisse de l'activité porteraient l'acquis de croissance en 2024 à -0,3 %.

2024 : des salaires et le retour de la croissance

Si l'élan donné par les trois derniers trimestres pèseront sur la croissance transalpine en 2024, celle-ci sera marquée par le retour du dynamisme de la consommation des ménages. Ce scénario attendu s'explique par deux facteurs : le rattrapage attendu des salaires et l'atténuation des prix à la consommation.

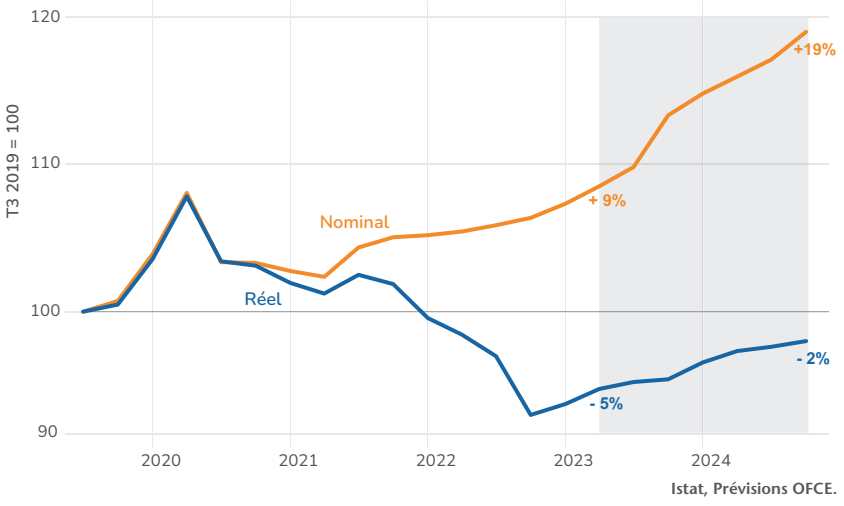
Au deuxième trimestre 2023, les salaires réels horaires du secteur marchand s'établissent 5 points en dessous de leur niveau du troisième trimestre 2019 et ce malgré une hausse du salaire horaire nominal de 9 points. Sur la base des derniers éléments disponibles sur les négociations collectives, et sous l'hypothèse que les salaires réels ne peuvent rester déconnectés ni de la productivité ni des aspirations des salariés[3], nous prévoyons une hausse des salaires réels en 2024 (graphique 4). Ainsi, selon nos prévisions, les pertes de salaire réel horaire cumulées depuis 2019 ne s'établiraient plus qu'à 2 % fin-2024. Ce scénario de spirale salaires-prix permet de rétablir très partiellement le pouvoir d'achat des salariés mais se traduit tout de même par une croissance attendue du salaire horaire réel de 2,7 % en 2024, bien au-dessus à l'évolution tendancielle de la productivité horaire transalpine (+0,6 % en moyenne depuis la sortie de la crise sanitaire). La croissance non négligeable des salaires réels devrait se traduire, toutes choses égales par ailleurs, par des gains de pouvoir d'achat pour les ménages transalpins.

Ces gains de pouvoir d'achat seront d'autant plus importants que nous prévoyons une décrue progressive de l'inflation en 2024. Après la hausse des prix énergétiques prévue à la fin de l'année 2023, les prix énergétiques et alimentaires devraient exercer peu de pression haussière (mais pour l'instant nous n'anticipons pas une contribution négative sur le niveau de prix). En revanche, l'inflation sous-jacente devrait poursuivre sa décélération malgré la progression attendue des

3. Guido Lorenzoni et Ivan Werning (2022), « Wage price spirals », Technical Report 2022.

salaires réels. En glissement annuel, l'IPC sous-jacent devrait s'établir à +2,6 % en décembre 2024, ce qui porterait l'IPC global à +1,9 % après trois années en franche hausse. Dans ce contexte, la consommation des ménages devrait retrouver un sentier de croissance positif dès le début de l'année 2024 (+0,2 % au premier trimestre, puis 0,4 % par trimestre), aboutissant à une évolution annuelle de +0,6 %. Selon notre prévision, un quart de la sur-épargne accumulée depuis le déclenchement de la crise Covid serait consommé pour faire face au choc inflationniste.

Graphique 4. **Salaire horaire dans le secteur marchand en Italie**



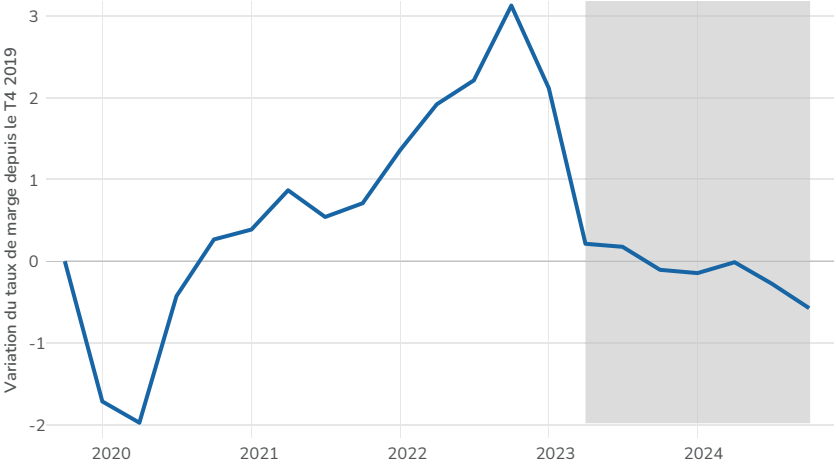
Istat, Prévisions OFCE.

Pour satisfaire la hausse du salaire réel, une productivité évoluant en ligne avec la tendance récente de l'économie italienne et l'affaissement attendu des pressions inflationnistes, nous anticipons un recul du taux de marge des sociétés non financières (graphique 5). Celui-ci devrait retrouver progressivement son niveau pré-Covid après des années de forte hausse.

Sous l'effet de la hausse des taux d'intérêts et de la baisse du taux de marge lié aux gains de salaires réels mentionnés ci-dessus, l'investissement devrait reculer au cours de chaque trimestre de l'année 2024 (-0,4 % prévu par trimestre). Toutefois, il faut se rappeler que fin-2022, l'investissement s'établissait à un niveau historiquement élevé (21,8 % du PIB, voir graphique 6), porté notamment par l'investissement en construction. Malgré la baisse prévue, l'investissement resterait à un

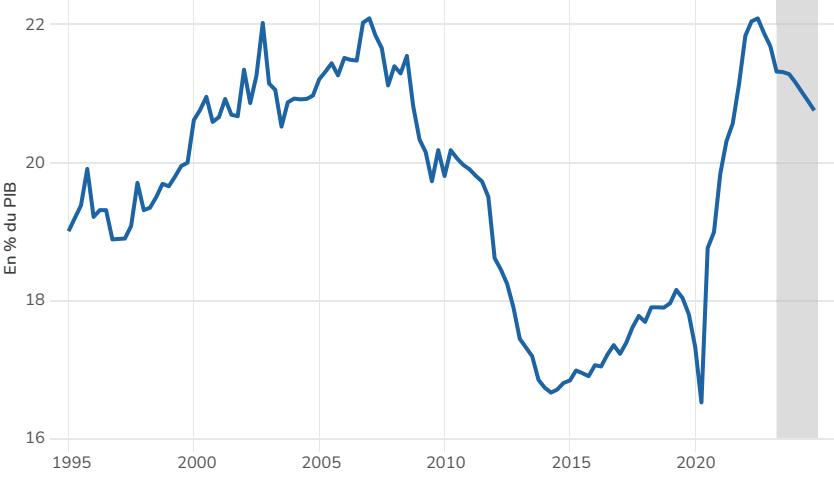
niveau élevé (20,8 % du PIB au quatrième trimestre 2024, alors que sur la période 2000-2019 il représentait 19,5 % du PIB).

Graphique 5. **Évolution du taux de marge des sociétés non financières depuis le quatrième trimestre 2019 en Italie**



Istat, Prévisions OFCE.

Graphique 6. **Taux d'investissement en Italie**

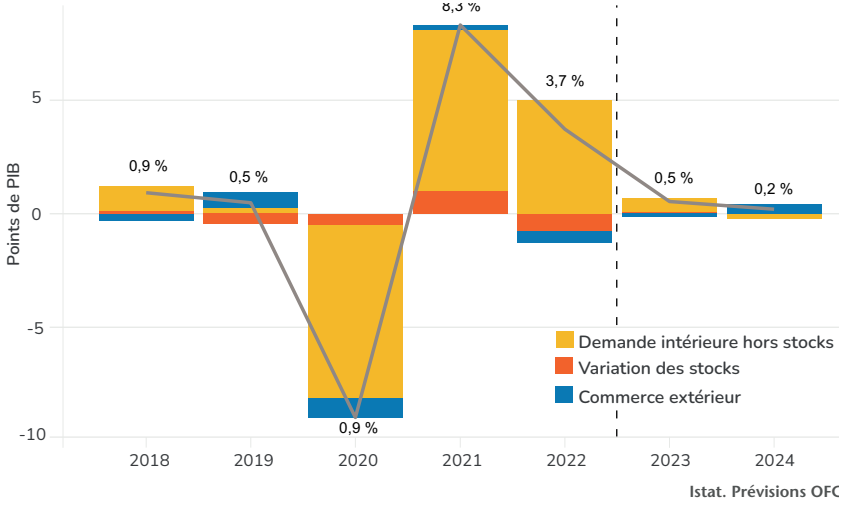


Dernier point : 2023T2. Istat, Prévisions OFCE.

En 2024, la demande intérieure contribuera positivement à la croissance de l'activité (contribution trimestrielle moyenne de 0,1 point). Cette tendance fera progresser les importations (+0,3 % en moyenne annuelle). Par ailleurs, la relative vigueur de la croissance mondiale favorisera la demande du reste du monde adressée aux entreprises italiennes alors même que les pertes de compétitivité ? liées au dynamisme des prix domestiques ? n'auront que des effets lents sur les ventes italiennes à l'international. Ainsi, les exportations devraient être dynamiques en 2024 (+1,4 % en moyenne annuelle).

Dans ce contexte, le PIB italien devrait croître de 0,2 % en 2024, une croissance inférieure au potentiel de l'économie transalpine. Ce chiffre s'explique essentiellement par le faible élan donné à la fin de l'année 2023 et masque l'amélioration des moteurs domestiques de la croissance attendue pour 2024 (graphique 7). Lestée par l'acquis de croissance donné en 2023, la demande intérieure totale pèserait sur la valeur ajoutée (contribution à la croissance de -0,2 point) tandis que les échanges internationaux soutiendront la croissance du PIB (contribution de +0,4 point).

Graphique 7. **Contributions à la croissance du PIB en Italie**



Istat. Prévisions OFC

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 massifs 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 5,3 points en 2023 et de 5,2 points en 2024. Au sens de Maastricht, la dette publique transalpine s'établirait à 138,1 % du PIB en 2024 (alors qu'elle s'établit à 141,7 % du PIB en 2022). L'Italie sortira de la crise avec un niveau de dette important, un niveau de prix toujours élevé, des pertes de compétitivité-prix et des pertes de pouvoir d'achat des ménages. Ces fragilités – pour certaines communes aux économies comparables – peuvent jouer plus rapidement dans le cas transalpin où la dette publique est la plus élevée de la zone euro après celle de la Grèce. L'Italie pourrait être en première ligne dans le cas d'une nouvelle crise des dettes souveraines. Néanmoins, à l'horizon de notre prévision, l'Italie, comme les autres économies européennes, devrait se contenter d'effacer progressivement les mesures de soutien budgétaire mises en place. En l'absence de choc sur les taux souverains, l'essentiel de l'ajustement se produirait à partir de 2025.

Le scénario présenté ici ne doit pas cacher les forts risques qui l'entourent. Au-delà des risques globaux détaillés dans la synthèse internationale, notamment en lien avec le contexte géopolitique, l'Italie fait face à des risques idiosyncratiques. Le *mix* énergétique italien rend le pays très peu résilient face aux chocs des prix des matières premières sur les marchés globaux. Par ailleurs, compte tenu des faiblesses structurelles du secteur bancaire transalpin, la vitesse de la transmission des hausses de taux peut être plus rapide qu'ailleurs et peser encore davantage sur les perspectives d'investissement, jusqu'ici le principal moteur de la croissance italienne post-Covid.

Des aléas positifs sont aussi envisageables. En particulier, dans nos prévisions seulement un quart 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 l'utilisation de la sur-épargne puisse arriver de façon plus précoce. Ceci soutiendrait la consommation des ménages de façon plus marquée.

Espagne : pari gagné sur l'inflation[1]

Avec une croissance à 6,4 % en 2021 et 5,8 % en 2022, l'Espagne a affiché une reprise post-Covid plutôt dynamique qui s'est confirmée pendant tout le premier semestre 2023. La chute d'activité de 11,2 % liée à la crise sanitaire de 2020 a été effacée. Mi-2023, le PIB dépasse le niveau qu'il avait fin 2019 de 2 %. Pour autant, le pays n'a pas échappé au choc inflationniste qui a frappé l'Europe, ni au relèvement des taux d'intérêt par la BCE. Le ralentissement qui s'en est suivi devrait s'amplifier dans les mois d'été et au-delà. Même si la croissance espagnole resterait supérieure à celle de ses principaux partenaires européens, elle ralentirait significativement en 2024 autour de 1,5 %. L'inflation atteindrait 2,9 % en moyenne et terminerait l'année à 2,4 %, légèrement en dessous de la moyenne de la zone euro.

L'économie espagnole a mieux résisté que prévu en 2021 et 2022

La révision des comptes annuels sur la période 2020-2022 publiée le 18 septembre et la deuxième version des comptes trimestriels publiée quelques jours plus tard montrent que le rebond a été plus dynamique que celui établi sur la base des comptes antérieurs sur la reprise post-Covid en Espagne. Après une chute du PIB de 11,2 % en 2020 (estimation désormais définitive pour cette année et révisée de seulement 0,1 point à la baisse), la croissance s'est avérée bien plus ferme en 2021 et 2022 : respectivement 6,4 et 5,8 % au lieu de 5,5 % initialement annoncé pour chacune des deux années. Cette meilleure résilience a permis au PIB de retrouver son niveau d'avant-crise dès le deuxième trimestre 2022 et non plus au premier trimestre 2023. À la mi-2023, il est désormais 2 % supérieur à son niveau de fin 2019 et rejoint les performances de la France (+1,7 %) et de l'Italie (+2,1 %). Ces révisions font apparaître des dépenses des ménages plus soutenues sur les deux années. La consommation privée n'a pas encore retrouvé son niveau pré-Covid mais s'en rapproche davantage (-1,1 % contre -3,4 % initialement). La crise dans l'investissement logement est moins

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

profonde, même si l'investissement reste encore très inférieur à son niveau de fin 2019 (-7 % contre -12,9 % annoncé précédemment). En revanche, l'investissement des entreprises a été fortement révisé à la baisse, tant pour ce qui concerne le bâti que les dépenses en matériels et équipements, et se situe désormais à peine au niveau de fin 2019 alors qu'il le dépassait de 3,8 % dans la version antérieure des comptes. Après un point bas fin 2022, le taux d'investissement repart légèrement au premier semestre mais est historiquement très faible. Côté commerce extérieur, la contribution des exportations nettes à la croissance est moins forte en 2021 (révision de -0,6 point) et plus forte en 2022 (+0,5 point) qu'annoncé. Enfin, les variations de stocks ont moins pesé sur la croissance qu'auparavant (révision de +0,4 point chaque année). En résumé, dans la nouvelle version des comptes, le surcroît d'activité s'explique par des dépenses des ménages en consommation et en investissement logement moins dégradées que prévu et une meilleure contribution des stocks. De même, l'investissement des entreprises est resté à la traîne, ce qui n'était pas le cas auparavant. En 2021, la croissance a été conduite exclusivement par la demande intérieure totale. En 2022, la contribution à la croissance est partagée entre demande intérieure hors variations des stocks et commerce extérieur.

Cette résistance de l'économie espagnole ne saurait masquer la rupture dans le mouvement de reprise post-Covid qui s'est opérée à l'été 2022 en réaction à la hausse de l'inflation et au resserrement monétaire commencé début 2022. La croissance sur un an est passée de 7,2 % en avril 2022 à 2,2 % en avril 2023. Mais le PIB a continué de progresser à un rythme trimestriel de 0,5 %-0,6 % au cours des quatre derniers trimestres et la croissance sur 2023 bénéficie d'un acquis de 2,3 % en milieu d'année. Au premier semestre 2023, la consommation des ménages et surtout l'investissement sont restés dynamiques. Sous l'hypothèse que la croissance du PIB potentiel n'a pas été affectée par la crise Covid et reste sur un rythme de 1,1 %, le déficit de production atteindrait 2,6 % en 2022 (3,4 % selon l'OCDE et 1,3 % selon la Commission européenne).

L'inflation reflue à 2,8 % à la mi 2023, ... mais les prix (et les taux d'intérêt) restent élevés

À la hausse des prix en 2021 liée aux tensions sur les marchés des matières premières et sur les circuits d'approvisionnement qui avaient accompagné la reprise post-Covid à l'échelle mondiale, se sont ajoutées en 2022 les conséquences inflationnistes de la guerre en Ukraine.

L'inflation a atteint son point haut au troisième trimestre 2022, culminant à 10 % sur l'année. Depuis, elle a reflué jusqu'à 2,8 % au deuxième trimestre 2023.

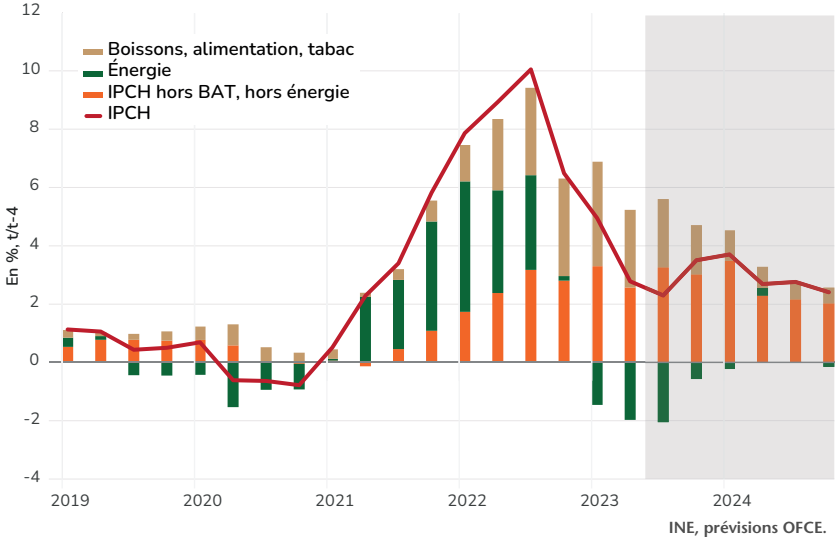
Principale explication à la hausse, puis à la baisse : les dépenses en produits énergétiques. Celles-ci ne représentent qu'à peine 10 % de l'indice des prix harmonisé à la consommation (IPCH) en 2023 mais compte tenu de l'ampleur des mouvements à la hausse (+ 65 % entre l'été 2020 et l'été 2022) puis à la baisse (-25 % entre l'été 2022 et le printemps 2023), elles sont le principal contributeur à l'inflation puis à son repli. Plus des deux tiers de la désinflation sur le premier semestre s'explique par la décrue des prix des dépenses directes de produits énergétiques (pétrole et électricité confondus) (graphique 1). Sur un an, le prix des carburants a baissé de 11 % au deuxième trimestre – il reste encore près de 20 % au-dessus de sa moyenne d'avant-crise – et celui de l'électricité, de 36 % – il est revenu à son niveau antérieur. L'autre poste qui explique le petit tiers restant du fort reflux de l'inflation sur la fin de période est celui des produits alimentaires dont les prix qui avaient augmenté très rapidement jusqu'en février dernier ont sensiblement ralenti depuis. Ce poste, qui compte pour 23,5 % de l'indice, a enregistré une hausse de 15,2 % au premier trimestre 2023 sur un an puis de 11,3 % au deuxième trimestre. Hors produits énergétiques et alimentaires, l'indice sous-jacent ne montre pas de signe de ralentissement. Il continue d'augmenter entre 4 et 5 % l'an depuis plusieurs trimestres.

Si l'inflation est revenue sur une trajectoire modérée – et notamment plus faible que celles de ses partenaires européens et de la moyenne de la zone euro à 6,2 % –, il n'empêche que le niveau des prix reste très élevé au regard de ce qu'il était avant 2020. Malgré des mesures exceptionnelles prises pour limiter l'inflation (mécanisme déclenché en mai 2022 au titre de l'exception ibérique accordé par la Commission européenne à l'Espagne et au Portugal, permettant de plafonner le prix du gaz utilisé pour la production d'électricité[2], baisse des taxes sur l'électricité[3], baisse de la TVA sur un panier de produits alimentaires de première nécessité…), le niveau des prix se situe au deuxième trimestre 2023 à 15 % au-dessus de sa moyenne 2019 (14 % pour les prix de l'énergie et 27 % pour l'alimentaire).

2. Ce mécanisme aurait permis aux ménages d'économiser jusqu'à 5 milliards d'euros en 2022, selon la Banque d'Espagne.

3. Dans son Rapport Annuel 2022, la Banque d'Espagne estime que les mesures pour limiter l'impact de la hausse des prix de l'énergie ont permis de réduire l'inflation de 2,3 pp en 2022.

Graphique 1. **Contributions des différentes composantes à l'inflation (IPCH)**



INE, prévisions OFCE.

Le risque de développer des effets de second ordre liés à l'envolée inflationniste de 2022 en zone euro a contraint la BCE à relever ses taux d'intérêt. Ces hausses se sont traduites en Espagne par un resserrement de plus de 2 points du taux sur les nouveaux crédits à l'habitat à 4 % en à peine 1 an, et de plus d'un point à plus de 8 % sur les crédits à la consommation. Si la désinflation est une bonne chose pour les ménages, elle rend malgré tout les taux d'intérêt réels fortement positifs.

La consommation et l'immobilier ont bien résisté jusqu'alors

La consommation, qui avait presque retrouvé son niveau d'avant-crise au moment du pic inflationniste de 2022, s'est stabilisée au cours des trois derniers trimestres, malgré un profil chahuté. Ce profil s'explique par le comportement d'épargne des ménages qui dans un premier temps, ont préféré épargner plutôt que consommer (le pouvoir d'achat du RDB a augmenté de 4,2 et 3,4 % aux quatrième trimestre 2022 et premier de 2023 et le taux d'épargne s'est accru de près de 8 points de RDB sur la période). Au deuxième trimestre, le revenu a baissé (frappé par une baisse des transferts et une hausse des cotisations sociales et des impôts) et le taux d'épargne s'est relâché, permettant une hausse de 0,9 % de la consommation. Malgré la baisse, le taux

d'épargne reste 2 points supérieur à sa moyenne de long terme et notamment à l'année pré-Covid, entretenant encore un excès d'épargne qui va s'ajouter à celui qui s'est accumulé depuis 2020 et que l'on estime aujourd'hui à 5,2 % du RDB cumulé depuis la crise Covid.

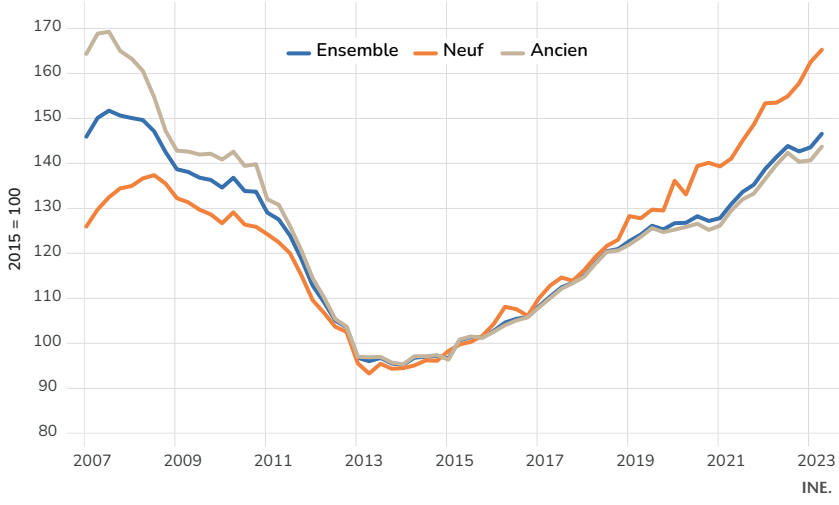
Pourtant, le marché du travail est resté plutôt ferme jusqu'en début d'année. Malgré une population vieillissante dont les effets sur le marché du travail ont été mesurés par la Banque d'Espagne[4], le taux d'activité reste supérieur à son niveau de 2019, le taux d'emploi a dépassé le sien de presque 2 points et il faut remonter à la veille de la crise financière de 2008 pour retrouver un taux de chômage aussi bas. À cette époque, le taux de chômage était descendu autour de 8-9 % sur la période 2005-2007. Cependant, une bascule s'est opérée au deuxième trimestre avec la fin des créations nettes d'emplois. Face à la hausse des prix et un marché du travail légèrement tendu, les salaires s'accélèrent depuis plusieurs trimestres. Le salaire par tête a augmenté en nominal de 5,5 % au deuxième trimestre sur un an et le salaire horaire de 8,3 % (la durée du travail a baissé sur la période) contre 4,1 % et 4,3 % respectivement un an plus tôt. Combinée à une inflation qui baisse, cette hausse des salaires permet un rattrapage des salaires réels depuis le début de l'année. Corrigé du déflateur de la consommation, le salaire horaire réel a augmenté de 4,1 % sur un an. Il reste néanmoins 4 % plus bas que le niveau qu'il avait début 2021.

Malgré la hausse des taux d'intérêt hypothécaires, le marché de l'immobilier est resté ferme au premier semestre, à l'aune de l'investissement logement. Pourtant, le secteur de l'ancien accuse un retournement déjà bien visible. Les transactions qui avaient beaucoup augmenté après la crise Covid ont baissé en 2022 et 2023 – mais restent très supérieures à leur niveau de 2019 – et les prix ont ralenti (graphique 2). Mais à l'opposé, dans le secteur du neuf, les prix continuent de progresser rapidement (7,7 % au deuxième trimestre pour une moyenne 2015-2022 de 6,3 %) et ont largement dépassé leur niveau de 2008. Cette hausse des prix dans le neuf s'articule à des transactions encore fermes sur un marché très tendu. Même si les permis de construire restent dynamiques et plus élevés qu'en 2019, l'offre de nouveaux logements est relativement contrainte. Le resserrement

4. Selon ces travaux, le vieillissement de la population au cours de la dernière décennie aurait contribué à une baisse de 3,4 points de pourcentage du taux d'activité en 2022 et continuerait à hauteur de 2,8 points supplémentaires à l'horizon 2030 (4,4 sans la prise en compte des flux nets des migrants).

monétaire n'a donc encore pas impacté l'investissement logement. Malgré tout, les nouveaux crédits immobiliers se contractent depuis un an.

Graphique 2. **Prix du logement dans l'ancien et le neuf**



Mais la résilience a ses limites

Si jusqu'alors l'économie espagnole a fait preuve de résilience, l'impact récessif de la politique monétaire devrait peser sur la croissance à l'horizon 2024. Ce choc pourrait s'articuler avec la fin des mesures de soutien à l'économie qui accompagne la désinflation mais aussi et surtout avec l'engagement du gouvernement à respecter ses objectifs de réduction du déficit budgétaire en 2024. Du côté des prix, la baisse des prix du pétrole est terminée et un léger infléchissement à la hausse est à attendre au second semestre 2023, tout comme celui du gaz. Cet impact devrait rester marginal sur les prix, notamment au regard de la diffusion des baisses du début 2023 dans les circuits de production. L'année 2024 pourrait être marquée par un conflit sur le partage de la valeur ajoutée, les salariés revendiquant une récupération de leur pouvoir d'achat par des hausses de salaires plus importantes et les entreprises pouvant être tentées par une répercussion de ces hausses dans les prix. Au deuxième trimestre 2023, les entreprises ont reconstitué leurs marges, le taux de marge des SNF est revenu à son niveau pré-crise Covid. Nous faisons l'hypothèse que la hausse des salaires sera absorbée, au moins partiellement, par les marges.

Le ralentissement est attendu dès le troisième trimestre

L'exercice de prévision pour le troisième trimestre s'appuie sur l'information conjoncturelle disponible qui semble indiquer un nouvel infléchissement de la croissance. Dans l'industrie, la situation ne cesse de se dégrader. La baisse de la production, visible depuis plusieurs mois, s'est accélérée en juillet et août 2023, en phase avec celle du taux d'utilisation des capacités de production jusqu'à un niveau très en deçà du niveau normal d'utilisation. Les carnets de commandes ont chuté en juillet et août et l'indicateur de confiance dans l'industrie se dégrade depuis plus d'un an et est en dessous de sa moyenne de long terme. Dans les services et la construction, le climat de confiance reste favorable mais l'indicateur s'est retourné dans la construction au début de l'été. Côté demande, les ventes dans les grandes enseignes, très dynamiques jusqu'en avril, stagnent à un haut niveau depuis mai. Les immatriculations sont restées stables à un bas niveau. Nous prévoyons un ralentissement du PIB autour de 0,3 % par rapport au deuxième trimestre.

2024 : le coût des taux d'intérêt élevés et d'une inflation modérée

Au-delà du très court terme, comme on l'a dit, l'économie sera de plus en plus impactée par l'environnement monétaire très restrictif mis en place depuis un an[5] et la fin des mesures de soutien à l'économie. Le 28 juin 2023, un nouveau décret-loi royal (RDL 5/2023) prolongeait jusqu'au 31 décembre 2023 les mesures adoptées en décembre 2022 pour faire face aux conséquences de la guerre en Ukraine (baisse de la TVA de 10 à 5 % pour les huiles et les pâtes et de 4 à 0 % pour les produits alimentaires de base[6], baisse de 50 % des abonnements dans les transports publics, bonification du carburant de 10cts puis de 5 cts au quatrième trimestre pour les usages professionnels), le tout pour un montant de 3,8 milliards d'euros. Mais l'engagement du gouvernement pris en avril dernier de ramener le déficit public sous la barre des 3 % du PIB dès 2024, contre 2025 jusque-là (après un objectif à 3,9 % en 2023) montre la détermination du gouvernement à contrôler la dette. Toutefois, à la suite de l'absence de majorité à l'Assemblée après

5. Selon la variante publiée dans le Programme de stabilité actualisé 2023-2026, une hausse de 120 points de base de taux d'intérêt aurait un impact négatif de 0,1 point sur la trajectoire de référence du PIB la première année et 0,4 point la deuxième année. Entre 2020 et 2022, les taux directeur de la BCE a crû de 400 pb.

6. La mesure sera désactivée plus tôt si l'inflation sous-jacente passe sous la barre de 5,5 % en septembre.

les élections législatives du 23 juillet dernier, le flou politique est de retour. Le Parti Populaire mené par Alberto Nunez Feijoo n'a pas réussi à définir une majorité pendant les 2 mois qui ont suivi l'élection et si le Parti Socialiste mené par Pedro Sanchez échoue à son tour, de nouvelles élections seront convoquées le 14 janvier 2024. En attendant, le budget 2023 a été prorogé à 2024.

Sur la base du Programme de stabilité actualisé 2023-2026 publié en avril dernier, le gouvernement a révisé à la baisse les objectifs de déficits à 3,9 % en 2023 et 3 % en 2024. Au deuxième trimestre, le solde public se situe à 4,4 % sur un an, après 4,7 % fin 2022. En 2024, l''effort' budgétaire nécessaire pour atteindre cet objectif devrait être de -0,8 % du PIB. La quasi-totalité de cet 'effort' est liée à la disparition des mesures prises en 2022 et 2023 pour faire face aux conséquences de la guerre en Ukraine (baisse des taxes sur l'électricité, les produits alimentaires de base, chèques pour les ménages les plus démunis, soutien aux secteurs exposés…). Avec la désinflation, ces mesures seront supprimées en 2024, signifiant des économies de l'ordre de 0,8 point de PIB. En 2024, par contre, devraient être mises en place la limitation à 50 % du report des pertes consolidées de 2023 des grands groupes ainsi que la baisse de l'IS de 25 % à 23 % pour les PME, le tout ayant un impact de 0,1 % du PIB. En l'absence d'une nouvelle loi de finances pour 2024, on considère qu'il n'y aura pas d'autres nouvelles mesures mais l'objectif d'un déficit à 3 % pourrait être atteint. La dette atteindrait alors 105,4 % du PIB, après 111,6 % en 2022.

La désinflation devrait se poursuivre jusqu'à fin 2024. Un point bas a été atteint en juin dernier à 1,6 % pour l'IPCH, du fait de la chute de 24,8 % des prix de l'énergie et du ralentissement des prix des produits alimentaires à 10 %. Depuis, l'inflation a légèrement augmenté (2,4 % en août). En prévision, le rebond de 15 % des prix du pétrole en euros au second semestre puis la légère baisse début 2024 ainsi que la légère hausse des prix du TTF sur le marché gazier prévue à 5 % ne devrait pas impacter beaucoup les prix en 2024. Les prix alimentaires ont ralenti au troisième trimestre et le mouvement devrait se poursuivre malgré la normalisation prévue de la TVA sur les produits de base. Enfin, l'inflation sous-jacente pourrait continuer d'augmenter jusqu'à 5,2 % au début 2024 avant de baisser à 3% fin 2024. Cette inflation sous-jacente continuerait d'être nourrie à la fois par la propagation des hausses passées du prix de l'énergie, notamment, mais également par la répercussion d'une partie de la hausse de coûts salariaux unitaires à attendre

dans les prochains mois. Au total, l'inflation remonterait à 3,7 % début 2024 et finirait l'année à 2,4 %.

Au vu des données d'emploi sur les nouvelles affiliations à la sécurité sociale depuis plusieurs mois et la baisse récente des nouveaux contrats, il semble que les entreprises poursuivent leur ajustement. L'emploi a stagné au deuxième trimestre et pourrait baisser au suivant. Le cycle de productivité horaire, mesuré sur la base d'une tendance de long terme de 0,6 % s'est refermé et nous faisons l'hypothèse que la productivité horaire restera sur cette tendance à l'horizon de notre prévision. La durée du travail devrait augmenter sur toute la période au détriment de l'emploi qui devrait baisser de 0,3-0,2 % par trimestre jusqu'au début de 2024 puis stagner les trimestres suivants. Le taux de chômage après avoir atteint un point bas à 11,6 % au deuxième trimestre, devrait repartir à la hausse jusqu'à atteindre 13,1 % fin 2024.

Du côté des salaires, la hausse est déjà bien engagée et devrait se poursuivre. Les négociations conclues dans le cadre des conventions collectives montrent une accélération des salaires couverts de 3,38 % en août et de 4,25 % pour les accords qui viennent d'être signés (soit un quart d'entre eux), contre 2,6 % et 2,9 % respectivement en août 2022. Toutefois, un accord-cadre (Acuerdo por el Empleo y la Negociación Colectiva) a été conclu entre les partenaires sociaux (syndicats de travailleurs CCOO et UGT et le patronat CEOE et Cepyme) le 31 mai dernier pour fixer une hausse globale des salaires de 10 % étalée sur trois ans : 4 % en 2023, 3 % en 2024 et en 2025. Une clause de revalorisation salariale de 1 % est prévue si l'inflation est trop élevée. De même en 2022, l'État avait conclu un accord de hausse des salaires dans la fonction publique de 8 % étalée sur 3 ans, dont 2 % en 2024. Dès lors, la modération salariale devrait primer d'autant que l'inflation restera faible. Après 8,3 % sur un an au deuxième trimestre, les salaires horaires pourraient augmenter sur un an de 4,8 % en moyenne au deuxième semestre puis de 3,6 en moyenne en 2024. Ces hausses sont supérieures à l'inflation, les salariés devraient donc gagner en pouvoir d'achat. Et la hausse du salaire réel devrait légèrement dépasser les gains de productivité, au détriment des marges des entreprises (graphique 3).

Le revenu réel des ménages devrait stagner à l'horizon de fin 2024 mais la consommation devrait bénéficier de la décrue du taux d'épargne. Celui-ci reviendrait à son niveau moyen de 2019 mais resterait supérieur à sa moyenne de long terme, signifiant en cela que

la sur-épargne (l'épargne contrainte pendant la crise Covid) puis l'excès d'épargne (défini comme le non retour au comportement antérieur moyen) restent non consommés.

L'investissement logement devrait souffrir de la hausse des taux en 2024 et se retournerait après avoir atteint un point haut d'ici la fin de l'année. L'investissement des entreprises, composante très cyclique, baisserait lui aussi en 2024 avec le ralentissement de la demande intérieure.

Côté commerce extérieur, de légers gains de parts de marché sont attendus du fait d'un niveau des prix un peu plus bas que dans les autres pays. La croissance du tourisme international en revanche qui avait soutenu les recettes d'exportations ne devrait plus jouer en 2024.

Graphique 3. **Part de la masse salariale dans la valeur ajoutée**

INE, prévisions OFCE.

Royaume-Uni : l'économie résiste[1]

L'inflation, qui avait atteint un pic de 11,1 % sur un an en octobre 2022, alors qu'elle était proche de 0 au début 2021, était encore de 6,7 % en août dernier. L'accélération de l'inflation a conduit la Banque d'Angleterre à relever son taux directeur à 14 reprises, de 0,1 % début décembre 2021 à 5,25 % début août 2023, avec l'intention de ramener l'inflation vers la cible de 2 %. Cette hausse des taux contribue à freiner la croissance. La hausse du PIB n'était que de 0,6 % sur un an au deuxième trimestre 2023.

Nous prévoyons une croissance du PIB de 0,7 % en moyenne cette année et de 0,9 % l'an prochain. L'inflation reviendrait à 3,2 % à la fin 2024. Le taux de chômage augmenterait à 4,9 % fin 2024 (contre 4,2 % au deuxième trimestre 2023).

Une inconnue importante de cette prévision porte sur la consommation des ménages, qui pourrait être plus soutenue si ces derniers décidaient de puiser dans la sur-épargne accumulée pendant la crise Covid, ce qu'ils n'ont pas fait jusqu'à présent. *A contrario*, une recrudescence des tensions géopolitiques mondiales (Ukraine, Proche-Orient, …), une nouvelle hausse des prix énergétiques ou une baisse des prix de l'immobilier qui se transformerait en crise immobilière pourraient inciter les ménages à maintenir une épargne de précaution.

Comptes nationaux : de révision en révision

Le choc de la Covid-19 a provoqué outre-Manche une récession parmi les plus sévères au sein des pays industrialisés. Ainsi, en 2020, le PIB britannique a chuté de 22 % aux premier et deuxième trimestres et de 10,4 % en moyenne sur l'année. Il s'est redressé en 2021 (+8,7 % en moyenne annuelle) et en 2022 (+4,3 %). Mais, comme nous l'avions déjà souligné dans nos analyses développées pendant la pandémie, les systèmes d'information statistique ont été mis à l'épreuve pour mesurer l'impact économique des chocs provoqués par les confinements successifs. Les instituts de statistique ont d'ailleurs annoncé très tôt que les premières estimations des comptes nationaux

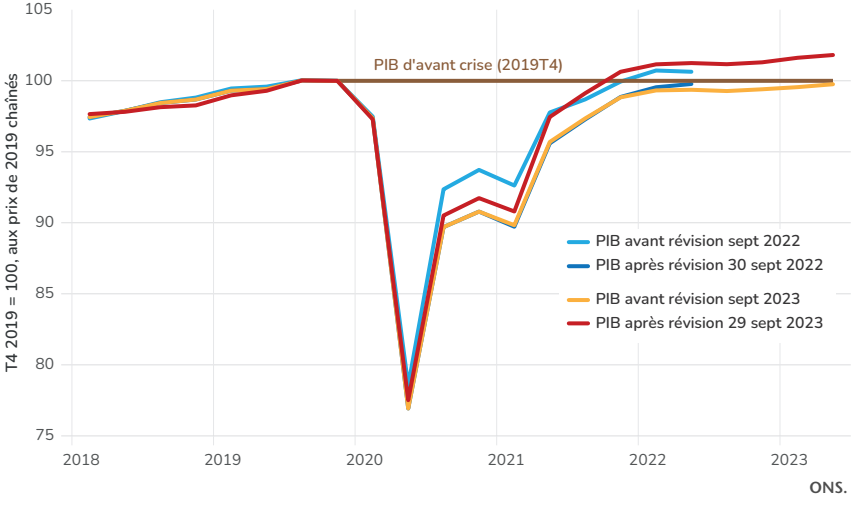
1. Ce texte est rédigé par **Catherine Mathieu** et **Hervé Péléraux**, *Département analyse et prévision*.

étaient susceptibles d'être fortement révisées une fois les turbulences passées. C'est effectivement le cas depuis un an au Royaume-Uni, avec deux vagues de révisions effectuées par l'*Office for National Statistics* (ONS) en septembre 2022 et 2023.

Le 30 septembre 2022, les comptes nationaux du Royaume-Uni ont été assez fortement révisés en baisse pour 2020, où le recul du PIB était évalué à -11 % en moyenne annuelle, contre -9,3 % avant la révision, et ramenant le PIB du deuxième trimestre 2022 à 0,2 point sous son niveau d'avant-crise alors qu'il lui était supérieur de 0,6 point selon l'évaluation précédente (graphique 1).

La révision intervenue le 29 septembre 2023, en hausse cette fois, a corrigé la précédente révision des comptes. La récession de 2020 a été ramenée à -10,4 % et la reprise de 2021 est désormais estimée à 8,7 % contre 7,6 % auparavant. La croissance de l'année 2022 a été également révisée en hausse, de 4,1 à 4,3 %. Au total, le PIB est revenu au deuxième trimestre 2023 à un niveau supérieur de 1,8 point à son niveau d'avant-crise, alors qu'il lui était inférieur de 0,25 point selon l'évaluation précédente.

Graphique 1. **Estimations successives du PIB britannique**

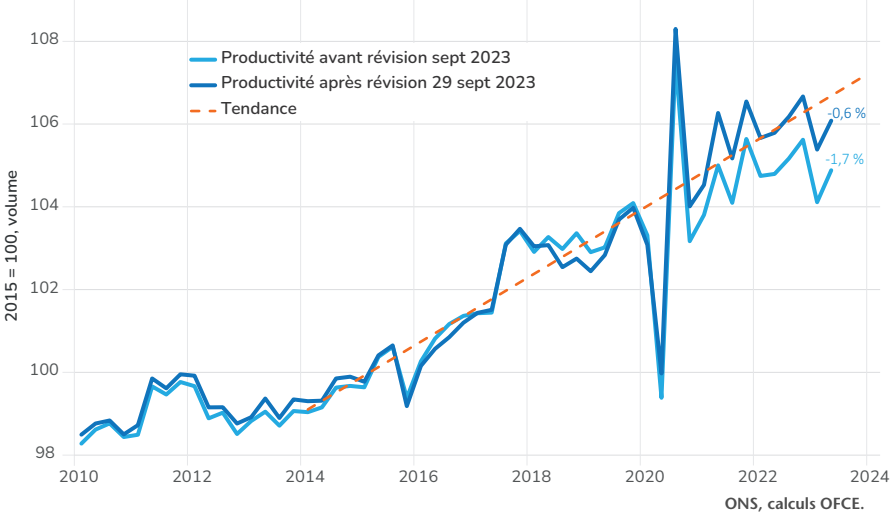


Le dégonflement des sureffectifs apparents

Ces révisions de mesure de l'activité ont des conséquences sur l'estimation de la productivité du travail et l'évaluation des sureffectifs au sein du système productif. Dans la précédente version des comptes, la

productivité horaire se maintenait sous sa tendance depuis la fin 2020, témoignant de la persistance de sureffectifs dans les entreprises (graphique 2). Ainsi, au deuxième trimestre 2023, les effectifs auraient été excédentaires de 790 000 personnes selon l'ancienne version des comptes, induisant un écart de productivité négatif de 1,7 % par rapport au niveau tendanciel. Avec la version révisée des comptes, les sureffectifs sont évalués à 370 000 personnes et l'écart de productivité à -0,6 %[2].

Graphique 2. **Révision de la productivité horaire du travail**



Encore convient-il de noter que le cycle de productivité ne s'est creusé qu'au cours des deux premiers trimestres de 2023 : la productivité demeurait au voisinage de sa tendance tout au long de 2022, ce qui témoignait de l'adéquation entre la production et la quantité de travail engagée au sein du système productif. À la différence de l'Allemagne ou de la France où elles sont vertigineuses, les pertes de productivité au Royaume-Uni paraissent résulter du simple jeu du cycle de productivité entraîné par les à-coups de l'activité.

Le jeu du cycle de productivité va modeler les trajectoires de l'emploi et du chômage d'ici à la fin 2024. La convergence de la productivité vers son niveau tendanciel va contribuer à la résorption

2. Les révisions en hausse du PIB et de la valeur ajoutée ne sont pas identiques. Le PIB est désormais supérieur de 2 % à son niveau d'avant révision au deuxième trimestre 2023 tandis que la valeur ajoutée ne l'est que de 1,1 %.

des sureffectifs formés au premier semestre 2023 dans les entreprises. Dans un contexte de croissance faible de l'activité (0,7 % en 2023 et 0,9 % en 2024), et sous l'hypothèse que la durée du travail reste à son niveau d'avant-crise, rejoint au premier semestre 2023, l'emploi serait la variable d'ajustement avec un recul modéré, de 0,2 %, entre la fin 2023 et la fin 2024, soit 70 000 personnes. Cela conduirait à une hausse du chômage, de 4,2 à 4,9 % de la population active entre le deuxième trimestre 2023 et la fin 2024.

La désinflation amorcée

Comme ses principaux voisins, le Royaume-Uni a subi de plein fouet le regain d'inflation après la crise de la Covid-19, d'abord sous l'effet de la reprise des prix de l'énergie et des biens intermédiaires industriels au premier semestre 2021, puis de celle des produits alimentaires au second. Durant l'année 2022, l'accélération de l'indice des prix à la consommation (IPC[3]) s'est poursuivie pour porter l'inflation de 5,4 % à la fin 2021 jusqu'à 11,1 % en octobre 2022, un niveau inférieur à celui affiché par l'Allemagne (+11,6 %) et par l'Italie (+12,5 %), mais nettement supérieur à celui de la France (+7,1 %). Le pic d'inflation en Espagne était également comparable à celui du Royaume-Uni quelques mois auparavant (+10,7 % en juillet 2022).

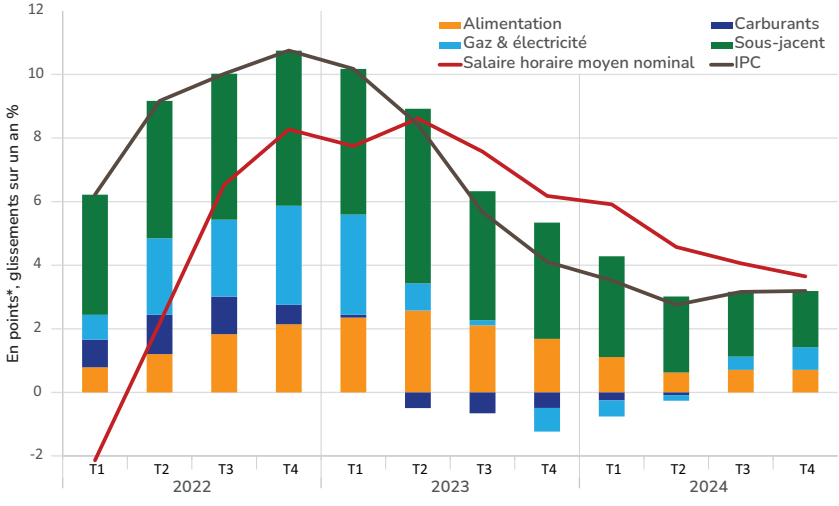
Depuis lors, les prix ont décéléré sous l'effet de la baisse des prix de l'énergie et de la normalisation du fonctionnement des chaînes de production mondiales. En août 2023, l'inflation au Royaume-Uni était redescendue à 6,7 %, non loin de l'Allemagne (+6,4 %), mais au-dessus de la France et de l'Italie (5,7 et 5,5 % respectivement) et plus encore de l'Espagne (2,4 %).

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 est restée positive jusqu'au deuxième trimestre 2023, même si elle a décliné (graphique 3). 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 régulés par l'*Office of Gas and Electricity Markets* (OFGEM) qui procède trimestriellement à des ajustements tarifaires en fonction de l'évolution passée des prix *spot*.

3. L'indice des prix à la consommation (IPC) est calculé au Royaume-Uni selon la méthode en vigueur pour l'indice des prix à la consommation harmonisé dans l'Union européenne, et est donc directement comparable aux indices publiés par EUROSTAT pour les pays de l'UE.

L'OFGEM avait annoncé une première baisse des plafonds de facturation du gaz et de l'électricité d'environ 30 % au 1er avril 2023, suivie d'une deuxième au 1er juillet. Or, les composantes gaz et électricité de l'IPC sont restées inertes face aux baisses des plafonds en avril. Ce n'est qu'au 1er juillet que l'IPC gaz a baissé de 25 % et celui de l'électricité de 8,6 %, induisant un retard dans l'imputation de la baisse des plafonds à l'indice des prix à la consommation.

Graphique 3. **Contribution des composantes au glissement annuel de l'indice des prix au Royaume-Uni**



ONS, calculs et prévisions OFCE.

** sauf inflation et salaire horaire moyen.*

La mise en place du bouclier tarifaire par le gouvernement afin de caper la facture énergétique des ménages sous le plafond fixé par l'OFGEM, et sa prolongation entre mars et juin 2023, expliquent que la baisse du plafond n'ait pas eu d'effet sur l'indice des prix à la consommation. Ce n'est donc qu'après la disparition du bouclier énergétique et à la suite d'un deuxième abaissement des plafonds par l'OFGEM en juillet qu'est apparu un impact de la baisse des prix de l'énergie sur les indices des prix de l'énergie à la consommation. L'impact de la baisse des prix du gaz et de l'électricité devrait apparaître sur l'inflation annuelle au troisième trimestre 2023 et se prolonger jusqu'au deuxième trimestre 2024.

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 réaction des salaires nominaux aux pertes de pouvoir d'achat depuis le quatrième trimestre 2021. En août 2023, l'inflation sous-jacente demeurait supérieure à 6 % au Royaume-Uni, au même niveau qu'en Allemagne (6,2 %), mais deux points au-dessus de la France, de l'Italie et de l'Espagne.

Les salaires 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 (graphique 3). Au deuxième trimestre 2023, le salaire horaire moyen nominal croissait de 8,6 % sur un an. Précisons qu'au cours des derniers mois les hausses de salaires ont été nettement plus élevées dans le secteur public, particulièrement dans les secteurs de la santé et de l'éducation, que dans le reste de l'économie. Cela fait suite aux négociations engagées entre les syndicats des personnels et leurs ministres de tutelle, destinées à rattraper des années de baisses des salaires réels. Ainsi, au deuxième trimestre 2023, la hausse des salaires du secteur public était de 12,2 % sur un an (mais de 6,6 % seulement hors primes), contre 7,6 % dans le secteur privé (8,1 % hors primes).

Répercutée dans les prix de vente, la hausse des coûts salariaux contribue à entretenir l'inflation sous-jacente, même si les salariés supportent des pertes de pouvoir d'achat des salaires.

La phase de désinflation, engagée dans la première moitié de 2023, devrait se poursuivre sous les effets combinés du ralentissement des prix de nombreuses composantes de l'IPC. Au quatrième trimestre 2024, la hausse de l'IPC s'établirait à 3,2 %. Elle resterait au-dessus de la cible de la banque centrale, sous l'effet notamment d'un léger rebond des prix du gaz et de l'électricité consécutif à la remontée des prix *spot* que nous avons inscrite en prévision. La progression des salaires nominaux serait supérieure à celle de l'IPC, libérant des gains de salaires réels qui compenseront en partie les pertes antérieures. Ces gains seront acquis par les travailleurs au détriment des entreprises qui rendront dès lors une partie des marges qu'elles ont accumulé durant la phase d'accélération des prix en 2022.

Résilience de la demande

Au premier semestre 2023, l'économie britannique a plutôt bien résisté avec une croissance cumulée du PIB de 0,5 % alors que l'inflation culminait autour de 10 %.

La consommation des ménages, qui représente 60 % du PIB, affichait une contribution positive de 0,5 point à la croissance au premier semestre 2023, après une baisse au second semestre 2022 (graphique 4). Le dynamisme de la consommation a quelque peu surpris, avec une hausse de 0,7 % en volume au premier trimestre et de 0,4 % au deuxième trimestre. Durant la phase de montée de l'inflation à des niveaux inédits depuis de nombreuses années, la consommation n'a reculé, somme toute modérément, qu'au second semestre 2022 (-0,8 et -0,1 % chaque trimestre).

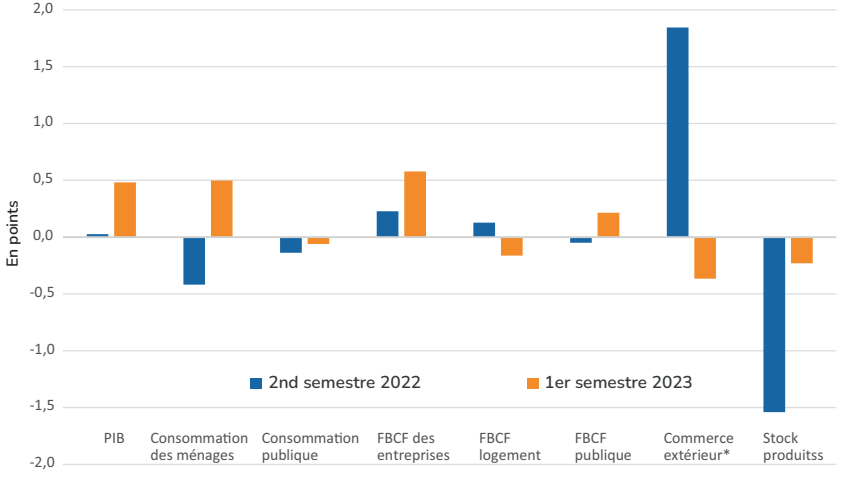
Paradoxalement, le taux d'épargne des ménages n'a pas baissé comme il aurait pu le faire pour maintenir la consommation, passant de 7,4 % du RDB en moyenne au premier semestre 2022 à 8,9 % au premier semestre 2023. La hausse du taux d'épargne depuis 1 an a été portée par le dynamisme des revenus, passés d'une progression de 0,1 à 0,9 % en termes réels entre la première moitié de l'année 2022 et la seconde, croissance restée identique au premier semestre 2023.

Plusieurs facteurs expliquent le dynamisme du revenu des ménages. D'un côté, la masse salariale réelle a augmenté entre le premier semestre 2022 et le second semestre 2023 (+0,3 %) malgré la forte inflation. La hausse du nombre total d'heures travaillées sur cette période (+0,6 %) a en effet surcompensé le recul du salaire horaire réel (-0,3 %). Ensuite, les revenus nets de la propriété ont été très dynamiques, ayant crû de plus de 10 % en termes réels en moyenne annuelle en 2022 (pour une contribution de +1,4 point à la croissance du RDB réel de 2022). Le dernier élément ayant soutenu le RDB est « l'ajustement pour variation des droits à pension (poste D.8 dans le SEC 2010) », qui, avec une hausse réelle de plus de 40 % en moyenne annuelle en 2022, a contribué à hauteur de 1,5 % à la croissance du revenu en 2022.

La formation brute de capital fixe (FBCF) des entreprises a emboîté le pas de la consommation des ménages, avec une contribution de 0,6 point au premier semestre 2023, faisant suite à une contribution déjà positive au semestre précédent (0,2 point). Au deuxième trimestre 2023, sur 1 an, l'investissement des entreprises a crû de 9,2 % quand le PIB n'augmentait que de 0,6 %. Cela ramène le taux d'investissement (en volume) au précédent point haut atteint juste avant le référendum

de juin 2016 sur le Brexit. La hausse de l'investissement au premier trimestre 2023 (+4 %) provient en partie d'investissements réalisés par les entreprises avant la fin initialement prévue pour la fin mars du dispositif dit de la « super déduction ». Ce dispositif, entré en vigueur en avril 2021, permettait aux entreprises de déduire la première année jusqu'à 130 % de leurs nouveaux investissements en bâtiments et équipements de production de leur base d'imposition. La hausse du taux d'imposition des sociétés de 19 à 25 % à partir d'avril 2023 a finalement été accompagnée d'une nouvelle incitation fiscale, permettant une déduction jusqu'à 100 % des investissement qui seront réalisés d'ici mars 2026. Au deuxième trimestre 2023, la hausse (+4,1 %) reflète pour partie des investissements exceptionnels en matériels de transport (importations d'avions américains notamment).

Graphique 4. **Contributions semestrielles à la croissance du PIB au Royaume-Uni**



ONS, calculs OFCE.

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

À partir de la mi-2022, la FBCF en logement des ménages a ralenti, puis s'est contractée. L'amorce d'une baisse des prix de l'immobilier et la dégradation des conditions de financement, du fait de la hausse des taux d'intérêt nominaux, même si l'accélération l'inflation en a réduit l'impact en termes réels, ont freiné l'investissement logement des ménages. Du côté des dépenses publiques, la consommation a contribué légèrement négativement à la croissance au cours des deux derniers semestres tandis que l'investissement public y contribuait positivement (+0,2 point).

Les autres composantes du PIB ont eu des profils assez disjoints de l'activité. En effet les variations du poste « acquisitions moins cessions d'objets de valeur » (poste P.53 dans le SEC 2010) ont été très négatives au troisième et au quatrième trimestre 2022, respectivement -11,4 et -15,7 milliards de livres en volume[4]. La contribution à la croissance qui résulte de ces mouvements est donc fortement négative au second semestre 2022, à savoir -3,1 points.

Ce déstockage d'objets de valeur ayant été exporté, les exportations ont très fortement crû au second semestre 2022 (+14,2 % en volume), contribuant positivement à la croissance du PIB à hauteur de 4,2 points. Purgée des sorties d'objets de valeur, la contribution des exportations à la croissance s'élève à 1,1 point, et celle du commerce extérieur à 1,8 point (au lieu de 4,9 points sans la correction des exportations).

Au premier semestre 2023, les exportations seules ont subi le contrecoup de la hausse au semestre précédent avec une baisse de 2,3 %. En y incorporant les variations d'objets de valeur, dont la contribution est devenue positive (+1,7 point au premier semestre 2023), les exportations affichent une baisse plus modérée (-0,5 %). Au total, le commerce extérieur contribue négativement à la croissance, -0,4 point, la baisse des importations limitant l'effet sur l'activité de la baisse des exportations.

2024 : la croissance résiste encore !

À l'horizon de la fin 2024, l'environnement international resterait peu porteur pour les exportations, du fait de la faible hausse de la demande adressée au Royaume-Uni, les principaux marchés à l'exportation britanniques étant les États-Unis et l'UE. Les exportateurs britanniques peineraient à maintenir leurs parts de marché, la compétitivité-prix (en termes de taux de change réel effectif, calculé sur la base des coûts unitaires du travail par le FMI) s'étant dégradée de 5 % depuis septembre 2022. Les exportations de biens et services ne progresseraient qu'à un rythme trimestriel de 0,5 %, du troisième trimestre 2023 à la fin 2024.

4. 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.

La demande intérieure progresserait à un rythme de 0,3 % par trimestre à l'horizon de la fin 2024. Ce serait aussi le cas pour la consommation des ménages. La poursuite de la baisse de l'inflation apporterait des gains de pouvoir d'achat mais, sous l'effet de la moindre hausse des salaires nominaux, les revenus salariaux réels progresseraient moins en 2024 qu'en 2023. Le revenu réel des ménages ralentirait de +2,5 % en moyenne annuelle en 2023 à 1,5 % en 2024. Les hausses passées des taux d'intérêt, la baisse des prix de l'immobilier et la légère remontée du taux de chômage inciteraient les ménages à la prudence. Ainsi, le taux d'épargne augmenterait de 9,5 % au deuxième trimestre 2023 à près de 10 % à la fin 2023. Il redescendrait progressivement ensuite pour atteindre 9 % à la fin de 2024 : la poursuite de la baisse de l'inflation, la fin du resserrement de la politique monétaire, le retournement à la baisse des taux hypothécaires, déjà amorcé en septembre, réduiraient l'épargne de précaution des ménages et entameraient légèrement le stock de la sur-épargne accumulée au plus fort de la pandémie.

L'investissement des entreprises baisserait au troisième trimestre 2023, à la suite de la disparition des facteurs exceptionnels qui l'avaient soutenu au premier semestre, puis progresserait d'environ 1 % par an, un peu plus rapidement que les débouchés à court terme, malgré l'effet négatif de la hausse passée des taux d'intérêt car les nouvelles déductions fiscales entrées en vigueur en avril 2023 viendront en soutien. L'investissement en logements continuait de baisser sous l'effet de la hausse passée des taux d'intérêt, alors que les prix de l'immobilier poursuivraient leur baisse.

Politiques monétaire et budgétaire

La baisse observée et anticipée de l'inflation conduirait la Banque d'Angleterre à ne plus relever son taux directeur, porté à 5,25 % en août dernier. La confirmation de la poursuite de la baisse de l'inflation qui, à 3,2 % à la fin 2024 deviendrait proche de la cible de politique monétaire (maintenir l'inflation autour de 2 %) ainsi qu'une croissance modérée accompagnée d'une hausse du chômage, conduiraient la Banque d'Angleterre à abaisser son taux directeur de façon graduelle pour l'amener à 4,50 à la fin de 2024. Compte tenu des délais de transmission de la politique monétaire, la hausse passée des taux d'intérêt freinerait la croissance britannique de 0,3 point cette année et de 0,9 point l'an prochain (voir la partie politique monétaire dans cette revue).

La consommation et l'investissement des administrations publiques ont récemment connu des fluctuations trimestrielles particulièrement heurtées. Nous faisons l'hypothèse que les dépenses publiques évolueraient en ligne avec ce qui était prévu dans le budget 2023, en l'absence d'informations sur les mesures qui pourraient être annoncées dans le prochain budget, le 22 novembre. La croissance de la consommation publique serait de 1,6 % cette année et de 2,2 % l'an prochain ; celle de l'investissement public respectivement de 7,7 % et 0,8 %.

Le budget 2023 (publié en mars dernier) prévoyait 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 Responsability* (OBR), négative de 1 point en 2023-2024 et de 1,5 en 2024-2025, après -1,3 point en 2022-2023 : cela ferait trois années consécutives de restriction budgétaire, avec un effort budgétaire cumulé de 3,8 points. 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.

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). 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 de 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 2024-2025. 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 de 4,7 % du PIB en 2022 à 3,5 % en 2023 et 2,8 % en 2024. La dette publique brute, de 101 % du PIB en 2022, augmenterait légèrement, à 104 % du PIB en 2024.

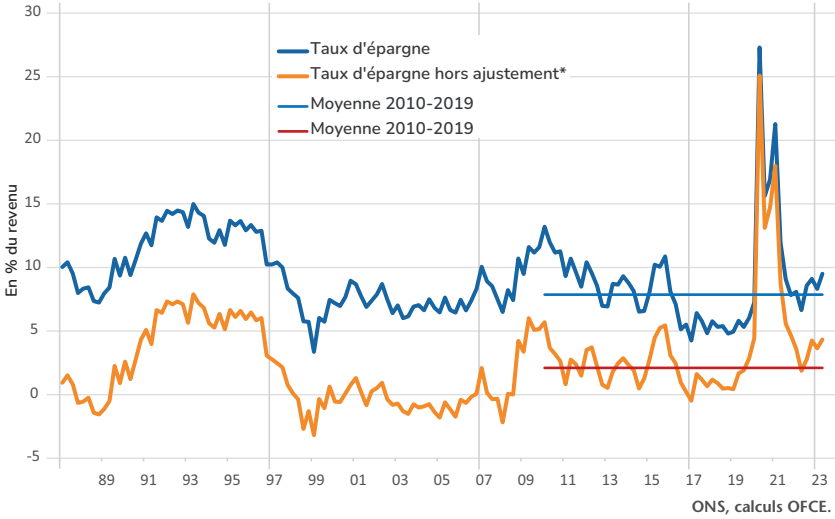
La croissance serait de 0,7 % cette année et de 0,9 % l'an prochain. Notre scénario comporte des risques à la baisse, avant tout celui d'une baisse des prix de l'immobilier qui pourrait être plus forte que prévu ainsi que le risque d'un nouveau durcissement de la politique monétaire si l'inflation, notamment dans les services, ne baissait pas. À l'inverse, la prochaine présentation du budget pourrait s'avérer moins restrictive que celle d'il y a six mois à l'approche des élections générales qui devront être organisées d'ici janvier 2025, et surtout les ménages pourraient décider de puiser davantage dans leur sur-épargne qu'ils ne l'ont fait jusqu'à présent.

Incertitudes autour de l'épargne des ménages

Le taux d'épargne des ménages était de 9,5 % au deuxième trimestre 2023, soit 1,6 point au-dessus de la moyenne des dix ans qui ont précédé le début de la crise Covid (graphique 5). Le taux d'épargne avait atteint un pic à 27,4 % au deuxième trimestre 2020, lorsque les restrictions sanitaires (confinements et mises à l'arrêt des activités) avaient conduit à une « épargne contrainte » du fait d'une « consommation empêchée ». Le taux d'épargne a diminué par la suite, jusqu'à un point bas de 6,6 % au deuxième trimestre 2022, pour remonter dès le trimestre suivant et fluctuer ensuite autour de 9 %. Les ménages britanniques sont donc loin d'avoir consommé la sur-épargne accumulée lors de la crise Covid. Au deuxième trimestre 2023, cette sur-épargne représentait 4 points de revenu par rapport au taux d'épargne moyen des années 2010-2019, ce qui est d'ailleurs dans la moyenne des grands pays industrialisés (voir le *policy brief de l'OFCE* n° 120 et la partie I.1. dans cette revue).

La sur-épargne des ménages constitue depuis plusieurs exercices un aléa à la hausse de notre prévision : pourquoi les ménages, au Royaume-Uni comme dans les autres grands pays, n'ont-ils pas

Graphique 5. **Taux d'épargne au Royaume-Uni**



ONS, calculs OFCE.

** Taux d'épargne hors revenus attribués aux détenteurs de droits à pension et de parts de fonds d'investissement.*

dépensé davantage à la sortie de la crise Covid alors que l'activité redémarrait et que les tensions sur les marchés du travail étaient élevées, avec des taux de chômage faibles ? L'invasion russe en Ukraine et la hausse des prix des matières premières à partir de début de 2022 ont sans doute contribué à entretenir un comportement de précaution des ménages qui a freiné leur consommation. Le taux d'épargne peut aussi être resté plus élevé car les revenus des ménages les plus pauvres, dont propension à consommer est plus élevée, ont été davantage touchés par l'accélération des prix que les revenus des ménages les plus riches, dont la propension à épargner est plus élevée.

Dans le cas du Royaume-Uni, on pourrait aussi penser à un effet lié aux fonds de pension. En effet, les revenus des ménages comprennent, au sens de la comptabilité nationale, les revenus attribués aux détenteurs de droits à pension et aux détenteurs de parts de fonds d'investissement, même si ces montants ne sont pas effectivement distribués aux ménages. Ce poste constitue une partie non négligeable des revenus au Royaume-Uni où les fonds de pension ont un poids important dans le système de retraite. Si l'on exclut ces revenus, le taux d'épargne des ménages n'est plus que de 4,3 % au deuxième trimestre 2023 (au lieu de 9,5 %), où il se trouve 2,1 points au-dessus de sa moyenne 2010-2019. Exclure le poste des revenus des droits à fonds de pension ne permet donc pas de réduire la sur-épargne.

La hausse de l'inflation et la baisse des prix des actifs boursiers et immobiliers, pourraient avoir incité les ménages à épargner davantage pour maintenir leur richesse réelle. Au Royaume-Uni, les études économétriques mettaient traditionnellement en évidence, avant la crise Covid, des effets richesse sur la consommation des ménages. Ainsi, Barrell *et al.* (2015)[5] estiment sur la période 1972-2012, qui a l'avantage d'inclure la crise financière de 2007, une propension marginale à consommer la richesse financière nette et la richesse immobilière des ménages de l'ordre de 0,02 à 0,03, ce qui est en ligne avec la littérature dont ils présentent d'ailleurs une revue dans leur article.

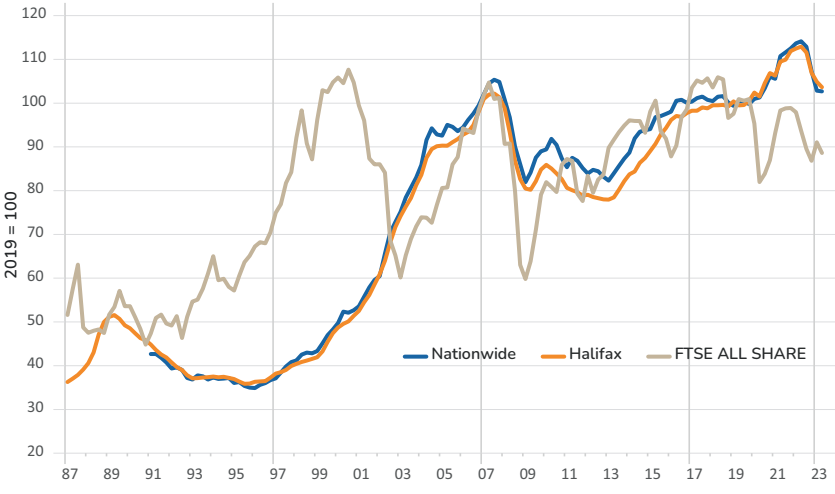
Les prix de l'immobilier ont beaucoup augmenté au Royaume-Uni du milieu des années 1990 à juin 2022, où ils ont été multipliés par deux en termes réels (déflatés par le déflateur de la consommation des ménages), malgré une baisse lors de la crise financière de 2007 (graphique 6). Ils avaient d'ailleurs continué à augmenter pendant la crise Covid pour atteindre un record en juin 2022. Ils ont alors commencé à baisser, de 4,1 % pour l'indice *Nationwide*, de 2,3 % pour l'indice *Halifax*, soit une baisse de l'ordre de 10 % en termes réels. Les cours boursiers avaient pour leur part chuté au début de la crise Covid, avant de retrouver début 2022 leur niveau d'avant-crise. Ils ont baissé depuis d'environ 10 %, comme les prix des actifs immobiliers.

La richesse nette totale des ménages représentait plus de 7 fois leur revenu annuel en 2019, ce qui constituait déjà un niveau historiquement élevé. Elle en représentait 8 fois le revenu en 2021, un niveau record, sous l'effet de la poursuite de l'augmentation du patrimoine non financier. À partir de 2022, la richesse nette a commencé à baisser relativement au revenu. La baisse s'est poursuivie au premier semestre 2023 pour la richesse financière nette (les dernières données portant sur la richesse non financière s'arrêtant en 2022). Précisons que l'endettement des ménages, qui représentait 140 % du revenu en 2020, a baissé à 130 % en 2022.

À titre illustratif, une baisse de 10 % de la richesse financière nette des ménages (estimée à 4 653 milliards de livres en 2022, selon les dernières données de l'ONS), aurait un impact de -0,9 % sur la consommation des ménages, en retenant une propension marginale à consommer de 0,03.

5. Ray Barrell, Mauro Costantini, Iris Meco, 2015, « Housing wealth, financial wealth, and consumption: New evidence for Italy and the UK », *International Review of Financial Analysis*, volume 42, pp. 316-323.

Graphique 6. **Cours boursiers et prix immobiliers au Royaume-Uni ***



ONS, Refinitiv Eikon, calculs OFCE.

** deflatés par le déflateur de la consommation des ménages.*

La baisse récente des prix des actifs nous conduit à inscrire une légère remontée du taux d'épargne dans notre prévision à l'horizon de la fin 2023 (où le taux d'épargne serait de près de 10 %). En 2024, en supposant que la baisse des prix de l'immobilier se poursuive de façon modérée et que les prix des actifs boursiers se redressent légèrement, il n'y aurait plus d'effet richesse négatif. Les ménages pourraient puiser dans leur sur-épargne, pour consommer davantage. La situation est cependant particulière à la suite de la crise Covid avec une sur-épargne et des niveaux de patrimoine exceptionnellement élevés, ce qui est susceptible d'atténuer la sensibilité des ménages à une baisse des prix des actifs. Mais en tout état de cause, une chute plus forte des prix des actifs immobiliers et une baisse des prix des actifs boursiers constituent un risque à la baisse de notre prévision.

Japon : un *policy-mix* toujours offensif pour tenter de mettre fin à la déflation[1]

L'enjeu pour le Japon est de profiter de la hausse récente des prix mondiaux de matières premières pour enclencher un cercle vertueux avec des augmentations salariales plus élevées, davantage d'investissement des entreprises, dans un contexte où les prix progresseraient autour de 2 %. Le *policy-mix* japonais tente donc d'un côté de limiter les pertes de pouvoir d'achat des ménages en accordant des subventions pour compenser la hausse des prix de l'énergie, de soutenir l'investissement productif *via* des allègements fiscaux tout en maintenant les taux bas pour favoriser la mise en place d'une boucle prix-salaires « maîtrisée ». Mais la baisse du taux de change du yen face aux autres monnaies, et notamment le dollar, devient difficilement tenable, avec un renchérissement des prix des produits importés très important, qui conduit le gouvernement à dépenser des montants élevés de subventions et creuser davantage la dette publique (261 % du PIB en 2022).

Après une croissance de tout juste 1 % en 2022, le PIB japonais augmenterait de 2 % en 2023, porté par un très bon premier semestre. L'acquis de croissance pour l'année 2023 s'élève ainsi à 1,9 % à la mi-2023. La croissance serait quasiment nulle au second semestre 2023 : la demande intérieure croîtrait faiblement et le commerce extérieur amputerait légèrement la croissance. Le PIB progresserait de 0,3 % par trimestre en 2024 en moyenne, essentiellement tiré par la demande intérieure.

Après le pic de 4,4 % d'inflation en janvier 2023 en glissement annuel, l'inflation a reflué en février 2023, grâce aux plafonds gouvernementaux sur les tarifs d'électricité par kilowattheure et de gaz par m3 pour les ménages. En août 2023, l'inflation atteignait néanmoins encore 3,1 %.

Du côté des salaires, leur progression a été plus dynamique au premier semestre 2023 que sur la même période de l'année précédente, mais cela n'a pas suffi pour permettre aux salaires réels de

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

rattraper les pertes observées en 2022. C'est la forte baisse du taux d'épargne fin 2022 et au premier trimestre 2023 qui a soutenu la consommation privée. Nous inscrivons en fin d'année 2023 et en 2024 une nouvelle baisse du taux d'épargne, dans un contexte de désinflation et de timide baisse du taux de chômage. Par ailleurs, les ménages bénéficieraient de l'accélération des salaires en cours et le gouvernement devrait faire voter en novembre 2023 des mesures supplémentaires englobant l'année fiscale 2023 pour soutenir le pouvoir d'achat des ménages.

Après 2 % en 2023, la croissance du PIB atteindrait 1,1 % en 2024, supérieure à la croissance potentielle estimée à 0,4 %[2]. La politique budgétaire continuerait de soutenir l'activité et la banque centrale ne modifierait que marginalement sa politique monétaire, contrairement aux autres grandes banques centrales des pays développés. Le taux de change du yen s'est largement déprécié depuis janvier 2023 et est désormais proche de son creux d'octobre 2022, à 1 dollar pour 150 yens. Il se maintiendrait autour de ce niveau en 2024, étant donné le différentiel de taux d'intérêt entre les États-Unis et le Japon. La demande adressée à l'économie japonaise, dont la croissance a été nulle au deuxième trimestre 2023, accélèrerait peu à peu et croîtrait à un rythme de 0,8 % par trimestre en moyenne en 2024.

Un premier semestre 2023 en demi-teinte

La consommation a bien résisté au premier trimestre 2023, avant de reculer au deuxième trimestre, du fait de la baisse de la consommation de biens non durables. Au premier trimestre, face à une croissance du revenu disponible brut (RdB) nominal trop faible (+0,8 % sur un trimestre) par rapport au déflateur de la consommation (+1,2 %), c'est la baisse du taux d'épargne qui a permis à la consommation de progresser de 0,6 %. À 1,6 % du RdB, le taux d'épargne est ainsi repassé pour la première fois depuis la crise de la Covid sous sa moyenne de 2019 (2,1 %). Au deuxième trimestre, seule la masse salariale est disponible (+1 %) et le taux d'épargne aurait augmenté, provoquant ce fort recul de la consommation privée (-0,6 %). L'emploi a continué de croître modérément : +0,3 % sur un an au premier comme au deuxième trimestre 2023. Le taux de chômage est resté stable à 2,6 %.

2. Il s'agit de la moyenne entre l'estimation de la Banque du Japon et celle du gouvernement.

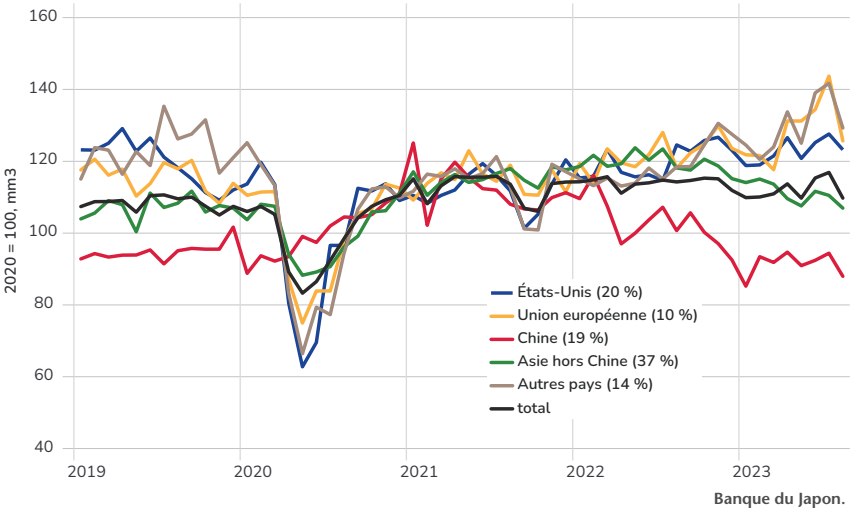
Des mesures gouvernementales n'ont cessé d'être mises en place pour limiter l'impact de la hausse du coût de l'énergie sur les ménages : en février 2023, grâce aux plafonds mis en place par le gouvernement sur les tarifs d'électricité et de gaz, l'inflation a reflué de 1,1 point de pourcentage. Par ailleurs, le gouvernement, qui avait adopté des mesures pour limiter la hausse du prix du carburant au début de l'année 2022, a annoncé fin août 2023 que ces aides seraient réintroduites pour limiter le prix à la pompe du carburant dès le mois d'octobre. En effet, la combinaison de la remontée du prix du pétrole en dollars et de la baisse du yen a conduit le prix du pétrole en yens à retrouver début septembre son pic de mi-2008.

Malgré l'augmentation des profits des entreprises sur le début de l'année 2023, l'évolution de l'investissement productif a été mitigée : en hausse de 1,6 % au premier trimestre 2023, avant un recul de 1 % au deuxième trimestre. Le ralentissement de la demande mondiale explique vraisemblablement cette mauvaise performance à la mi-2023. L'investissement en équipement de transport a particulièrement baissé. Les investissements en construction et en machines et équipements ont légèrement baissé. Seul l'investissement en produits de la propriété intellectuelle a tiré son épingle du jeu en continuant d'augmenter.

Du côté des exportations de biens et services, après le trou d'air du premier trimestre 2023, les exportations se sont redressées au deuxième trimestre. Finalement, les exportations en volume atteignaient mi-2023 un niveau assez proche du niveau moyen depuis le début 2021. Ceci masque des profils variés en fonction des zones. Ainsi, les exportations réelles ont baissé vers les pays d'Asie, et en particulier vers la Chine (graphique 1), avec une contribution totale de -6,5 points de pourcentage au taux de croissance des exportations entre janvier 2022 et juillet 2023. Au contraire, elles ont augmenté vers les États-Unis et l'Union européenne (avec une contribution de 3,1 points sur ces deux zones) et les autres pays (près de 3 points). Ce sont essentiellement les exportations de véhicules qui ont tiré les exportations depuis le début de l'année 2023.

En revanche, les exportations de services qui étaient jusqu'à la mi-2022 très en retrait, après le creux du troisième trimestre 2020, ont continué leur progression. Le tourisme joue évidemment un rôle important. Depuis la levée des restrictions en octobre 2022 concernant l'entrée de touristes étrangers, leur nombre mensuel a augmenté très rapidement. Il est passé de 200 000 en septembre 2022 à 2,15 millions

Graphique 1. **Exportations japonaises en volume par destination**



Banque du Japon.

Les chiffres entre parenthèses indiquent la part de chaque destination dans les exportations totales du Japon.

en août 2023. Il est ainsi presque revenu à son niveau pré-Covid. La provenance des touristes a néanmoins été modifiée : les Coréens du Sud ou les touristes en provenance des États-Unis par exemple, sont plus nombreux qu'avant la crise de la Covid alors que les Chinois ne représentaient en août 2023 qu'un tiers de leur niveau d'août 2019. Il y a donc encore un potentiel de rattrapage de ce point de vue. Entre le dernier trimestre 2022 et le deuxième trimestre 2023, les exportations de services ont ainsi contribué pour 0,2 point de pourcentage à la croissance trimestrielle.

La politique monétaire suspendue à la transmission des hausses de prix importés aux prix des services et aux négociations salariales

Malgré une inflation supérieure à son objectif de 2 % depuis avril 2022, la Banque centrale du Japon (BoJ) a maintenu son contrôle de la courbe des taux, avec un taux directeur à -0,1 % et des taux longs à 10 ans proche de 0% en poursuivant l'achat d'obligations publiques nécessaires pour cela. Elle a néanmoins amorcé depuis décembre 2022 une politique de contrôle de la courbe des taux moins stricte : elle a d'abord élargi 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) le 20 décembre 2022. Puis elle a apporté

davantage de flexibilité le 28 juillet 2023 en augmentant le plafond pour les taux à 10 ans à 1 %[3]. Les taux à 10 ans sont ainsi remontés légèrement depuis lors, à 0,77 % en moyenne en septembre 2023, soit le niveau le plus haut depuis décembre 2013.

Lors de la réunion des 21 et 22 septembre 2023, la BoJ a maintenu inchangée sa politique monétaire par rapport à juillet 2023 et indiqué qu'elle continuerait à élargir la base monétaire tant qu'elle le jugerait nécessaire. Dans un contexte de forte incertitude sur la conjoncture des partenaires commerciaux du Japon et sur le prix des matières premières, la BoJ a en effet rappelé que son objectif est une croissance de l'indice des prix à la consommation (hors produits alimentaires frais) de 2 % de manière durable et stable, accompagnée d'augmentations de salaires, ce qui permettrait un cercle vertueux d'augmentation des revenus et des dépenses privées. Elle a pour le moment considéré que la poursuite de sa politique de Q*uantitative easing* et de taux d'intérêts négatifs contribuait à soutenir la dynamique de progression des salaires.

Pour justifier l'absence de relèvement des taux directeurs et le maintien du contrôle de la courbe des taux, la BoJ a aussi souligné que l'augmentation des prix à la consommation au-dessus de 2 % était principalement tirée par la progression des prix des produits importés et a d'ailleurs salué un meilleur « *pass-through* » des coûts des entreprises vers les prix de vente, qui leur a globalement permis de ne pas rogner sur leurs marges et d'avoir des marges de manœuvre pour signer des accords salariaux plus favorables au printemps 2023. Selon les résultats définitifs des négociations salariales (« shunto ») du printemps dernier entre syndicats et patronats rendus publics le 5 juillet 2023 par la plus importante confédération de syndicats (*Japanese Trade Union Confederation* ou *Rengo*), les augmentations salariales étaient de 3,6 % en moyenne contre 2,1 % en 2022. Cela laisse présager une accélération nette des salaires dans les prochains mois.

Ce changement de comportement des entreprises en matière de fixation des prix et des salaires permet d'entrevoir les prémisses d'une sortie de la longue période déflationniste japonaise. La BoJ souligne d'ailleurs dans le « Summary of Opinions at the Monetary Policy Meeting » des 21 et 22 septembre 2023 que l'objectif d'une inflation de 2 % durable et stable semble désormais atteignable et que les

3. Pour plus de détails, voir : « Modification of the Conduct of Yield Curve Control (YCC) », 20 décembre 2022 et « Conducting Yield Curve Control (YCC) with Greater Flexibility », 28 juillet 2023.

premiers mois de 2024 seront cruciaux à cet égard. En effet, les prochaines négociations salariales commenceront en février 2024. La BoJ considère que les augmentations de salaires doivent être durables et se répercuter sur les prix des services. C'est ce que l'on observe dorénavant avec une contribution de ces derniers pour presque 1 point à l'inflation d'août 2023 (graphique 2).

La BoJ a indiqué après sa réunion de septembre que la politique monétaire actuelle était toujours appropriée et que si elle devait mettre fin à sa politique de taux d'intérêt négatifs, l'assouplissement monétaire demeurerait dans la mesure où les taux réels resteraient négatifs. Dans la future phase de sortie de la politique actuelle, il ne sera pas seulement question du contrôle de la courbe des taux mais également de la poursuite ou non de l'achat d'actifs, autres que les obligations publiques.

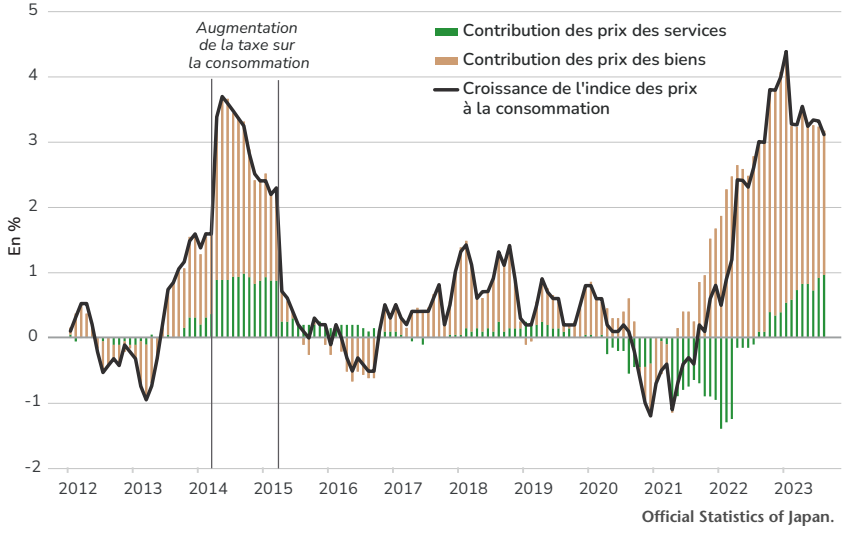
La BoJ a également souligné qu'elle restait attentive à l'évolution des marchés financiers et des taux de change et leur impact sur l'activité et les prix au Japon. Il est vrai que l'absence de resserrement monétaire japonais au contraire des autres grandes zones industrialisées a contribué à la baisse du yen et au renchérissement des biens importés.

Ainsi entre mi-mars 2022 et fin octobre 2022, le yen a chuté de 26 % par rapport au dollar (et de 13 % vis-à-vis de l'euro), pour atteindre 150 yens pour un dollar. Cela avait conduit le ministre des Finances à décider d'un soutien temporaire du yen, *via* des achats de yens par la banque centrale à l'automne 2022. Après une légère appréciation jusqu'à mi-janvier 2023 (due aux annonces de la Fed d'un ralentissement du rythme de remontée des taux et aux attentes des marchés d'un resserrement monétaire au Japon qui n'a finalement pas eu lieu), le yen s'est déprécié à nouveau pour retrouver début octobre 2023 son pic d'octobre 2022. Face à l'euro, la dépréciation a été plus forte encore, de telle sorte que début octobre 2023, le taux de change était de 156 yens pour un euro, le niveau le plus bas depuis septembre 2008. Cela n'a pas empêché le ralentissement de la progression des prix des biens depuis février 2023, dans la lignée de la baisse des prix des matières premières (graphique 2).

Selon nos prévisions, les salaires progresseraient de près de 3 % en 2023 puis en 2024, après 2 % en 2022. Quant à l'inflation, elle ralentirait à 2,5 % en fin d'année 2023 et serait en moyenne de 2 % en 2024. Nous faisons l'hypothèse que les aides gouvernementales sur le prix du

carburant, qui viennent d'être prolongées jusqu'à fin 2023, le seraient à nouveau en 2024 pour limiter la facture énergétique des ménages et des entreprises, dans un contexte où le prix du pétrole se maintiendrait autour de 90 dollars le baril en 2024 et où le taux de change du yen face au dollar fluctuerait autour d 1 dollar pour 150 yens, avec pour conséquence un prix du pétrole en yens toujours élevé.

Graphique 2. **Taux d'inflation au Japon et contribution des prix des biens et des services à l'inflation**



Official Statistics of Japan.

Pour sa part, la BoJ prévoyait, dans sa dernière prévision de fin juillet 2023, une inflation (hors produits frais alimentaires) de 1,9 % pour l'année fiscale 2024 (après 2,5 % pour l'année fiscale 2023). La BoJ a commencé à préparer les marchés à une modification de sa politique monétaire. Nous prévoyons qu'elle continuera de modifier son contrôle de la courbe des taux mais sans augmenter les taux directeurs en 2024.

Du côté des ménages, les premiers indicateurs disponibles pour le troisième trimestre 2023 plaident pour une remontée de la consommation, après le recul du deuxième trimestre. L'indicateur de consommation de la Banque du Japon en termes réels indique sur la base des mois de juillet et d'août une progression de 0,3 % au troisième trimestre. Nous inscrivons à l'horizon de la prévision une croissance modérée de la consommation des ménages. D'une part, le

gouvernement va continuer de subventionner le prix de l'électricité, du gaz et du carburant ; d'autre part les négociations salariales du printemps 2023, plus favorables que précédemment, vont se répercuter sur le revenu des ménages. Les salariés devraient également bénéficier de la hausse du salaire minimum à partir d'octobre 2023. Ce sont en effet les préfectures qui fixent le niveau du salaire minimum en s'orientant sur la décision du conseil central du salaire minimum de mi-août d'une hausse de 41 yens par heure pour atteindre 1002 yens en moyenne. Enfin, le taux d'épargne repartirait à la baisse, les ménages puisant dans une partie de la sur-épargne accumulée depuis le début de l'année 2020. Le taux d'épargne atteindrait 1 % fin 2024 (contre 2,1 % en moyenne en 2019).

La BoJ, dans son enquête *Tankan*, met en avant l'amélioration de la situation des entreprises, grâce à de moindres contraintes d'offre (semi-conducteurs notamment), un arrêt de la hausse du coût de la plupart des matières premières et un meilleur « *pass-through* » des augmentations de coûts vers les prix de vente. Tous ces éléments nous conduisent à prévoir une croissance positive de l'investissement total au second semestre 2023 et en 2024. Le taux d'investissement se redresserait à l'horizon de la prévision mais resterait légèrement inférieur au niveau moyen pré-Covid.

Après le net recul des importations de biens et services au premier semestre 2022, qui s'est traduit par une baisse de près de 2 points de pourcentage du taux de pénétration, nous faisons l'hypothèse que le taux de pénétration ne se redresserait que légèrement, étant donné la faiblesse du yen et la cherté induite des importations. Les exportations japonaises progresseraient à un rythme un peu plus soutenu à partir du début d'année 2024 qu'au deuxième semestre 2023, dans un contexte d'accélération de la demande adressée (0,8 % par trimestre) et de faiblesse du yen, traduisant une augmentation des parts de marché à l'horizon de la prévision,

La croissance serait presque nulle aux troisième et quatrième trimestre 2023 et accélérerait à 0,3 % par trimestre en 2024. Le taux de croissance moyen d'élèverait ainsi à 2 % en 2023 grâce au bon premier semestre 2023, et à 1,1 % en 2024. Le *policy-mix* resterait expansionniste dans un contexte mondial de resserrement monétaire. La sortie de la déflation attendue par les autorités japonaises depuis plusieurs décennies semble désormais atteignable.

Chine : péril en la demeure[1]

Le PIB chinois n'avait augmenté que de 3 % en moyenne annuelle en 2022, soit un chiffre très inférieur à l'objectif de 5,5 % que s'était fixé le gouvernement en mars, avant l'arrivée d'une nouvelle vague de Covid-19, portée par le variant Omicron. L'arrêt de la politique zéro-Covid décidé en décembre 2022, sur fonds de montée des mécontentements dans la société chinoise, a été suivi d'un redémarrage de l'activité : le PIB a augmenté de 2,2 % au premier trimestre 2023, par rapport au trimestre précédent (soit une hausse de 4,5 % en glissement sur un an). La reprise a cependant marqué le pas au deuxième trimestre, pour s'afficher à 0,8 % seulement.

La levée des restrictions sanitaires a permis un rebond d'activité, mais plusieurs freins à la croissance demeurent : du côté de la demande intérieure, la crise du secteur immobilier ; du côté de l'environnement international, une faible demande et des tensions commerciales élevées, notamment avec les États-Unis. Ces freins persisteront à l'horizon de la fin 2024. Nous retenons un scénario dans lequel le gouvernement chinois poursuivra la stratégie de lente restructuration du secteur immobilier, en parvenant à limiter l'ampleur de la baisse des prix de l'immobilier et des faillites en chaîne chez les promoteurs du secteur, tandis que la croissance du commerce mondial resterait modérée. Sous ces hypothèses, la croissance chinoise atteindrait 5 % cette année, en ligne avec l'objectif officiel d'une croissance « autour de 5 % », mais elle serait portée avant tout par la reprise du premier trimestre, l'acquis de croissance pour 2023 étant de 4,3 % à la fin du premier semestre. La croissance ne serait que de 3,7 % en 2024.

2023 : un certain redémarrage…

L'arrêt brutal de la politique zéro-Covid faisait craindre une montée rapide du nombre de contaminations puis de décès dus au Covid en Chine. Cela n'aurait pas été le cas selon les données publiées par l'OMS, qui recensent un peu moins de 90 000 décès dus au Covid entre décembre 2022 et février 2023, et quasiment plus depuis. Au

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

total, on ne déplorerait que 127 000 décès dus au Covid en Chine depuis le 3 janvier 2020. Ces chiffres sont particulièrement faibles au regard de ceux publiés ailleurs dans le monde et sous-estiment vraisemblablement la réalité. Du *et al*. (2023)[2] estiment pour leur part 1,4 million de décès dus au Covid en Chine entre décembre et février 2023, soit un taux de 1 000 décès pour 1 million d'habitants (que l'on peut mettre en regard de ceux de la France depuis le début de la pandémie : 2 500 décès par million d'habitants, ou du Japon : 500).

La reprise de l'activité économique au premier trimestre 2023 (+2,2 % après 0,5 % au trimestre précédent), a été avant tout portée par le redémarrage des services précédemment soumis à restrictions sanitaires : restauration, hôtellerie, voyages. Dans le seul secteur de la restauration, les ventes de détail, qui étaient en chute de 14,1 % sur un an en décembre 2022, ont connu une accélération fulgurante : +44 % sur un an en avril 2023, tandis que l'ensemble des ventes de détail était en hausse de 18,4 % sur un an en avril (contre -5,9 % au précédent point bas de novembre 2019). Dans l'industrie, la reprise a été modérée : la production industrielle a accéléré d'une hausse de 1,3 % sur un an en décembre 2022, à 5,6 % sur un an en avril.

La valeur ajoutée de l'ensemble des services d'hôtellerie-restauration était en hausse de 17,5 % sur un an au deuxième trimestre 2023, de plus de 15 % dans les services d'information, technologie et services aux entreprises, mais en baisse de 1,2 % pour les services immobiliers ; en hausse de 8 % pour la construction et le commerce de gros et de détail, de 5 % dans l'industrie manufacturière et 4 % pour l'agriculture.

La reprise s'est essoufflée à partir d'avril, la progression des ventes de détail n'étant plus que 2,5 % sur un an en juillet, avant de rebondir légèrement à 4,6 % en août, toujours portée par le dynamisme des ventes dans la restauration (+12 % sur un an en août). La hausse de la production industrielle a quant à elle fluctué entre 3,5 % sur un an, en mai, et 4,7 % en août. Les indices des directeurs d'achat (PMI), qui s'étaient fortement améliorés en janvier 2023, ont recommencé à baisser en mars pour l'industrie manufacturière et en avril pour les services et le bâtiment.

2. Du Z., Wang Y., Bai Y., Wang L., Cowling B. et Meyers L., 2023, « Estimate of COVID-19 Deaths, China, December 2022–February 2023 », *Emerging Infectious Diseases*, vol. 29, n° 10, pp. 2121-2124. https://doi.org/10.3201/eid2910.230585.

Les investissements ont pour leur part ralenti, n'augmentant plus que de 3,2 % au cours des sept premiers mois de l'année par rapport à la même période en 2022, contre 5,8 % un an plus tôt. Ils restent soutenus dans quelques secteurs : automobiles (+19 % sur un an), biens d'équipement électriques (+39%), ainsi que dans le transport ferroviaire (+23%).

L'ensemble de ces indicateurs suggèrent la poursuite d'une croissance modérée de l'activité au troisième trimestre.

L'inflation reste très faible. L'indice des prix à la consommation, qui avait atteint une hausse de 2,8 % sur un an en septembre 2022, a décéléré ensuite jusqu'à afficher une baisse de 0,3 % en juillet 2023, avant de revenir à 0,1 % en août. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation n'était alors que de 0,8 %. Les prix des biens alimentaires étaient de nouveau en baisse (-1,7 % sur un an, dont des baisses de plus de 10 % pour la viande et de 3 % pour les légumes frais, seuls les prix des céréales, des œufs et des fruits frais affichant une faible hausse). Les prix de l'eau, de l'électricité et du fioul domestique étaient quasiment stables à +0,3 % sur un an, tandis que ceux des carburants étaient en baisse de 4,5 %.

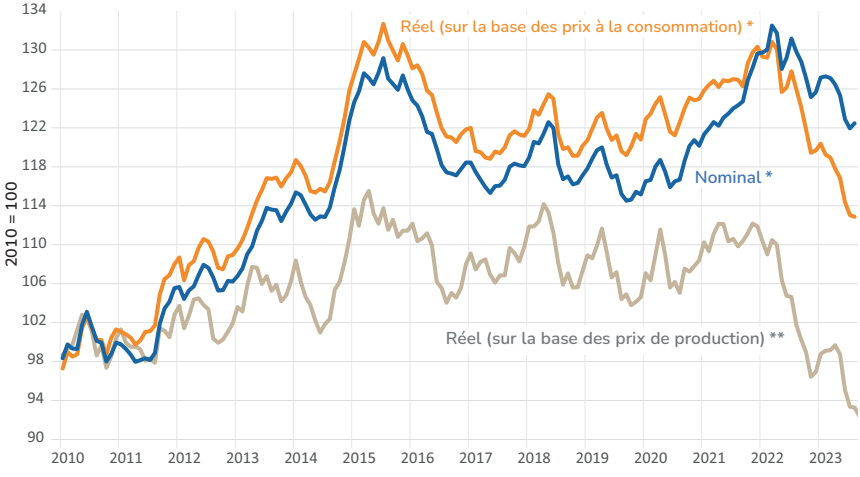
….dans un environnement international peu porteur

Les tensions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales ont retrouvé depuis le printemps 2023 leur niveau de la fin 2019 (pour les indices de coût du fret maritime) et sont même passées en dessous (indice GSCPI (*Global Supply Chain Pressure Index*) calculé par la Fed de New York). Mais le commerce mondial est resté peu porteur. La demande de biens et services adressée à la Chine, après avoir ralenti tout au long de 2022, a baissé au premier semestre 2023, les importations des principaux pays clients de la Chine étant revues à la baisse alors que l'accélération de l'inflation rognait le pouvoir d'achat des ménages.

Dans notre scénario, le commerce mondial resterait peu dynamique : la demande de biens et services adressée à la Chine ne progresserait en volume que de 1 % en 2023 et de 2 % en 2024 (contre 3,2 % en moyenne par an entre 2011 et 2019). Un élément jouerait cependant favorablement pour les exportateurs chinois : les gains de compétitivité-prix résultant de la baisse du taux de change effectif nominal du yuan (7 % sur un an en juillet 2023), renforcés par une hausse des prix de production chinois plus faible que chez les

concurrents étrangers (soit une baisse du taux de change effectif réel de 16 % de juillet 2021 à juillet 2023, voir graphique). Les parts de marché chinoises à l'exportation avaient retrouvé à l'automne 2022 leur niveau du début 2020, après avoir 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). Les parts de marché chinoises ont commencé à s'améliorer au premier semestre 2023, suggérant un effet-compétitivité favorable, qui se poursuivrait à l'horizon de la fin 2024. Mais les exportations chinoises resteront soumises à l'évolution des tensions commerciales avec les États-Unis et, sans doute dans une moindre mesure, avec l'Union européenne (batteries et véhicules électriques).

Graphique. **Chine : Évolution des taux de change effectifs**



*** FMI, ** JPMorgan, Refinitiv Eikon**

… alors que la demande intérieure est fragile

Les ménages chinois sont jusqu'à présent restés prudents en matière de consommation. Certes, ils ont recommencé à aller au restaurant et à voyager, mais ils ont conservé un taux d'épargne nettement supérieur à celui d'avant la crise Covid. Le taux d'épargne avait augmenté de 4 points en 2020, pour atteindre 34 % du revenu. Après avoir baissé à 31,4 % en 2021, avec le relâchement des restrictions sanitaires, il était revenu à 33,5 % en 2022. Au premier semestre 2023,

il était inférieur d'1 point seulement à son niveau du premier semestre 2022. Nous faisons l'hypothèse que les ménages resteront relativement prudents et que le taux d'épargne baisserait à peine cette année et l'an prochain, pour s'établir autour de 32,7 %. Les ménages puiseraient à peine dans la sur-épargne accumulée pendant la pandémie, demeurant inquiets quant à l'évolution de la crise immobilière, ceci dans un marché du travail par ailleurs peu porteur. Cette prévision du taux d'épargne est soumise à de fortes incertitudes. Ainsi, une chute plus forte des prix de l'immobilier ainsi qu'une hausse plus forte du taux de chômage conduiraient les ménages à maintenir une épargne plus élevée qu'envisagé ici.

On ne dispose malheureusement que de peu d'informations sur le marché de l'emploi en Chine. Au cours des derniers mois, les deux indicateurs mensuels de taux de chômage publiés par l'Institut national des statistiques chinois (*National Bureau of Statistics of China*, NBSC) ont évolué de façon opposée. Le taux de chômage urbain, qui était de 5,7 % en novembre 2022 comme en février 2023, baissait à 5,3 % en mars et à 5,2 % en juin. Dans le même temps, le taux de chômage des 16-24 ans augmentait de 17,1 % en novembre 2022 à 18,1 % en février et 21,3 % en juin. Le taux de chômage des jeunes étant généralement considéré comme un meilleur indicateur de l'évolution des tensions sur le marché du travail en Chine que le taux de chômage urbain, qui fluctue étonnamment peu, l'image donnée était celle d'une dégradation de la situation sur le marché du travail au premier semestre, peu compatible avec les chiffres officiels de croissance. Face aux indications contradictoires données par les taux de chômage, l'Institut national des statistiques a arrêté de publier le taux de chômage des jeunes depuis juillet et maintenu celle du taux de chômage urbain, qui était de 5,2 % en août… Difficile de se faire une idée de la situation réelle du marché du travail…

Le principal risque est celui du secteur immobilier. Le secteur immobilier avait été très dynamique en Chine dans les années 2000. 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, d'autant plus que dans le même temps les prix du marché cessaient d'augmenter. 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 2022, la valeur ajoutée du secteur de la construction représentait 7 % de la valeur ajoutée totale. Rogoff et Yang (2020[3]) 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 (dont une baisse de 9,5 % pour les bâtiments résidentiels, qui représentent 75 % des investissements immobiliers, de 10 % pour les bureaux et de 14,5 % pour les surfaces commerciales), ventes de surfaces commerciales en chute de 25 % et mises en chantier en chute 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 %. Les indicateurs ont cependant recommencé à se dégrader au cours des derniers mois. Ainsi, sur les 7 premiers mois de 2023, les investissements dans l'immobilier étaient en baisse de 8,8 % par rapport à la même période de 2022 ; les ventes de surfaces commerciales, comme les mises en chantier, en baisse de 7,1 %.

Le gouvernement applique une politique de « petits pas », pour éviter que l'ajustement du secteur immobilier ne prenne trop d'ampleur. Ainsi, la banque centrale a annoncé fin août plusieurs mesures de baisses de taux : baisses des taux hypothécaires pour les emprunts en cours (dont une renégociation des taux à la baisse) comme sur les nouveaux emprunts pour lesquels elle serait de l'ordre de 40 points de base. Les principales banques commerciales ont

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

annoncé des baisses des taux de rémunération de leurs dépôts de 15 à 25 points de base. À l'horizon de la fin 2024, la banque centrale continuerait d'adapter sa politique monétaire afin de limiter les risques de faillites en chaîne des promoteurs immobiliers.

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). Sous les hypothèses de croissance du FMI d'avril dernier (5,2 % en 2023, 4,5 % en 2024), le déficit public, qui avait atteint 7,5 % 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.

La croissance serait de 5,1 % cette année et de 3,7 % l'an prochain. La consommation serait le principal moteur de la demande cette année comme l'an prochain, contribuant à hauteur de 4,7 points cette année et 2,7 points l'an prochain (tableau). L'investissement, freiné en particulier dans le secteur immobilier, ne contribuerait qu'à hauteur de 1,4 point à la croissance cette année et d'1 point l'an prochain. 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 négative de 0,5 point 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.

Le gouvernement chinois maintiendrait le cap sur le désendettement du secteur immobilier, sur un rééquilibrage de la demande intérieure en faveur de la consommation des ménages et de moins d'investissement. Il serait sans doute plus réaliste de viser un objectif de croissance plus proche de 4 % que de 5 %, dans les prochaines années, compte tenu notamment du ralentissement démographique en cours.

Émergents d'Asie (hors Chine) et d'Amérique latine : la croissance plie mais ne rompt pas[1]

Après deux années d'une reprise post-Covid soutenue, la croissance est restée encore forte dans les régions émergentes d'Asie hors Chine et d'Amérique latine au premier semestre 2023. La situation conjoncturelle apparaît plus résiliente dans ces parties du monde que dans les pays industriels. Le niveau du PIB dans la plupart des pays a dépassé le niveau qu'il avait en 2019. L'activité n'est pas encore tout à fait revenue sur sa trajectoire de moyen long terme mais s'en rapproche, notamment en Amérique latine (graphique 1). L'Asie, prise dans son ensemble, est un peu plus en retard.

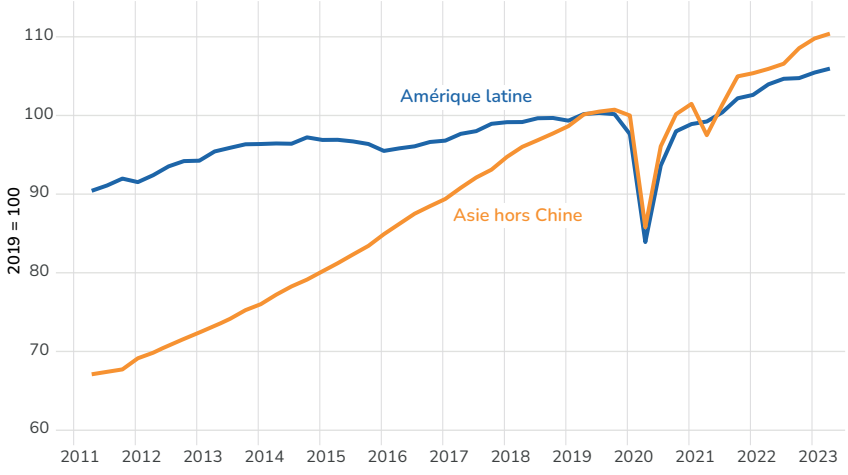
Pour autant, on constate une forte hétérogénéité dans chaque région entre les pays poids lourds et les autres pays. Ainsi, en Amérique latine, en particulier au Brésil et au Mexique, ces deux pays comptant pour près de 60 % du PIB régional mesuré en PPA, la reprise est restée très vigoureuse au premier semestre 2023. Ce n'est plus le cas depuis le début 2022 au Chili, depuis la fin 2022 en Colombie et en Argentine et depuis le début 2023 au Pérou. En Asie, la dynamique régionale du premier semestre est très marquée par celle de l'Inde et de l'Indonésie qui représentent à eux seuls, aussi presque 60 % du PIB de la région. Chez les dragons, la reprise post-Covid s'est interrompue net au début de 2022 à Singapour et Taiwan et a ralenti en Corée. Dans les autres pays (Malaisie, Philippines, Thaïlande), elle s'est interrompue fin 2022 ou début 2023.

En moyenne sur l'année 2023, la croissance régionale dans les économies émergentes d'Asie (hors Chine) et d'Amérique latine devrait ralentir modérément à 3,2 % (après 3,9 % en 2022) et rester autour de 3,4 % en 2024 (3,7 et 3,9 % si l'on inclut la Chine). Le ralentissement sera plus faible en Asie hors Chine (4,5 et 4,8 % respectivement après 5,3 en 2022, et concentré surtout en Corée du Sud, Singapour et Taiwan) qu'en Amérique latine (2 et 1,8 % après 3,9 % en 2022), le Chili et l'Argentine entrant en récession. Au-delà du ralentissement du commerce international en 2023 puis de sa reprise attendue en 2024, cette différence tient principalement à une sensibilité plus forte des

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

pays d'Amérique à la baisse du prix des matières premières – après avoir bénéficié de la hausse en 2021 et une partie de 2022 – mais aussi à une politique monétaire encore très restrictive et dont les effets ne se sont pas encore faits pleinement sentir.

Graphique 1. **PIB régional d'Asie (hors Chine) et d'Amérique latine**



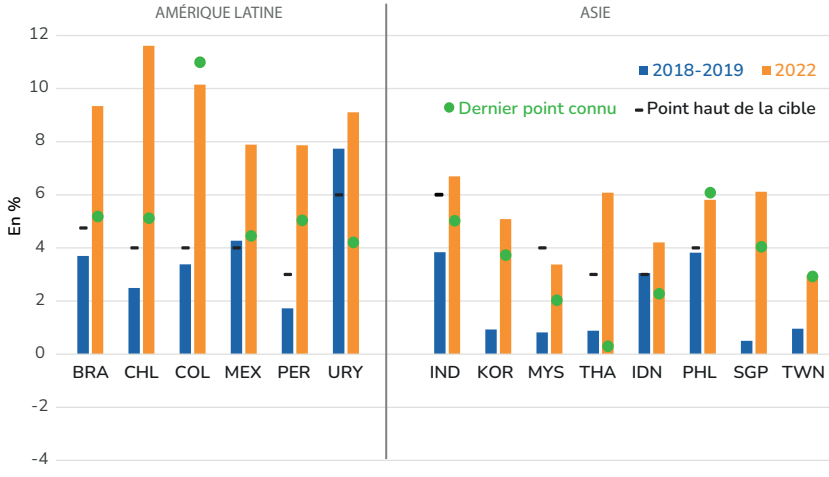
Instituts de statistiques nationaux, calculs OFCE.

Comme partout dans le monde, ces régions ont été affectées dès 2021 par le choc inflationniste qui a accompagné la reprise de l'économie mondiale et les conséquences de la guerre en Ukraine. Si les pays exportateurs de matières premières (Amérique latine notamment) ont bénéficié de la hausse des cours sur les marchés mondiaux pour générer des revenus supplémentaires et créer de la croissance, l'impact inflationniste sur la consommation finale demeure. Le cycle de resserrement monétaire a donc été entamé très tôt en Amérique latine, pour contrer la hausse des anticipations inflationnistes – bien avant celui des États-Unis – ce qui a permis de soutenir les monnaies face au dollar.

Après avoir atteint un pic en 2022, l'inflation a reflué partout sauf en Argentine où elle continue d'augmenter (140 % en septembre). Dans la plupart des pays, le retournement s'est opéré dès la première moitié de l'année 2022 (d'abord en avril au Brésil). Pour les autres, il a pris effet durant les premiers mois de 2023 (janvier pour les Philippines, mars pour la Colombie). Le mouvement est partout engagé, même si les niveaux restent supérieurs à ce qu'ils étaient avant le déclenchement de la crise Covid. Comme on peut le voir dans le graphique 2,

l'inflation a davantage augmenté en Amérique latine en 2022 (en moyenne, l'inflation était proche ou supérieure à 8 %) qu'en Asie (où elle est restée proche ou inférieure à 6 %). Mais la décrue a été plus forte en Amérique latine, autour de 5 % en septembre dans la plupart des pays sauf en Colombie. Les rythmes restent toutefois supérieurs à la limite haute de la bande d'inflation fixée par les banques centrales (sauf en Uruguay) pour l'année 2023. En Asie, là où l'inflation est historiquement moins élevée, la décrue est moins forte mais dans tous les pays, à l'exception des Philippines, la hausse des prix est revenue à l'intérieur de la bande visée par les autorités monétaires.

Graphique 2. **Inflation dans quelques pays émergents d'Asie et d'Amérique latine**

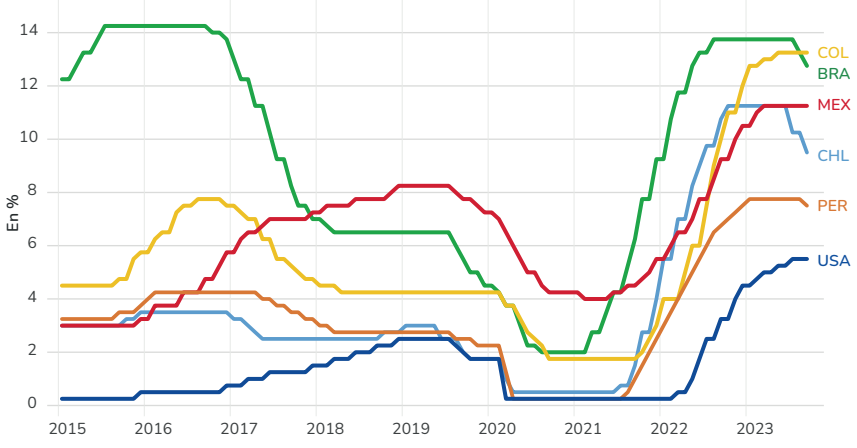


Banques centrales nationales, instituts de statistiques nationaux.

Cette détente de l'inflation en 2023 permet d'entrer dans une nouvelle phase du cycle de politique monétaire. Et là encore, si l'Amérique latine avait amorcé le cycle de hausse des taux avec le Brésil dès février 2021 (graphique 3), soit plus d'un an avant la réserve fédérale aux États-Unis, c'est elle également qui amorce le repli, d'abord au Chili en juillet 2023, puis au Brésil en août et au Pérou en septembre. Le mouvement n'a pas encore commencé en Asie (graphique 4). Pour l'heure, les taux directeur restent sur un plateau ou continuent d'augmenter comme en Thaïlande. Les taux d'intérêt réels sont positifs et continuent donc à augmenter en Asie tandis qu'ils commencent à baisser en Amérique latine, mais à partir d'un niveau plus élevé.

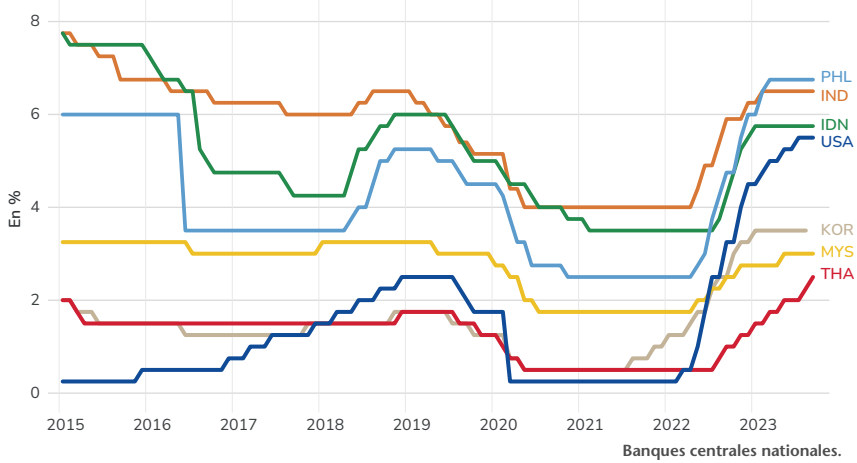
Toutefois, les conditions d'accès aux marchés financiers internationaux restent difficiles : la monnaie américaine reste élevée, malgré sa récente faiblesse sur le maché des changes, et les *spreads* sur les achats de titres obligataires ne sont pas revenus à la normale dans tous les pays : ils restent encore élevés en Colombie, Philippines et Thaïlande, c'est-à-dire des pays dont les fondamentaux sont moins solides.

Graphique 3. **Taux directeur dans quelques pays d'Amérique latine**



Banques centrales nationales.

Graphique 4. **Taux directeur dans quelques pays d'Asie hors Chine**

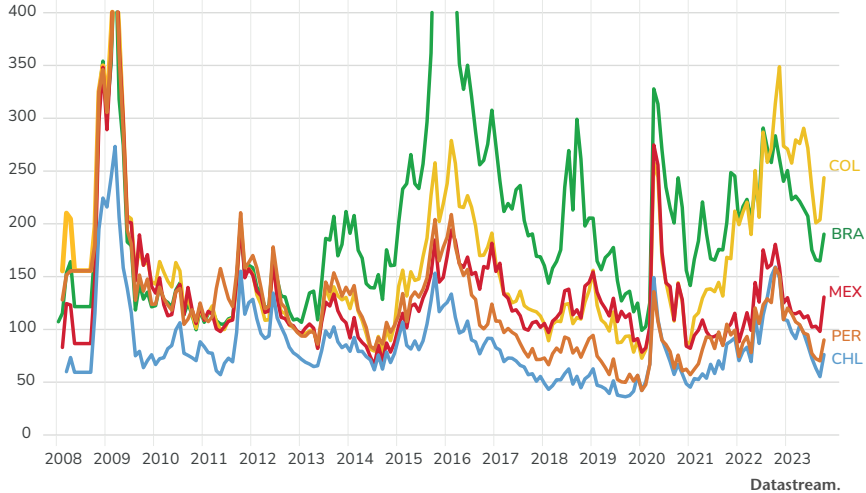


Banques centrales nationales.

L'Amérique latine résistante malgré les coups

Malgré la dégradation du commerce mondial (baisse du prix des matières premières et ralentissement de la demande étrangère notamment en provenance des États-Unis et de la Chine qui constituent les deux principaux marchés d'exportation de la région), l'inflation encore élevée et l'impact des politiques monétaires très restrictives menées jusqu'alors, la croissance en Amérique latine a bien résisté au premier semestre mais elle devrait plier au deuxième semestre. Sur l'ensemble de l'année 2023, elle devrait rester globalement dynamique et ralentirait significativement en 2024. Certains pays tels que l'Argentine et le Chili pourraient entrer en récession. Le risque pays semble globalement bien écarté à part en Argentine, pays exclu des marchés financiers, et en Colombie où les taux sur les CDS restent encore élevés (graphique 5).

Graphique 5. **Taux sur les CDS à 5 ans en Amérique latine**



Datastream.

Au **Brésil**, la croissance se maintient au premier semestre dans la dynamique de la reprise post-Covid : 3,3 % au deuxième trimestre sur un an après une moyenne à 2,9 % en 2022. Elle a été soutenue par la bonne résistance de la consommation des ménages, en lien avec la désinflation, la fermeté du marché du travail et l'engagement des politiques sociales. Côté offre, après une année de sécheresse (la production agricole a reculé de 1,7 % en 2022), le secteur a profité d'une récolte exceptionnelle en ce début d'année. Au deuxième semestre cependant, l'activité devrait être affectée par la politique

monétaire très restrictive (le taux d'intérêt directeur déflaté des prix se situe à 10,6 % en juin) et le ralentissement de l'économie mondiale. La croissance pourrait atteindre 3,5 % en 2023 et ralentir à 2,1 % en 2024. Malgré l'absence de majorité au Congrès, le président Lula, revenu au pouvoir en janvier dernier, a réorienté sa politique vers davantage de mesures sociales et d'investissement public. Parallèlement, il a mis en place de nouvelles règles budgétaires (bien accueillies par les marchés), tout en maintenant l'objectif de contrôle du déficit public et de réduction de la dette : la hausse des dépenses doit être compensée par de nouvelles recettes et non plus alignée sur l'inflation. Dans ce contexte très favorable, les agences de notation ont toutes révisé à la hausse les perspectives pour le Brésil et relevé la note sur la dette souveraine pour les investisseurs.

Deuxième poids lourd de l'Amérique latine, le **Mexique** connaît lui aussi une croissance rapide depuis la mi-2021 : 3,9 % en moyenne 2022 et 3,6 % sur un an au deuxième trimestre 2023. La production industrielle reste très dynamique, soutenue notamment par la vigueur de l'investissement, notamment près de la frontière avec les États-Unis (+20,7 % sur un an au deuxième trimestre). La consommation des ménages relativement modérée en 2022 s'est raffermie sur le premier semestre 2023 avec le net repli de l'inflation. Mais le ralentissement de la demande étrangère, et principalement des États-Unis a fait chuter les exportations sur les derniers trimestres. Un ralentissement est là attendu dans les prochains trimestres, alimenté aussi par les conditions de financement très restrictives. La volonté politique de limiter le risque de fuite des capitaux et de soutenir le peso par une politique monétaire très agressive devrait peser sur l'activité intérieure. Malgré tout, les fondamentaux sont sains et les finances publiques gérées de façon stricte. La croissance pourrait atteindre 4,2 % en 2023 et baisser à 0,6 % en 2024.

Après deux années d'une reprise soutenue, **l'Argentine**, troisième puissance latino-américaine, avait réussi à effacer les trois années de récession pré-Covid. Conduit par la consommation des ménages et l'investissement et malgré une sécheresse terrible en 2022 (-4,8 % de la production agricole), le PIB avait retrouvé son niveau de 2017. Mais la récession s'est installée depuis la fin 2022 : sur un an, l'activité a reculé de 3,3 % au deuxième trimestre. L'accélération de l'inflation depuis le printemps 2022 et surtout au cours de l'été dernier (138 % en septembre) a mis un terme à la hausse de la consommation des ménages tandis que la contraction des marchés extérieurs (notamment

de l'UE et du Brésil, principaux partenaires du pays) faisait chuter les exportations de 11 % sur un an au deuxième trimestre. En mars 2022, deux ans après la suspension du *crédit stand-by* de 2018, un nouvel accord a été conclu avec le FMI pour un montant de 44 milliards sur deux ans et demi avec l'objectif de réduire le déficit primaire à 1,9 % du PIB en 2023 et à 0 % en 2025. Le gouvernement a donc dû mettre en place une politique d'austérité budgétaire. Parallèlement, pour casser les anticipations inflationnistes et éviter un effondrement du peso, la banque centrale a à nouveau relevé son taux directeur à 118 % en juillet. Simultanément, et malgré le contrôle des capitaux instauré en 2019, les réserves internationales sont au plus bas (un accord de *swap* de devises avec la Chine sur un montant de 6,5 milliards de dollars vient d'ailleurs d'être conclu pour aider la banque centrale). Le processus de restructuration de la dette publique commencé en 2020 se poursuit mais la dette représente encore 84 % du PIB, composée à 70 % de titres libellés en dollars ou en monnaies indexées. Le pays devrait être en récession en 2023 et en sortir en 2024 même si la moyenne annuelle reste négative. Mais les perspectives restent sombres, d'autant plus en cette période de fortes incertitudes avec la victoire possible d'un candidat ultralibéral au deuxième tour de l'élection législative du 19 novembre prochain. Les taux sur les CDS (*proxy* des *spreads* de taux) se sont envolés durant l'été.

En **Colombie**, au **Chili** et au **Pérou**, là aussi, la croissance est à l'arrêt depuis plusieurs trimestres. Certes, l'activité avait repris très rapidement après la crise Covid, du fait du relâchement des contraintes sanitaires, mais aussi avec la hausse du prix des matières premières et la reprise mondiale. Mais depuis le deuxième semestre 2022, l'activité stagne (0,3 % en Colombie au deuxième trimestre sur un an, après une croissance moyenne de 7,3 % en 2022), voire baisse (-1,1 % et -0,5 % au Chili et Pérou respectivement sur la même période). Le retournement du prix des hydrocarbures et des matières premières alimentaires et industrielles ont déstabilisé l'économie de ces pays encore très dépendants des produits primaires (56 % des exportations du Chili sont du cuivre), mais aussi les marchés financiers (sorties massives de capitaux du Chili fin 2022) et les taux de change. L'inflation reste encore élevée en Colombie mais elle a baissé significativement dans les deux autres pays, permettant aux autorités monétaires de desserrer les taux d'intérêt. La situation des finances publiques est plutôt saine au Chili et au Pérou : le Chili dégage un excédent public de 1,3 % du PIB,

permettant la reconstitution du fonds souverain, pour une dette publique de 37,3 % en 2022.

Amérique latine : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2022	2023	2024
PIB	100,0	3,9	2,0	1,8
Brésil	37,4	2,9	3,5	2,1
Mexique	30,9	3,9	3,2	2,1
Argentine	12,4	5,0	-3,4	-0,3
Colombie	8,8	7,5	0,9	2,2
Chili	5,6	2,5	-0,3	2,0
Pérou	5,1	2,7	1,8	3,0

FMI, calculs et prévision OFCE octobre 2023.

Asie : la croissance se maintient

En 2023, les perspectives de croissance en Asie seront favorables avec un taux de croissance passant de +4,3 en 2022 à +4,7 en 2023. Le rebond de l'activité en Chine au premier trimestre et le dynamisme de la demande intérieure dans les pays de la zone feront plus que compenser les effets négatifs liés au ralentissement de la demande mondiale et au resserrement des conditions monétaires et financières. En Chine l'abandon de la politique zéro Covid et la réouverture du pays, devrait soutenir l'activité en Asie, notamment dans les secteurs des services (tourisme notamment). Cependant, les perspectives de croissance seront hétérogènes selon les pays. Hormis la Chine, seuls Hong Kong et la Thaïlande connaîtront en 2023 une croissance plus forte qu'en 2022, liée à une activité économique stimulée par la réouverture des frontières et le retour des touristes, en provenance de Chine continentale notamment. La consommation et l'investissement intérieurs continuent de soutenir la croissance dans la région. Cependant, dans les économies tournées vers l'exportation, l'activité industrielle s'est affaiblie en raison du ralentissement de la demande mondiale. L'inflation globale revient aux moyennes d'avant la pandémie, les pressions sur l'offre liées aux prix de l'énergie et des produits alimentaires diminuant.

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	3,5	4,1
Taïwan	3,9	2,4	0,8	2,9
Hong Kong	1,5	-3,5	4,3	3,2
Singapour	0,9	3,6	1,1	2,3
Thaïlande	3,6	2,6	3,1	3,7
Indonésie	6,0	5,3	4,9	4,8
Malaisie	1,7	8,7	3,9	4,4
Philippines	2,6	7,6	5,3	5,5
Chine	48,5	3,2	5,0	3,8
Inde	24,4	7,2	6,2	6,2
Asie hors Chine	51,5	5,4	4,5	4,8
Total	**100,0**	**4,3**	**4,7**	**4,3**

CEIC, calculs et prévision OFCE octobre 2023.

Après avoir atteint +7,2 % en 2022, la croissance **indienne** devrait ralentir à l'horizon de la prévision. La croissance de la demande intérieure a été très dynamique en 2022, tirée par l'investissement public et dans une moindre mesure par la consommation privée. En effet le plan de relance fondé sur les dépenses d'investissement en infrastructures a été préféré à des mesures de soutien à la consommation des ménages (subventions aux engrais, aides aux dépenses alimentaires, dépenses fiscales pour compenser la hausse des cours du pétrole). Malgré la hausse de l'inflation, la consommation a notamment bénéficié de l'amélioration du chômage et d'une hausse des salaires de +10 ,6 % en 2O22 et +10,4 % en début d'année. Avec un taux de chômage +7,8 % en juin, le marché du travail s'améliore pour retrouver son niveau d'avant l'épidémie de la Covid avec le retour de travailleurs qui avaient été contraints de quitter leur emploi. Cependant, la demande interne devrait ralentir en 2023-2024 sous l'effet de l'inflation et du durcissement des conditions monétaires et financières. En juin 2023, la hausse des prix s'est établie à 4,3 % en g.a. L'augmentation des prix hors énergie et alimentation est restée modérée à 5% en g.a. L'indice des prix à la consommation (IPC) a dépassé en effet pendant la majeure partie de 2022 la borne haute de la cible d'inflation (2 %-6 %). L'activité économique devrait néanmoins être soutenue par la demande

mondiale de services. Au quatrième trimestre de l'exercice budgétaire (1er trimestre 2023), la croissance a ralenti à 5,9 % en glissement annuel. Après une forte décélération en juin dernier à +3 %, contre +5,3 % en mai, soit son plus bas niveau en trois mois, la production industrielle a fait un bond de 8,8 % en juin sur un an (grâce à la hausse de la production de biens d'équipement +37,7 %). Avec une population jeune, éduquée et bien formée, le pays représente l'un des plus grands réservoirs de main-d'œuvre de la planète. Les secteurs de l'industrie pharmaceutique, chimique, aéronautique ou encore des services aux entreprises font partie des secteurs les plus dynamiques.

Au deuxième trimestre 2023, la **Corée** a échappé de justesse à une récession avec une croissance du PIB de 0,6 %. Principale cause, le ralentissement de la demande mondiale à la fin de l'année 2022, notamment pour les semi-conducteurs. Les exportations vers la Chine, le plus grand partenaire commercial du pays, ont baissé de 33,4 % par rapport à l'année précédente au dernier trimestre. Une reprise de l'activité des services a aidé à compenser une partie de la faiblesse de l'industrie. Le taux d'inflation et les taux d'intérêt élevés ont pesé en début d'année 2023 sur les dépenses de consommation et les dépenses d'investissement. L'inflation annuelle des prix à la consommation en Corée du Sud a accéléré à 3,4 % en août, majorée par la facture énergétique en hausse de 25 % sur un an, alors que le coût de l'énergie était jusqu'à présent soumis à un blocage par le gouvernement. Le taux de chômage se maintient à son faible niveau de +2,4 % atteint en août malgré un ralentissement de la production industrielle. Plusieurs mesures vont être mises en place en fin d'année 2023 pour stimuler la croissance. Le gouvernement va offrir une journée de congés supplémentaires le 2 octobre, l'État veut pousser un maximum d'habitants à prendre des vacances prolongées et à voyager dans le pays (600 000 coupons de réduction pour les hôtels et les restaurants). Le gouvernement a aussi décidé de supprimer les péages sur les autoroutes du pays.

Très dépendante du reste du monde, l'activité de **Singapour** reste très corrélée à la tendance internationale. L'économie de Singapour a progressé de 0,3 % au second trimestre, un revirement par rapport à la contraction de 0,4 % au premier trimestre 2023. Le secteur manufacturier a reculé de 7,5 % en glissement annuel au deuxième trimestre, une détérioration par rapport à la contraction de 5,3 % au trimestre précédent. Néanmoins le secteur de la construction et le secteur des services ont soutenu la croissance avec respectivement une hausse de

+6,6 % et +2,9 % au second trimestre. Grace à une hausse plus modeste des prix des produits alimentaires et d'une baisse des coûts de l'électricité et du gaz, les prix à la consommation ont augmenté moins vite (+4,5 % en juin contre +5,1 % le mois précédent).

Aux **Philippines**, en raison d'une demande intérieure solide due au rebond post-Covid la croissance reste soutenue malgré un ralentissement en début d'année 2023. Les conséquences des mesures sanitaires, dont la durée fut plus longue que dans les autres pays d'Asie, ont pesé sur la croissance, tout comme le ralentissement de la croissance des pays d'accueil des Philippins qui a entraîné des répercussions sur les revenus et les perspectives d'emploi en réduisant les transferts. Cependant, le secteur des services a contribué à la croissance grâce notamment au retour des touristes (2 002 304 arrivées de visiteurs internationaux du 1er janvier au 12 mai 2023, dépassant l'objectif de base de l'année dernière (1,7 million de visiteurs étrangers pour l'ensemble de l'année 2022).

Au premier trimestre 2023, l'économie **indonésienne** a augmenté de 5,0 % par rapport au premier trimestre 2022. La croissance a été essentiellement soutenue par la consommation des ménages et des dépenses publiques qui ont augmenté respectivement de 4,6 % et 4,0 %. Les exportations en valeur progressent de 12 % au cours du deuxième trimestre, compensant la baisse des prix des matières premières et la baisse de la demande mondiale. L'inflation continue de décélérer depuis avril 2023 atteignant 4, 3 %, son plus bas niveau depuis juin 2022. L'investissement au premier trimestre 2023 reste élevé avec une hausse de 16,5 % par rapport à l'année précédente.

Après une croissance exceptionnelle en 2022 (+8,7 %) la **Malaisie** a vu sa croissance ralentir au second trimestre 2023 passant de 5,6 % contre 2,9 % au premier trimestre. Le ralentissement des échanges mondiaux conjugué à une dépréciation du ringgit (-5 % au second trimestre 2023) a contribué à cette baisse de l'activité.

La Thaïlande a enregistré une croissance de 2,6 % en 2022. Cette hausse est due à la reprise de l'industrie touristique à la suite de la levée des restrictions de voyage liées à la pandémie de Covid-19. Au deuxième trimestre 2023, dans un contexte de grande incertitude politique avec la nomination laborieuse d'un Premier ministre, l'économie montre des signes de faiblesse avec un taux de croissance de 1,8 %, performance bien en dessous du résultat du trimestre précédent qui était de 2,6 %. Cette légère baisse est due au ralentissement des

exportations qui ont chuté de 5,7 % en glissement annuel et la production manufacturière qui a baissé de 3,3 % au second trimestre 2023.

L'affaiblissement de la demande mondiale et le retournement du cycle électronique mondial a pesé sur l'économie **taiwanaise** très dépendante des exportations. Les exportations du deuxième trimestre ont chuté de 16,9 % par rapport à la même période de l'année précédente, après une contraction annuelle de 19,2 % du premier trimestre. Conséquence du contexte général, l'investissement a chuté au premier trimestre (-0,9 %). Et même si la consommation privée est restée dynamique (+6,5 % en g.a. au 1er trimestre 2023), l'activité économique a commencé à se contracter au quatrième trimestre 2022 (-0,5 %) pour se poursuivre au premier trimestre 2023 (-0,6 %).

En 2022, **Hong Kong** affiche une croissance de -3,5 % à la suite d'une importante épidémie de Covid et au resserrement de la politique monétaire américaine. Début 2023 le PIB a progressé de +2,7 %. Un plan de relance a été mis en place 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.

Le Pib dans les pays d'Asie devrait accélérer légèrement pour atteindre +4,7 % en 2023 contre +4,3 % en 2022. Alors que les exportations de produits manufacturés ralentissent, la demande intérieure continue de soutenir l'activité. Cependant ce soutien reste limité par l'inflation et la hausse de la pauvreté. En effet, l'Asie se remet progressivement de la pandémie de Covid-19 mais la hausse du coût de la vie a fait tomber près de 70 millions de personnes supplémentaires dans l'extrême pauvreté en 2022 à cause de l'inflation des prix alimentaires et énergétiques. L'inflation en Asie devrait néanmoins ralentir pour atteindre 3,6 % cette année, contre une prévision de 4,2 % en 2022. L'activité économique en Asie hors Chine quant à elle devrait ralentir passant de +5,4 % en 2022 contre +4,4 % en 2023 en dépit du rebond post-Covid. L'inflation et le ralentissement de la demande mondiale et le taux d'endettement des ménages étant les principales causes de ce ralentissement – un endettement dont le poids s'est accentué du fait de la hausse des taux d'intérêt mais aussi de la hausse du dollar.

3. ANNEXE TABLEAUX

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

	2023				2024				2022	2023	2024
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Taux de change [1]											
1 €=...dollars	1,05	1,09	1,09	1,12	1,15	1,15	1,15	1,15	1,06	1,09	1,15
1 $=...yens	133,9	130,9	144,5	155,0	160,0	160,0	160,0	160,0	130,0	141,1	160,0
1 £=...euros	1,13	1,14	1,17	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,18	1,15	1,15
Taux d'intérêt directeurs des banques centrales[1]											
USA	5,00	5,25	5,50	5,50	5,50	5,42	5,17	4,92	2,50	5,31	5,25
JPN	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
EUZ	3,50	4,00	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,42	0,94	4,13	4,48
GBR	5,25	5,00	5,25	5,25	5,17	4,92	4,67	4,50	2,31	5,19	4,82
Matières premières											
Prix du pétrole Brent, en $[1]	81,2	78,6	86,6	93,0	90,0	90,0	90,0	90,0	100,8	84,8	90,0
Prix du pétrole Brent, en €[1]	77,2	72,0	79,6	83,0	78,3	78,3	78,3	78,3	95,2	78,0	78,3

Prévision OFCE octobre 2023.

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.

A2. États-Unis : résumé des prévisions

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

	2023				2024				2022	2023	2024
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	0,6	0,5	0,4	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	1,9	1,9	0,7
PIB par habitant	**0,5**	**0,4**	**0,2**	**-0,1**	**-0,1**	**-0,0**	**-0,0**	**0,0**	**1,5**	**1,4**	**0,0**
Consommation des ménages	0,9	0,2	0,5	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	2,5	1,9	1,1
Consommation publique	1,1	0,2	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	-0,9	2,2	1,0
FBCF totale *dont :*	-1,7	1,6	0,3	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4	-0,3	3,9	-1,0	-0,7
productive privée	1,4	1,8	0,5	-0,2	-0,5	-0,6	-0,4	-0,3	5,2	4,3	-0,6
logement	-1,4	-0,6	-0,8	-1,0	-1,0	-1,0	-0,8	-0,8	-9,0	-12,1	-3,6
Administrations publiques	1,4	3,2	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	-1,1	7,1	2,0
Exportations de biens et services	1,7	-2,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	7,0	1,9	0,6
Importations de biens et services	0,3	-2,0	0,8	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	8,6	-1,9	0,5
Contributions :											
Demande intérieure hors stocks	1,0	0,5	0,4	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	2,5	1,4	0,7
Variations de stocks	-0,6	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,0
Commerce extérieur	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,5	-0,0
Déflateur de la consommation*	5,0	3,9	3,4	2,9	2,7	2,6	2,5	2,3	6,5	3,8	2,5
Taux de chômage	3,5	3,5	3,6	3,9	4,1	4,2	4,3	4,5	3,6	3,6	4,3
Solde courant, en % du PIB									-3,7	-3,1	-2,6
Solde public, en % du PIB									-4,4	-3,6	-4,7
Dette publique, en % du PIB									123,4	120,2	120,9
Impulsion budgétaire, en points de PIB									-7,7	-1,0	0,7
PIB zone euro	**0,1**	**0,1**	**-0,1**	**0,1**	**0,3**	**0,3**	**0,4**	**0,4**	**3,4**	**0,5**	**1,0**

Bureau of Economic Analysis (BEA), Bureau of Labor Statistics (BLS), prévision OFCE octobre 2023.

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

A3. Zone euro : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2023				2024				2022	2023	2024
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	3,4	0,5	1,0
PIB par habitant	-0,1	-0,0	-0,3	-0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	3,3	-0,3	0,8
Consommation des ménages	0,0	0,0	0,1	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	4,3	0,4	1,5
Consommation publique	-0,6	0,4	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	1,3	-0,1	0,6
FBCF totale	0,3	0,2	-0,3	-0,2	-0,0	0,0	0,1	0,1	2,9	0,8	-0,1
Exportations de biens et services	0,0	-0,7	0,0	0,3	0,4	0,5	0,7	0,6	7,1	0,4	1,4
Importations de biens et services	-1,3	0,0	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6	8,0	-0,4	1,5
Contributions :											
Demande intérieure hors stocks	-0,0	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	3,1	0,3	0,9
Variations de stocks	-0,6	0,4	-0,0	-0,0	-0,0	0,0	-0,0	-0,0	0,4	-0,3	0,1
Commerce extérieur	0,7	-0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	-0,2	0,4	-0,0
Prix à la consommation (IPCH)*	8,0	6,2	5,0	4,5	3,8	3,8	3,4	2,6	8,4	5,9	3,4
Taux de chômage	6,6	6,5	6,7	6,9	7,0	7,1	7,1	7,2	6,7	6,7	7,1
Solde public, en % du PIB									-3,6	-3,6	-3,2
Dette publique, en % du PIB									91,6	90,1	90,1
Impulsion publique, en points de PIB									0,1	0,2	-0,4
PIB États-Unis	0,6	0,5	0,3	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	1,9	1,9	0,7

Eurostat, prévision OFCE octobre 2023.

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

A4. Allemagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2023				2024				2022	2023	2024
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	**-0,1**	**0,0**	**-0,3**	**0,1**	**0,3**	**0,4**	**0,4**	**0,4**	**1,9**	**-0,4**	**0,9**
PIB par habitant	**-0,4**	**-0,1**	**-0,4**	**0,1**	**0,3**	**0,3**	**0,4**	**0,4**	**1,2**	**-1,2**	**0,7**
Consommation des ménages	-0,3	0,0	0,2	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6	3,9	-0,4	1,8
Consommation publique	-1,9	0,1	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	1,6	-2,5	0,7
FBCF totale *dont :*	1,7	0,4	-1,4	-0,4	0,2	0,3	0,3	0,4	0,2	0,2	-0,2
productive	*1,3*	*1,1*	*-1,0*	*0,2*	*0,5*	*0,5*	*0,5*	*0,5*	*2,5*	*2,3*	*1,2*
logement	*2,9*	*0,0*	*-2,2*	*-1,7*	*-0,5*	*-0,3*	*-0,2*	*0,1*	*-2,0*	*-1,8*	*-3,2*
Exportations de biens et services	0,4	-1,1	-0,5	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	3,4	-0,6	0,9
Importations de biens et services	-1,5	0,0	-0,2	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6	6,8	-1,3	1,5
Variations de stocks, en points de PIB	1,2	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,5	1,6	1,7
Contributions :											
Demande intérieure hors stocks	-0,2	0,1	-0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	2,4	-0,7	1,0
Variations de stocks	-0,8	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	0,1	0,1
Commerce extérieur	0,9	-0,6	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,4	0,3	-0,3
Prix à la consommation (IPCH)*	8,8	6,8	6,1	4,8	4,0	3,8	3,3	2,9	8,6	6,6	3,5
Taux de chômage	3,0	2,9	3,3	3,5	3,6	3,6	3,7	3,7	3,1	3,2	3,7
Solde courant, en point de PIB									4,2	6,5	7,0
Solde budgétaire, en point de PIB									4,2	-4,1	-3,7
Impulsion budgétaire									0,8	0,7	-0,4
Dette publique, en points de PIB									66,3	66,3	67,2
PIB zone euro	**0,1**	**0,1**	**-0,1**	**0,1**	**0,3**	**0,3**	**0,4**	**0,4**	**3,4**	**0,5**	**1,0**

Bundesbank, Statistisches Bundesamt, prévision OFCE octobre 2023.

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

A5. France : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2023				2024				2022	2023	2024
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	0,0	0,5	0,1	0,2	0,1	0,2	0,4	0,2	2,5	0,9	0,8
PIB par habitant	-0,1	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	2,1	0,5	0,5
Consommation finale privée	0,1	-0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	2,1	-0,1	1,4
Consommation des APU	-0,3	0,4	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	2,5	0,6	0,8
FBCF totale *dont :*	-0,3	-0,1	-0,2	-0,6	-0,6	-0,5	-0,3	-0,2	2,3	0,9	-1,7
SNFEI	0,0	0,5	0,2	-0,3	-0,5	-0,5	-0,3	-0,2	3,8	3,1	-1,1
Ménages	-1,5	-2,3	-2,1	-1,8	-1,4	-1,1	-0,9	-0,7	-1,2	-5,8	-5,7
Administrations publiques	0,2	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	1,5	2,1	1,0
Exportations de biens et services	-1,7	2,7	0,0	0,7	0,5	0,4	1,2	0,5	7,4	2,1	2,7
Importations de biens et services	-2,5	1,6	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,5	8,8	0,3	1,8
Contributions :											
Demande intérieure hors stocks	-0,1	-0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	2,4	0,4	0,5
Variations de stocks	-0,3	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	-0,1	0,1
Commerce extérieur	0,4	0,3	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	-0,7	0,6	0,2
Déflateur de la consommation (en ga)	7,5	7,0	5,9	5,3	4,1	3,3	3,1	2,4	4,9	6,4	3,2
Taux de chômage	7,1	7,2	7,3	7,4	7,5	7,6	7,7	7,9	7,3	7,2	7,7
Solde public, en % du PIB									-4,8	-4,8	-4,8
Dette publique, en % du PIB									111,8	109,8	110,8
PIB zone euro	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	3,4	0,5	1,0

INSEE, comptes trimestriels ; prévisions OFCE, *e-mod.fr*, 2023-2024, octobre2023.

* Mesurée comme l'effort budgétaire structurel.

A6. Italie : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2023				2024				2022	2023	2024
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	0,6	-0,4	-0,3	-0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	3,7	0,5	0,2
PIB par habitant	0,6	-0,3	-0,2	-0,1	0,3	0,3	0,3	0,4	4,1	0,8	0,5
Consommation des ménages	0,0	0,0	-0,4	-0,1	0,2	0,4	0,4	0,4	5,0	1,0	0,6
Consommation publique	0,0	0,0	-0,7	-0,7	0,1	0,1	0,1	0,1	0,7	-0,7	-1,0
FBCF totale *dont :*	1,0	-1,7	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	9,7	0,7	-1,8
Productive	5,0	-0,4	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	11,4	7,0	-1,5
Logement	6,7	-3,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	18,3	3,3	-2,2
Exportations de biens et services	-1,0	-0,6	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	9,9	0,6	1,4
Importations de biens et services	1,0	0,0	-0,2	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	12,4	1,0	0,3
Contributions :											
Demande intérieure hors stocks	0,6	-0,4	-0,4	-0,3	0,1	0,2	0,1	0,2	5,0	0,6	-0,2
Variations de stocks	0,6	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7	0,0	0,0
Commerce extérieur	-0,7	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,5	-0,1	0,4
Prix à la consommation (déflateur)*	8,4	6,9	5,6	3,8	3,8	4,0	4,0	2,2	7,2	6,1	3,5
Taux de chômage	7,9	7,6	7,4	7,7	7,6	7,5	7,5	7,4	8,1	7,6	7,5
Solde courant, en % de PIB									-1,0	2,2	2,5
Solde public, en % de PIB									-8,0	-5,3	-5,2
Dette publique, en % du PIB									141,7	139,7	138,1
Impulsion budgétaire, en points de PIB									0,5	-0,7	-0,4
PIB zone euro	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	3,4	0,5	1,0

ISTAT, calculs de l'auteur, prévision OFCE octobre 2023.

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

A7. Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2023				2024				2022	2023	2024
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	**0,6**	**0,5**	**0,3**	**0,4**	**0,4**	**0,3**	**0,3**	**0,3**	**5,8**	**2,5**	**1,5**
PIB par habitant	**0,6**	**0,5**	**0,2**	**0,3**	**0,2**	**0,2**	**0,2**	**0,2**	**5,4**	**2,0**	**0,9**
Consommation des ménages	0,3	2,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	4,7	1,7	2,1
Consommation publique	-0,5	1,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,2	2,4	1,1
FBCF totale[1] *dont :*	3,1	-1,0	1,0	0,7	0,1	-0,3	-0,5	-0,5	2,4	2,8	1,1
Productive	*3,8*	*1,9*	*1,0*	*1,0*	*0,3*	*0,0*	*-0,3*	*-0,3*	*2,7*	*3,0*	*1,8*
Logement	*1,2*	*2,2*	*1,0*	*0,0*	*-0,5*	*-1,0*	*-1,0*	*-1,0*	*1,4*	*2,1*	*-1,0*
Exportations de biens et services	4,6	-3,2	0,8	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	15,2	3,4	1,2
Importations de biens et services	4,1	-2,1	1,2	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	7,0	1,7	1,5
Contributions :											
Demande intérieure hors stocks	0,6	1,2	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	0,3	3,1	2,0	1,6
Variations de stocks	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Commerce extérieur	0,3	-0,5	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	2,8	0,7	0,0
Prix à la consommation (IPCH)[2]	4,8	4,1	3,3	4,4	2,7	3,2	2,8	2,4	6,5	4,2	2,8
Taux de chômage	13,3	11,6	12,0	12,5	12,8	12,9	13,0	13,1	12,9	12,3	13,0
Solde courant, en % du PIB									0,6	2,7	2,9
Solde public, en % de PIB									-4,7	-4,0	-3,0
Dette publique, en % de PIB									111,6	106,9	105,4
Impulsion budgétaire, en points de PIB									-1,0	-0,1	-0,8
PIB zone euro	**0,1**	**0,1**	**-0,1**	**0,1**	**0,3**	**0,3**	**0,4**	**0,4**	**3,4**	**0,5**	**1,0**

INE, Prévision OFCE octobre 2023.

1. Les comptes trimestriels espagnols ne permettent pas d'isoler l'investissement public.
2. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.

A8. Royaume-Uni : résumé des prévisions

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

	2023				2024				2022	2023	2024
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	**0,3**	**0,2**	**0,2**	**0,2**	**0,2**	**0,2**	**0,2**	**0,2**	**4,3**	**0,7**	**0,9**
PIB par habitant	**0,2**	**0,1**	**0,1**	**0,1**	**0,1**	**0,1**	**0,1**	**0,1**	**3,4**	**0,2**	**0,4**
Consommation des ménages[1]	0,7	0,4	0,5	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	5,2	1,0	1,5
Consommation publique	-1,2	2,5	3,5	-0,5	0,1	0,1	0,1	0,1	2,5	1,6	2,2
FBCF totale[2] *dont :*	2,5	0,8	-2,5	0,1	0,4	0,4	0,3	0,3	7,9	2,5	-0,1
Productive privée	4,0	4,1	-5,0	0,0	1,0	1,0	1,0	1,0	9,6	5,2	0,9
Logement	-2,0	-2,5	-2,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	10,1	-3,9	-3,2
Administrations publiques	5,2	-4,4	5,0	0,9	-0,2	-0,5	-0,7	-0,9	0,7	7,7	0,8
Exportations de biens et services	-6,4	-0,9	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	8,6	-0,4	1,7
Importations de biens et services	-1,8	2,2	1,5	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	14,1	-0,1	3,4
Contributions :											
Demande intérieure hors stocks	0,6	0,9	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	5,1	1,4	1,4
Variations de stocks	1,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	-0,6	0,1
Commerce extérieur	-1,6	-1,0	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,7	-0,1	-0,6
Prix à la consommation (IPCH)[3]	10,2	8,4	5,7	4,1	3,5	2,8	3,2	3,2	9,1	7,0	3,2
Taux de chômage[4]	3,9	4,2	4,3	4,5	4,6	4,7	4,8	4,9	3,7	4,2	4,8
Solde public [5], en % du PIB									-4,7	-3,5	-2,8
Dette publique, en % du PIB									101	103	104
Impulsion budgétaire, en points de PIB									-3,2	-0,8	-0,7
PIB zone euro	**0,1**	**0,1**	**-0,1**	**0,1**	**0,3**	**0,3**	**0,4**	**0,4**	**3,4**	**0,5**	**1,0**

ONS (*Quarterly National Accounts*, Quarter 3 2023, 29 septembre 2023), Prévision OFCE octobre 20223.

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.

A9. Japon : croissance, résumé des prévisions

En %

	2023				2024				2022	2023	2024
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	**0,8**	**1,2**	**0,0**	**0,1**	**0,3**	**0,3**	**0,3**	**0,3**	**1,0**	**2,0**	**1,1**
PIB/tête	**0,9**	**1,3**	**0,2**	**0,3**	**0,4**	**0,4**	**0,4**	**0,4**	**1,5**	**2,5**	**1,6**
Consommation des ménages	0,6	-0,6	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	2,1	0,9	0,8
Consommation publique	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	1,2	0,4	0,4
FBCF totale	1,4	-0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	-0,9	2,2	1,8
Exportations de biens et services	-3,8	3,1	0,4	0,5	0,8	0,8	0,8	0,9	5,1	1,5	3,5
Importations de biens et services	-2,3	-4,4	1,4	1,3	1,0	0,7	0,7	0,7	8,0	-1,8	2,6
Contributions :											
Demande intérieure hors stocks	0,7	-0,4	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,2	1,1	0,9
Variations de stocks	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,2	0,0
Commerce extérieur	-0,3	1,5	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,6	0,2
Prix à la consommation, t/t-4	3,6	3,3	2,8	2,5	2,4	2,1	1,9	1,7	2,5	3,0	2,0
Taux de chômage	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,4	2,6	2,6	2,5

Cabinet Office, Eikon, Prévision OFCE octobre 2023.

A10. Amérique latine : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2022	2023	2024
PIB	**100,0**	**3,9**	**2,0**	**1,8**
Brésil	**37,4**	2,9	3,5	2,1
Mexique	**30,9**	3,9	3,2	2,1
Argentine	**12,4**	5,0	-3,4	-0,3
Colombie	**8,8**	7,5	0,9	2,2
Chili	**5,6**	2,5	-0,3	2,0
Pérou	**5,1**	2,7	1,8	3,0

FMI, calculs et prévision OFCE octobre 2023.

A11. 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	3,5	4,1
Taïwan	3,9	2,4	0,8	2,9
Hong Kong	1,5	-3,5	4,3	3,2
Singapour	0,9	3,6	1,1	2,3
Thaïlande	3,6	2,6	3,1	3,7
Indonésie	6,0	5,3	4,9	4,8
Malaisie	1,7	8,7	3,9	4,4
Philippines	2,6	7,6	5,3	5,5
Chine	48,5	3,2	5,0	3,8
Inde	24,4	7,2	6,2	6,2
Asie hors Chine	51,5	5,4	4,5	4,8
Total	**100,0**	**4,3**	**4,7**	**4,3**

CEIC, calculs et prévision OFCE octobre 2023.

A12. Nouveaux États membres de l'Union

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2022	2023	2024
Pologne	0,47	5,8	-1,1	2,1
Roumanie	0,19	4,1	2,5	3,2
République tchèque	0,15	2,4	0,1	2,5
Hongrie	0,12	4,6	-0,9	2,3
Bulgarie	0,06	3,7	1,7	2,3
NEM-6		**4,6**	**0,0**	**2,4**

Comptes nationaux, calculs et prévision OFCE octobre 2023.

A13. Chine : résumé des prévisions

En %

	2021	2022	2023	2024
PIB	**8,4**	**3,0**	**5,1**	**3,7**
Consommation	9,0	1,8	7,8	4,9
Investissement	3,8	3,7	3,2	2,3
Exportations	18,3	3,3	2,5	3,2
Importations	9,0	1,0	6,3	3,8
Contributions				
Consommation	4,9	1,0	4,2	2,7
Investissement	1,7	1,5	1,4	1,0
Exportations nettes	1,9	0,5	-0,5	0,0
Exportations	3,3	0,7	0,5	0,6
Importations	1,5	0,2	1,0	0,6

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

SOUS LA MENACE DU CHÔMAGE

PERSPECTIVES 2023-2024 POUR L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

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

En 2023, avec une inflation encore élevée (+5,2 % en 2023 comme en 2022) et un contexte marqué par la forte remontée des taux d'intérêt directeurs de la BCE, la croissance du PIB serait de 0,9 %.

L'année 2024 serait l'année de la baisse de l'inflation (3,3 % en moyenne annuelle et 2,3 % en glissement annuel en fin d'année) mais la croissance resterait modeste (0,8 %) en raison de la pleine matérialisation des effets des hausses des taux d'intérêt directeurs. Selon notre évaluation, l'effet de la politique monétaire amputerait la croissance du PIB de -0,9 point en 2024 (après -0,4 point en 2023).

La seconde moitié de l'année 2023, mais surtout l'année 2024, seraient celles du retournement de la courbe du chômage, ce dernier passant de 7,2 % actuellement à 7,9 % à la fin de l'année prochaine dans un contexte de hausse marquée de la population active due à la mise en place de la réforme des retraites. La faible croissance de l'activité et le rattrapage partiel des pertes de productivité passées auraient raison du fort dynamisme de l'emploi observé ces dernières années (-53 000 en glissement annuel en 2024, après 140 000 en 2023 et 509 000 en 2022).

À l'inverse de 2022 et de 2023, les salaires réels augmenteraient (0,6 %) en 2024, ce qui limiterait les effets négatifs des pertes d'emplois (-0,1 %) sur la masse salariale. En 2024, le salaire réel (déflaté par l'IPC) reviendrait à son niveau de 2019.

Après une année 2022 marquée par une contraction du pouvoir d'achat par unité de consommation (UC) (-0,4 % faisant suite à 2,1 % en 2021), les ménages verraient à nouveau leur revenu réel augmenter en

* Cette analyse s'appuie sur le travail de l'équipe France animée par Mathieu Plane et composée de Elliot Aurissergues, Bruno Coquet, Magali Dauvin, Ombeline Jullien de Pommerol, Pierre Madec, Raul Sampognaro. Cette prévision intègre les informations disponibles au 4 octobre 2023.

2023 et 2024 (respectivement 0,7 % et 0,4 % par UC), poussé encore cette année par les créations d'emplois, les revenus du patrimoine et le soutien fiscal, et l'année prochaine par la hausse des salaires réels.

Malgré la réduction des mesures budgétaires exceptionnelles, le déficit public resterait à 4,8 % du PIB en 2023 et 2024 en raison principalement d'une croissance atone qui pèserait sur les rentrées fiscales.

Depuis 2020, l'économie française, comme l'ensemble des économies du monde, est marquée par des événements de grande ampleur modifiant profondément sa trajectoire de croissance. Si les années 2020 et 2021 ont été dominées en grande partie par l'épidémie de Covid et les réponses sanitaires et budgétaires, avec en cascade des conséquences sur les chaînes d'approvisionnement mondiales, 2022 a été l'année de la crise énergétique, de la guerre en Ukraine et du retour de l'inflation. L'aplatissement de la trajectoire du PIB en 2022 reflète donc une reprise manquée, voire une forme de « récession » par rapport à la reprise dynamique « post-Covid » qui était attendue. Bien que la croissance trimestrielle ne soit pas passée en territoire négatif, l'ampleur des chocs subis (énergie, incertitude et tensions géopolitiques, difficultés d'approvisionnement) a conduit à réduire la croissance du PIB de la France de -1,6 point (de 4,1 % initialement prévu en octobre 2021 à 2,5 % réalisé) en 2022, ce qui en temps normal aurait été diagnostiqué comme à une récession.

En 2023, avec une inflation encore élevée (+5,2 % en 2023 comme en 2022) et un contexte marqué par la forte remontée des taux d'intérêt directeurs de la BCE, la croissance du PIB serait de 0,9 %. L'année 2024 serait l'année de la baisse de l'inflation (+3,3 % en moyenne annuelle et 2,3 % en glissement annuel en fin d'année) mais la croissance resterait modeste (+0,8 %) en raison de la pleine matérialisation des effets des hausses des taux d'intérêt directeurs. Selon notre évaluation, l'effet de la politique monétaire amputerait la croissance du PIB de -0,9 point en 2024 (après -0,4 point en 2023).

La seconde moitié de l'année 2023, mais surtout l'année 2024, seraient celles du retournement de la courbe du chômage, ce dernier passant de 7,2 % actuellement à 7,9 % à la fin de l'année prochaine. La faible croissance de l'activité et le rattrapage partiel des pertes de productivité passées auraient raison du fort dynamisme de l'emploi observé ces dernières années. Si la baisse du salaire réel de -2,5 % entre la mi-2021 et la mi-2023 a pesé sur le pouvoir d'achat des ménages, cet effet a été en grande partie compensé au niveau macroéconomique par les fortes créations d'emplois et un important soutien budgétaire. Dans un contexte de hausse du chômage en 2024, la possibilité du plein-emploi s'éloignerait donc. Malgré la réduction des mesures de soutien, le déficit public resterait à 4,8 % du PIB en 2023 et 2024 en raison principalement d'une croissance atone qui pèserait sur les rentrées fiscales.

1. Retour sur la période récente : une reprise étouffée

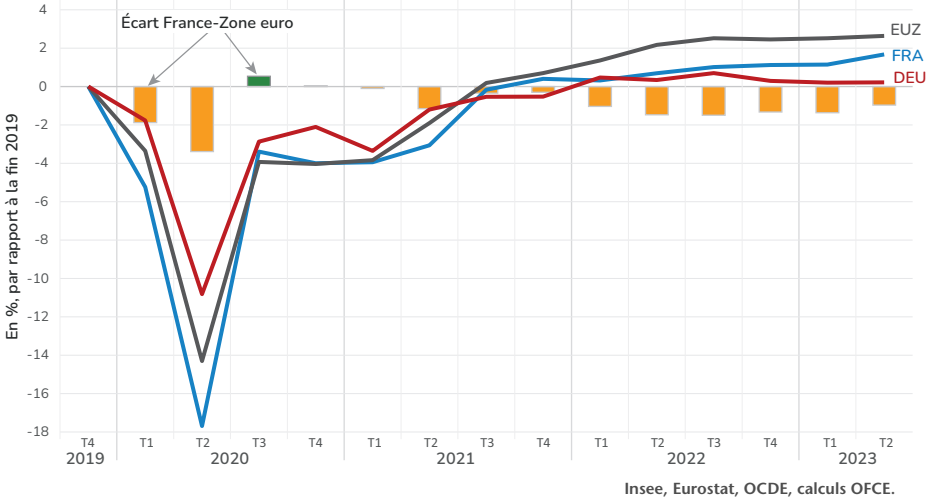
À partir du troisième trimestre 2021, soit moins de deux ans après le début de la crise Covid, le PIB de la France, bien qu'encore en-dessous de son PIB potentiel, était pratiquement revenu à son niveau d'avant-crise, tiré par le dynamisme de la consommation des ménages et de l'investissement privé. À la fin de l'année 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 du Plan d'investissement 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 4,6 % fin 2021 à 0,7 % au quatrième trimestre 2022. Si ce freinage de la croissance est largement partagé au sein des pays développés, il a été plus marqué en France qu'au sein de la zone euro. En effet, le PIB de la zone euro se situait, fin 2022, 2,5 points de PIB au-dessus de son niveau d'avant-crise alors qu'il était de 1,1 point de PIB en France, malgré un niveau relativement proche au troisième trimestre 2021. Au cours du deuxième trimestre 2023, avec une croissance de 0,5 % contre 0,1 % pour la zone euro, la France a rattrapé une partie de son retard. Désormais, le PIB de la France se situe 1,7 % au-dessus de son niveau de fin 2019, contre 2,6 % pour la moyenne de la zone euro. À l'inverse, l'Allemagne décroche de la moyenne européenne et de la France,

l'économie allemande connaissant une baisse de son PIB de -0,8 % au cours des trois derniers trimestres contre +0,1 % pour la zone euro et +0,7 % pour la France. Le PIB allemand se situait, à la mi-2023, « seulement » +0,2 % au-dessus de son niveau d'avant-crise, soit 1,5 point de moins que celui de la France et 2,4 points de moins que celui de la moyenne de la zone euro (graphique 1).

Si, depuis près de deux ans, la France est marquée par un net ralentissement de sa croissance, il est cependant important de distinguer deux sous-périodes en termes d'évolution, une première qui s'étale entre le troisième trimestre 2021 et le troisième trimestre 2022 et une seconde qui va du troisième trimestre 2022 au deuxième trimestre 2023. Durant la première sous-période qui démarre juste avant le choc énergétique, la croissance est clairement tirée par l'investissement et le restockage des entreprises, ces deux composantes contribuant à accroître le PIB de 2,6 points sur la période pour une hausse totale du PIB de 1,2 % (tableau 1). À l'inverse, la contribution du commerce extérieur a été très négative sur cette période (-1,6 point de PIB) et celle des dépenses des ménages a également pesé (-0,2 point) sur la croissance. Les dépenses des administrations publiques ont, quant à elles, contribué à augmenter le PIB de +0,3 point. Depuis le troisième trimestre 2022, les composantes de la croissance ont fortement changé, cette dernière étant principalement tirée par le commerce

Graphique 1. **Trajectoire du PIB (en volume) de la France, de l'Allemagne et de la moyenne de la zone euro depuis le début de la crise**



Insee, Eurostat, OCDE, calculs OFCE.

extérieur (+1,3 point de PIB) grâce à une amélioration des secteurs énergétique (nucléaire) et des matériels de transports (aéronautique) notamment. En revanche, les variations de stocks (-0,4 point) contribuent négativement à la croissance et l'investissement des entreprises tire peu (+0,2 point) la hausse du PIB qui a été de 0,6 % au cours des trois derniers trimestres. Les dépenses des administrations publiques ont contribué à augmenter le PIB de 0,2 point sur cette sous-période. Les dépenses des ménages, que ce soit à travers la consommation ou l'investissement, contribuent encore plus négativement (-0,7 point) sur cette sous-période que sur la précédente. La forte contraction de la consommation en produits de l'industrie-agroalimentaire – près de 12 % en volume en l'espace d'un an et demi – a amputé à elle seule le PIB de -0,8 point depuis le début du choc inflationniste.

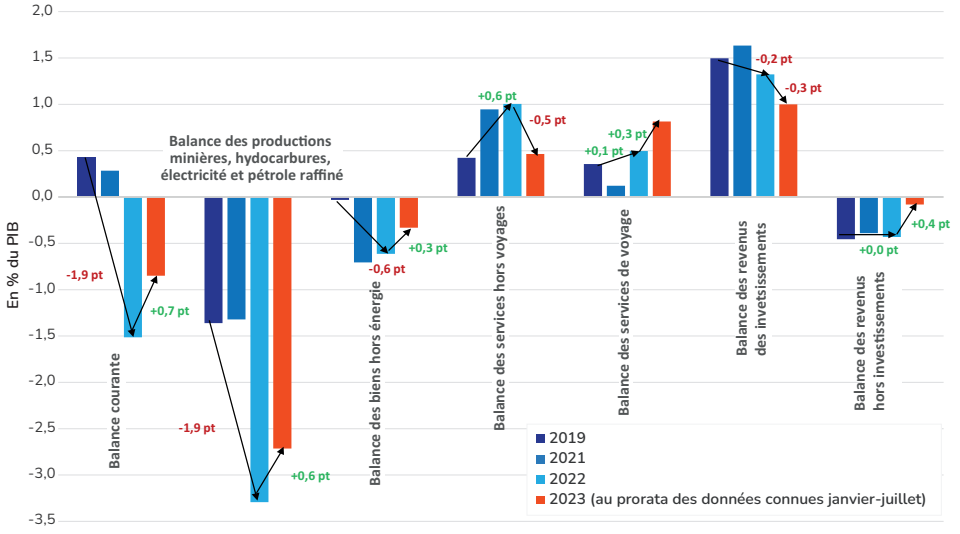
Tableau 1. **Variation du PIB et contribution des composantes**

En points de % du PIB	2021t3-2023 t2	2021t3-2022t3	2022t3-2023t2
PIB	**1,8**	**1,2**	**0,6**
Ménages	**-0,9**	**-0,2**	**-0,7**
Consommation	-0,5	0,0	-0,4
dont consommation alimentaire	*-0,8*	*-0,2*	*-0,6*
Investissement	-0,4	-0,1	-0,3
Administrations publiques	**0,6**	**0,3**	**0,2**
Consommation	0,4	0,2	0,2
Investissement	0,2	0,1	0,1
Entreprises	**2,4**	**2,6**	**-0,2**
Investissement	0,9	0,7	0,2
Variations de stocks	1,5	1,9	-0,4
Commerce extérieur	**-0,3**	**-1,6**	**1,3**

Insee, calculs OFCE.

Le déficit courant reste important (-0,8 point de PIB en moyenne sur les sept premiers mois de 2023) mais se résorbe en partie (+0,7 point de PIB par rapport à 2022) avec la baisse des prix de l'énergie mais aussi l'amélioration de la balance en biens hors énergie (matériels de transport) et la hausse de l'excédent liée au tourisme (graphique 2). En revanche, les excédents de la balance des services (hors voyages) se sont réduits, notamment avec la baisse de ceux des services de transport et la chute des prix du fret maritime ; ils sont revenus à un niveau proche d'avant-crise.

Graphique 2. **Décomposition de la balance courante**



Banque de France, calculs OFCE.

2. Une croissance prise en étau en 2023 et 2024

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. En 2022, la croissance, hors chocs, a été calée sur notre prévision de l'automne 2021 avant que de nouveaux événements d'ampleur n'interviennent. 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 (1,2 % en rythme annuel en 2023 et 1,4 % en 2024[1]) avec en plus un rattrapage spontané de 0,2 point de pourcentage par trimestre[2]. Cela conduit à une trajectoire de croissance, hors chocs, de 4,1 % en 2022, 1,6 % en 2023 et 1,7 % en 2024 (tableau 2). De fait, les différents chocs identifiés vont réduire la croissance observée ou prévue. En effet, la croissance du PIB serait de 0,9 % en 2023 et 0,8 % en 2024 (après 2,5 % en 2022). Les différents chocs amputeraient donc la croissance

1. Cette dynamique spontanée de croissance correspond à une fermeture de l'*output gap* de 2021 (estimée à -4 points de PIB) sur la période 2022-2204, soit une fermeture en trois ans.
2. Cette hausse de la croissance potentielle de 0,2 point de PIB en 2024 est liée à la hausse de la croissance de la population active en 2024, conséquence de la mise en place de la réforme des retraites.

du PIB de -1,6 point en 2022, -0,7 point en 2023 et -0,9 point en 2024, soit une baisse du PIB de plus de 3 % sur trois ans.

En 2022, les principaux chocs négatifs sur la croissance étaient dus à la crise énergétique, les tensions géopolitiques et les difficultés d'approvisionnement, avec un impact respectif de -1,5 point de PIB, -0,5 point[3] et -0,3 point[4]. En revanche, 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. Enfin, la hausse des taux entamée par la BCE en juillet a eu un impact limité sur la croissance en 2022 (-0,1 point).

En 2023, les effets de diffusion du choc énergie sur l'économie se sont poursuivis. Les ménages et les entreprises sont impactés par la hausse de 15 % des prix des tarifs réglementés du gaz et de 25 % de ceux de l'électricité ainsi que la hausse des prix de l'énergie dans le cadre des renouvellements de contrats. Et la baisse des prix du pétrole est en partie contrebalancée par la fin de la remise carburant. Le choc énergétique, avec ses effets de diffusion, amputerait la croissance de 2023 de -0,6 point de PIB. La remontée des taux d'intérêt pèserait sur la croissance à hauteur de -0,4 point du PIB en 2023[5]. En revanche, l'atténuation des tensions sur les chaînes d'approvisionnement, la légère baisse des incertitudes liées aux tensions géopolitiques et la mise en place de nouvelles mesures budgétaires (suppression de la redevance audiovisuelle) permettraient d'améliorer la croissance de 0,3 point de PIB en 2023. Le taux des opérations principales de refinancement serait de 4,25 %.

En 2024, avec un effet négatif de 0,9 point de PIB, la croissance serait principalement freinée par les effets de la hausse des taux[6]. Notre estimation de l'impact est basée sur la remontée du taux des opérations principales de refinancement de 4,25 % depuis le 14 septembre 2023, puis sur une stabilisation à ce niveau jusqu'à décembre 2024. En

3. Pour plus de détails sur la méthode d'évaluation, voir R. Sampognaro, 2022, « Guerre en Ukraine et hausse des tensions internationales : quel impact sur le PIB ? », *Revue de l'OFCE*, n° 178.
4. Pour plus de détails sur la méthode d'évaluation, voir M. Dauvin, 2022, « Évaluation du choc d'approvisionnement », *Revue de l'OFCE*, n° 177.
5. 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.
6. Les canaux de transmission de la hausse des taux sur l'économie sont multiples : la hausse joue négativement sur l'investissement et la consommation des ménages à travers la hausse du coût du crédit hypothécaire ainsi que les effets sur la valeur du patrimoine et la dette immobilière. Du côté des entreprises, la hausse du coût du capital a un effet négatif sur l'investissement des entreprises.

raison des effets retardés de diffusion de la remontée des taux sur l'activité, compris entre 12 et 18 mois pour les effets pleins[7] ; l'impact du resserrement monétaire sur la croissance se fera ressentir principalement en 2024.

Sous nos hypothèses[8] l'effet net du choc énergie sur la croissance serait de -0,3 point de PIB en 2024. En 2024, par rapport à la situation de 2021, les effets cumulés du choc énergie réduiraient le PIB de 2 points tandis que les mesures budgétaires l'amélioreraient encore de 0,6 point malgré la fin programmée des dispositifs de soutien. En 2024, l'effet net cumulé depuis 2021 du choc énergie sur le PIB serait donc de -1,4 point, ce qui est équivalent au choc de hausse des taux sur la même période (-1,4 point sur le PIB en cumulé).

Enfin, la normalisation de la situation internationale sur les chaînes de production mondiales permet de récupérer les pertes de PIB de 2022, entraînant un gain de croissance de 0,2 point de PIB en 2024. La réduction des indicateurs d'incertitudes géopolitiques[9], qui avaient atteint un maximum au moment du déclenchement de la guerre en Ukraine, conduirait à améliorer la croissance de 0,1 point, sans pour autant récupérer les pertes de PIB de 2022.

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

En points de PIB

Croissance hors chocs	2022 : 4,1 %	2023 : 1,6 %	2024 : 1,7 %	2022-2024 : 7,6 %
Choc Covid et approvisionnements	-0,3	0,1	0,2	-0,1
Remontée des taux	-0,1	-0,4	-0,9	-1,4
Incertitude et tensions géopolitiques	-0,5	0,1	0,1	-0,4
Choc énergie (y compris bouclier et mesures énergie/inflation)*	-0,5	-0,6	-0,3	-1,4
Autres nouvelles mesures budgétaires	0,0	0,1	0,0	0,1
Croissance observée et prévue	**2022 : 2,5 %**	**2023 : 0,9 %**	**2024 : 0,8 %**	**2022-2024 : 4,3 %**

Insee, prévisions OFCE.

* Dans le détail, le choc énergie conduit à réduire la croissance du PIB de -1,5 point en 2022, -0,7 point en 2023 et +0,2 point en 2024, soit un effet cumulé de -2 points de PIB sur la période 2022-2024. La mise en place de mesures budgétaires spécifiques pour amortir ce choc énergie a eu un effet sur la croissance du PIB de +1 point en 2022, +0,1 point en 2023 et -0,5 point en 2024, soit un effet cumulé de +0,6 point de PIB sur la période.

7. 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.
8. Nous faisons l'hypothèse d'un prix du baril de pétrole à 90 $ et un prix du gaz TTF à 53 € en 2024 et des TRV de l'électricité qui augmenteraient de 10 %.
9. Cet indicateur s'arrête avant l'attaque du Hamas contre Israël.

Tableau 3. **Compte Emplois-Ressources pour la France**

En %	2023.1	2023.2	2023.3	2023.4	2024.1	2024.2	2024.3	2024.4	2022	2023	2024
PIB	**0,0**	**0,5**	**0,1**	**0,2**	**0,1**	**0,2**	**0,4**	**0,2**	**2,5**	**0,9**	**0,8**
Consommation privée	**0,1**	**-0,5**	**0,5**	**0,4**	**0,4**	**0,4**	**0,4**	**0,4**	**2,2**	**0,0**	**1,4**
Consommation APU	**-0,3**	**0,4**	**0,1**	**0,2**	**0,2**	**0,2**	**0,2**	**0,2**	**2,5**	**0,6**	**0,8**
FBCF totale	**-0,3**	**-0,1**	**-0,2**	**-0,6**	**-0,6**	**-0,5**	**-0,3**	**-0,2**	**2,3**	**0,9**	**-1,7**
FBCF SNFEI	*0,0*	*0,5*	*0,2*	*-0,3*	*-0,5*	*-0,5*	*-0,3*	*-0,2*	*3,8*	*3,1*	*-1,1*
FBCF Ménages	*-1,5*	*-2,3*	*-1,9*	*-1,5*	*-2,0*	*-1,9*	*-1,8*	*-1,9*	*-1,2*	*-5,8*	*-5,7*
FBCF APU	*0,2*	*0,5*	*0,3*	*0,2*	*0,2*	*0,2*	*0,3*	*0,3*	*1,5*	*2,1*	*1,0*
Exportations	**-1,7**	**2,7**	**0,0**	**0,7**	**0,5**	**0,4**	**1,2**	**0,5**	**7,4**	**2,1**	**2,7**
Importations	**-2,5**	**1,6**	**0,4**	**0,4**	**0,3**	**0,3**	**0,4**	**0,5**	**8,8**	**0,3**	**1,8**
Contributions											
Demande intérieure hors stocks	-0,1	-0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	2,4	0,4	0,5
Variations de stocks	-0,3	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	-0,1	0,1
Solde commercial	0,4	0,3	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	0,0	-0,7	0,6	0,2

Insee, prévisions OFCE.

Dans le détail de la dynamique infra-annuelle, nous prévoyons une croissance du PIB de +0,1 % au troisième trimestre 2023. Cette prévision repose sur l'indicateur avancé de l'OFCE basé sur les enquêtes de conjoncture jusqu'à septembre. Au-delà, la hausse trimestrielle du PIB serait modeste (comprise entre +0,1 % et +0,2 %), avec un pic au troisième trimestre 2024 (+0,4 %) en raison de l'effet tourisme lié aux Jeux Olympiques à l'été 2024 (0,2 point de PIB trimestriel) (tableau 3).

Contrairement aux trimestres précédents marqués par une forte hausse des prix de l'énergie et de l'alimentaire et une baisse du salaire réel, la croissance serait tirée par la consommation des ménages (+1,4 % en 2024 après 0 % en 2023), soutenue par un pouvoir d'achat qui croît légèrement et par une baisse du taux d'épargne qui demeurerait cependant nettement au-dessus de son niveau de 2019.

En revanche, le retournement de l'investissement s'amplifie, marqué par une baisse de l'investissement des entreprises (-1,1 % en 2024 après +3,1 % en 2023) mais surtout une forte contraction de celui des ménages (-5,7 % en 2024 après -5,8 % en 2023) (encadré 1).

Le commerce extérieur poursuivrait son redressement, avec une légère amélioration des parts de marché à l'horizon de la prévision. Après une nette amélioration en 2023 (+0,6 point de PIB), la contribution du commerce extérieur à la croissance continuerait d'être positive en 2024 (+0,2 point de PIB), poussée par une hausse du tourisme international pendant l'été 2024 avec les Jeux Olympiques. La demande intérieure, hors stocks, resterait atone en 2024 comme en 2023 (+0,5 % après +0,4 % en 2023).

Encadré 1. **Immobilier : la crise est là**

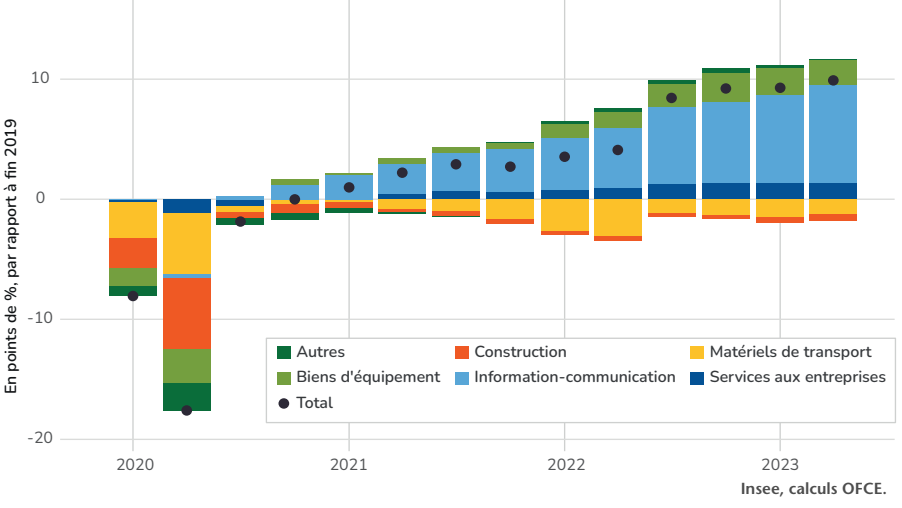
Entre septembre 2022 et août 2023, le nombre de permis de construire et de mises en chantier de logements a baissé respectivement de 28 % et de 16 %. Avec 313 740 logements commencés sur la période, la France n'avait jamais mis en chantier aussi peu de logements au cours de ces vingt dernières années. À en croire les enquêtes de conjoncture du secteur, cette crise de la construction neuve devrait se poursuivre dans les mois qui viennent. En effet, selon les promoteurs, la demande de logements neufs et les perspectives de mises en chantier – indicateurs avancés des mises en chantier à venir – s'établissaient encore au troisième trimestre 2023 à des niveaux historiquement bas. Sous l'effet notamment du resserrement brutal des conditions de crédits, l'investissement des ménages s'est fortement contracté, amputant la croissance du PIB de -0,4 point entre le troisième trimestre 2022 et le deuxième trimestre 2023.

À l'horizon de notre prévision, les destructions d'emplois inscrites dans notre scénario, associées à la poursuite des effets de la remontée des taux d'intérêt et à la baisse des prix immobilier, contribueront à la baisse importante de l'investissement des ménages. Cette baisse ne sera qu'en partie compensée par les légers gains de pouvoir d'achat prévus. En outre, la baisse des soutiens publics à la construction de logements neufs (recentrage du prêt à taux zéro, fin du dispositif Pinel) devrait aussi participer à la contraction de l'investissement des ménages. Nous anticipons que celui-ci baisserait de 5,8 % entre 2022 et 2023 puis de 5,7 % entre 2023 et 2024. Fin 2024, le taux d'investissement des ménages atteindrait 4,6 % du RDB, soit un niveau historiquement bas.

3. Les entreprises lèvent le pied sur l'investissement

Après avoir enregistré deux trimestres négatifs en début de crise du covid en 2020, l'investissement des sociétés non financières (SNF) a repris un rythme élevé de croissance pour s'établir mi-2023 à pratiquement 10 points au-dessus de son niveau de 2019 (graphique 3). Lorsqu'on le décompose par produit, ce sont essentiellement les technologies de l'information et des communications – et dans une moindre mesure – les biens d'équipement qui contribuent à cette croissance de la formation brute de capital fixe. À l'opposé, les investissements en construction et en matériels de transport n'ont toujours pas retrouvé leur niveau d'avant-crise.

Graphique 3. **Contribution des produits de la FBCF à sa variation depuis fin 2019**



Insee, calculs OFCE.

Ainsi le taux d'investissement des SNF a atteint un point historiquement élevé à la fin de l'année 2022 (26,4 % de la valeur ajoutée contre 24,6 % à la fin de l'année 2019). Depuis, il a baissé et s'établit désormais à 25,6 % de la valeur ajoutée. Nous prévoyons que cette bonne tenue du taux d'investissement s'étiole dans les prochains trimestres, de plus de 0,1 point en moyenne par trimestre, pour finir avec un taux d'investissement égal à 24,7 % à la fin 2024 effaçant ainsi la hausse observée depuis la crise. Un certain nombre de facteurs vont peser sur l'investissement des entreprises. La baisse des impôts sur la production (CVAE), entamée en 2021, sera finalement plus étalonnée que prévue, comme présenté par le gouvernement dans le PLF2024[10]. La fin des mesures du Plan de relance mis en place à partir de 2020 pourrait aussi peser sur la trésorerie des entreprises, tout comme la fin du bouclier tarifaire qui permettait d'absorber la hausse des prix de l'énergie (voir la partie finances publiques pour plus de détails). Le taux de marge bien qu'en légère baisse à partir du troisième trimestre 2023, avec le ralentissement attendu des prix de valeur ajoutée (encadré 2), resterait cependant élevé (voir graphique 5), limitant une contraction plus importante de l'investissement dans un contexte de hausse des taux.

Encadré 2. **Pourquoi les prix de production ont-ils fortement augmenté depuis 2019 ?**

À l'instar des prix à la consommation, les prix à la production ont également connu une très forte augmentation depuis 2019. Alors qu'elle s'élevait en moyenne annuelle à 1,2 % au cours de la période 1997-2019 (contre 1,3 % pour l'IPC sur la même période), l'inflation des prix de production a connu une forte poussée depuis la crise sanitaire, s'établissant à 4 % en moyenne sur les trois dernières années et demi avec un pic notamment à près de 9 % en 2022 (graphique 4).

Or, la dynamique des prix à la production reflète celle des différents coûts qui pèsent sur la production d'un bien, à savoir les coûts salariaux, ceux des consommations intermédiaires, les impôts nets des subventions sur la production ainsi que les marges des entreprises. S'interroger sur les raisons d'une telle envolée des prix de production revient alors à examiner l'évolution de ses différentes composantes.

Les fluctuations des prix à la production synthétisent les prix des coûts unitaires des composantes de la production que l'on peut résumer par l'égalité comptable suivante :

10. Le taux maximal de la Contribution sur la Valeur Ajoutée des Entreprises (CVAE) a diminué à 0,8 % en 2021, puis 0,375 % en 2023 et devrait atteindre 0,28 % en 2024.

$$\textbf{Indice de prix à la production}_t = \textbf{Marges Unitaires}_t + \textbf{CSU}_t + \textbf{Taxes Unitaires}_t + \textbf{CUCI}_t$$

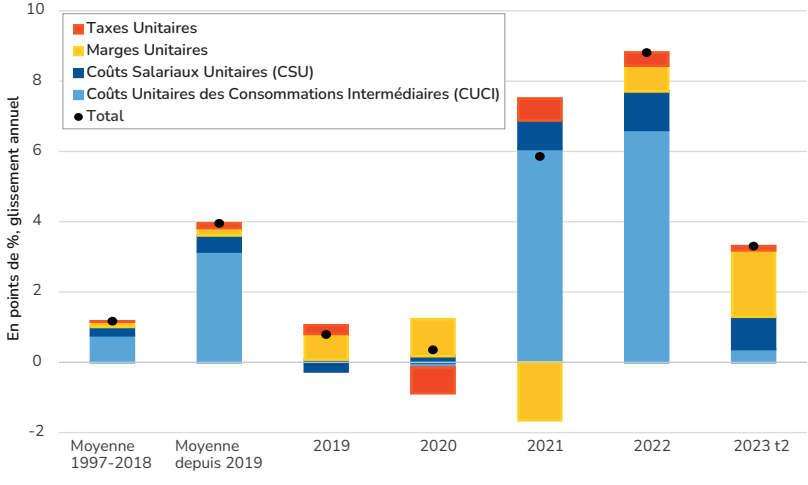
avec :

Marges Unitaires :	EBE par unité de production,
CSU :	Coûts salariaux par unité de production,
Taxes Unitaires :	Montant des impôts nets des subventions sur la production d'exploitation par unité de production,
CUCI :	Coût unitaire des consommations intermédiaires.

Comme l'illustre le graphique 4, la forte augmentation de l'inflation des prix de production dans le secteur marchand depuis 2019 s'explique avant tout, à plus de 80 %, par la hausse des coûts des consommations intermédiaires en lien avec la hausse des prix de l'énergie notamment.

Mais depuis un an, non seulement l'inflation baisse significativement mais elle change également de nature : elle serait, selon les derniers comptes trimestriels, due pour plus de la moitié au comportement de marges des entreprises et pour près de 30 % au CSU, le coût des consommations intermédiaires ne contribuant plus qu'à 11 %. Cette inflation tirée par les marges unitaires des entreprises est un phénomène que l'on retrouve tout particulièrement dans l'industrie et notamment dans le secteur de l'Énergie, des Industries Agro-Alimentaires et des Biens d'équipement mais aussi dans celui de la Construction. En revanche, cela n'est pas le cas dans le secteur des services marchands où l'inflation des prix à la production est due pour les deux tiers à la hausse des coûts salariaux (CSU).

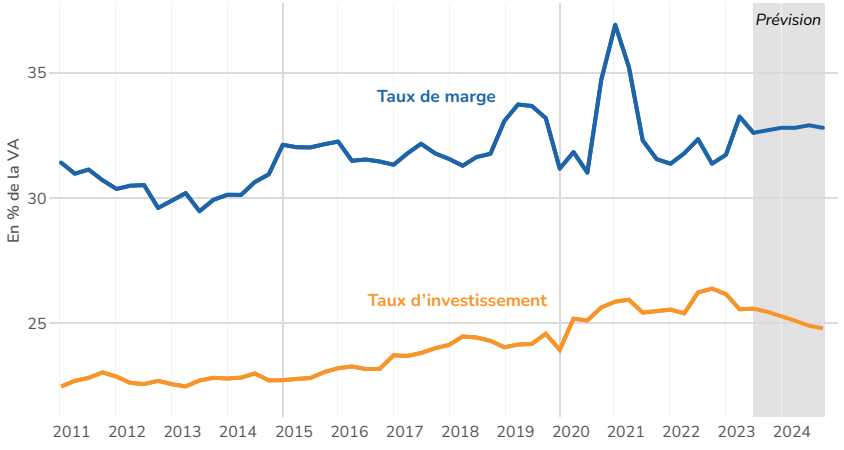
Graphique 4. **Contribution des déterminants de l'inflation des prix de production dans le secteur marchand**



INSEE, Comptes nationaux trimestriels de branches, calculs OFCE.

Note de lecture : En 2022, les prix de production ont augmenté de 8,7 % avec une contribution de 6,7 points de pourcentage du coût des consommations intermédiaires.

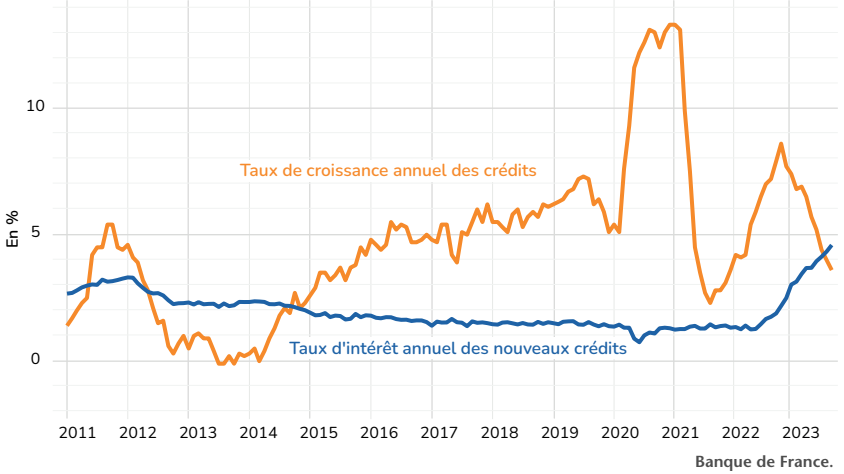
Graphique 5. **Taux de marge et d'investissement des sociétés non financières**



Insee, prévisions OFCE.

Enfin, ce ralentissement de l'investissement s'expliquerait aussi du côté du financement : comme les ménages, les entreprises subissent la remontée des taux d'intérêt qui atteignent des niveaux sans précédent depuis 2008. En effet, le taux d'intérêt annuel des nouveaux crédits accordés aux entreprises a bondi depuis la fin de l'année 2022 et a été multiplié par 2 sur une année, dépassant à ce jour la barre des 4 % (graphique 6). Cet accroissement rapide des taux d'intérêt provoque déjà un retournement du cycle du crédit lorsque l'on regarde les flux

Graphique 6. **Taux de croissance des crédits accordés aux SNF et taux d'intérêt sur les nouveaux crédits**



Banque de France.

de crédits mensuels, même si le stock d'encours de crédit des entreprises reste à un niveau élevé. Selon la Banque de France, le flux des prêts accordés net des remboursements des entreprises est redevenu négatif en août 2023, une première depuis mai 2021 (et donc avant la première remontée des taux d'intérêt directeurs par la BCE). En glissement annuel, le taux de croissance de l'encours de crédits a augmenté de 3,6 % en août, une hausse comparable à celle de décembre 2021, période encore marquée par la crise Covid. On s'attend ainsi à ce que cette décélération du recours au crédit s'intensifie dans les prochains mois comme conséquence logique de la politique monétaire menée par la BCE.

4. Rebond attendu de la consommation des ménages

Pas de baisse de l'inflation annuelle avant 2024

Après avoir augmenté de 23 % en 2022, l'IPC énergétique augmenterait de 6 % en 2023, malgré la baisse du prix des matières premières, hausse due notamment à la revalorisation de 10 % du prix réglementé du gaz et de 25 % de l'électricité ainsi que la suppression de la remise sur le carburant. En 2024, avec la hausse récente du prix du Brent qui se maintiendrait à un niveau relativement élevé (90$) et la hausse attendue des tarifs réglementés de l'électricité d'environ 10 % sur l'année, la hausse de l'IPC énergie est attendue à 6,5 % (tableau 4). Après avoir contribué pour 2 points à l'inflation en 2022 (soit près de 40 % de l'inflation totale), l'énergie contribuerait à hauteur de 0,5 point à l'inflation en 2023 et 0,6 point en 2024 (respectivement moins de 10 % et 20 % de l'inflation totale).

L'inflation alimentaire est très dynamique sur une grande partie de l'année 2023 et n'a commencé à baisser, sur un an, qu'au deuxième trimestre 2023, bénéficiant avec un certain retard de la baisse des prix

Tableau 4. **Évolution et contribution des composantes de l'inflation**

	Variation annuelle (en %)				Contribution à l'inflation annuelle (en points de %)			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Alimentaire	0,6	6,8	11,8	1,7	0,1	1,1	1,9	0,3
Énergie	10,5	23,1	6,0	6,5	0,9	2,0	0,5	0,6
Autres	0,9	2,9	3,7	3,3	0,6	2,1	2,8	2,5
Total IPC	**1,6**	**5,2**	**5,2**	**3,3**	**1,6**	**5,2**	**5,2**	**3,3**

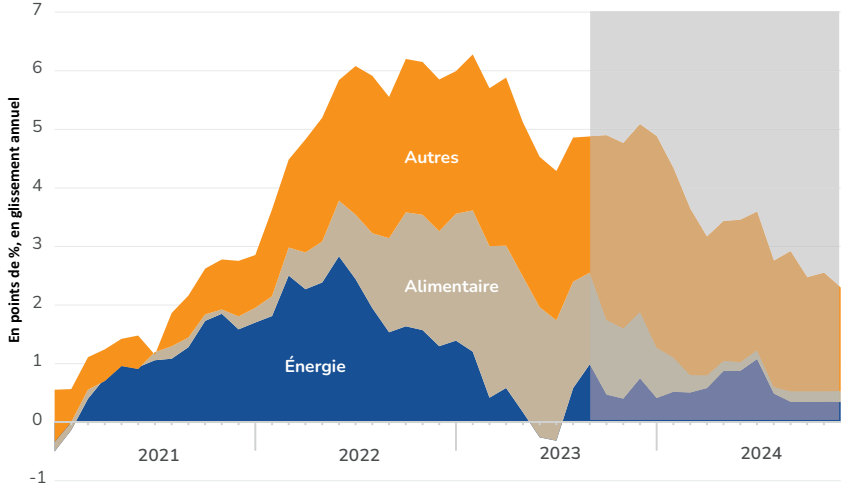
Insee, prévisions OFCE.

des matières premières agricoles et de l'énergie. Après une hausse de l'IPC alimentaire de 6,8 % en 2022, la hausse serait de près de 12 % en moyenne annuelle sur 2023 et reviendrait proche de son rythme historique en 2024, légèrement inférieur à 2 % en moyenne. Les prix alimentaires ont été la principale composante contributive à l'inflation en 2023 (explique près de 40 % de l'inflation totale contre environ 20 % en 2022), comme les prix de l'énergie l'ont été en 2022. Le retour en 2024 à une dynamique de prix mieux maîtrisée pour l'alimentation et l'énergie contribue à réduire significativement l'inflation. En effet, ces deux composantes ont contribué à hauteur de 3,1 points d'inflation en 2022 et 2,4 points en 2023 alors qu'elles ne représenteraient que 0,9 point en 2024 malgré le léger rebond des prix de l'énergie.

Après avoir atteint 2,9 % en 2022, l'inflation hors énergie et alimentation devrait atteindre 3,7 % en 2023 puis 3,3 % en 2024.

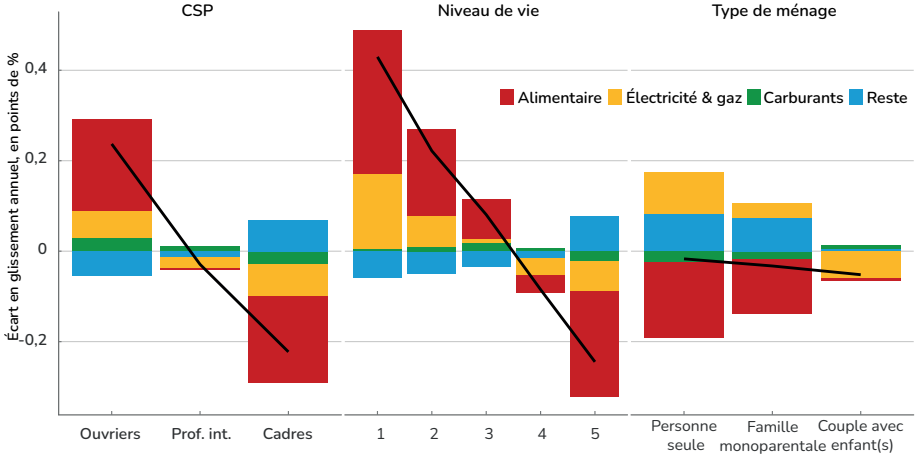
Bien qu'en baisse à partir de mai 2023, l'inflation totale resterait relativement élevée jusqu'à fin 2023, oscillant entre 4,3 % et 5,1 % (graphique 7). Elle serait toujours marquée par une forte hétérogénéité entre les ménages (encadré 3). Elle ne commencerait à se dégonfler qu'à partir de 2024 pour atteindre 2,3 % à la fin de l'année prochaine. Au total, l'inflation mesurée par l'IPC augmenterait en moyenne de 5,2 % en 2023, et de 3,3 % en 2024 (après 5,2 % en 2022).

Graphique 7. **Inflation totale et contribution des composantes à l'IPC total**



Insee, prévisions OFCE.

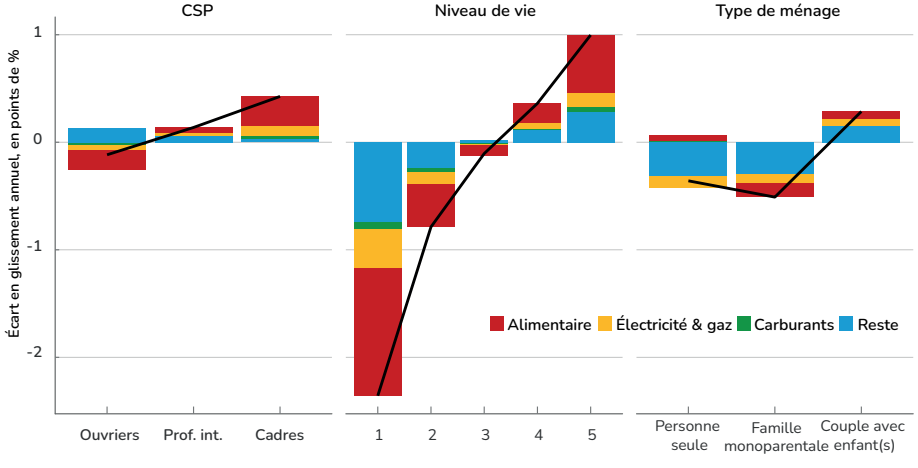
Graphique 8. **Écart à l'inflation moyenne selon la CSP, le niveau de vie et le type de ménage en août 2023**



Enquête Budget des Familles, calculs OFCE.

Note de lecture : Les ménages dont la personne de référence est ouvrière ont connu une inflation supérieure de 0,2 point par rapport à la moyenne.

Graphique 9. **Écart au choc moyen sur le revenu selon la CSP, le niveau de vie et le type de ménage en août 2023**



Enquête Budget des Familles, calculs OFCE.

Encadré 3. Hétérogénéité de l'inflation

Au mois d'août 2023, sur un an, le taux d'inflation mesuré par l'IPC s'établissait à 4,9 %[11]. Une part significative du renchérissement du panier de consommation s'explique par la montée de la composante alimentaire (+11,2 % en glissement annuel, soit 36 % de la hausse générale). Dans ce contexte, l'effet de l'inflation sur le pouvoir d'achat des ménages dépendra fortement de leur exposition aux produits dont les prix sont en forte hausse. Nous utilisons la méthodologie présentée dans Madec *et al.* (2023) afin d'étudier l'hétérogénéité du choc subi par les ménages[12].

Selon nos calculs, 10 % des ménages subissent une hausse des prix de leur panier de consommation inférieure à 3,3 % tandis que 10 % des ménages subissent une inflation supérieure à 6,9 %. Trois facteurs seraient particulièrement associés avec une forte montée du prix. Premièrement, le taux d'inflation subi augmente avec l'âge de la personne de référence du foyer. Deuxièmement, ce taux varie selon la catégorie socio-professionnelle (les ménages dont la personne de référence est un ouvrier ou un employé subissent un choc plus marqué que lorsqu'il s'agit d'un ménage cadre). Enfin, le niveau de l'inflation diminue avec la position sur l'échelle des niveaux de vie (graphique 8). Il faut noter que contrairement au choc inflationniste de 2021, fortement lié à la remontée des prix énergétiques, le type de commune de résidence a peu d'impact sur le choc subi au cours des derniers mois. En effet, le poids de la dépense alimentaire semble peu corrélé avec les choix résidentiels.

Toutefois, ces groupes n'ont pas la même capacité d'absorption du choc. En particulier ceux qui sont en mesure de dégager régulièrement de l'épargne peuvent – s'ils le souhaitent – maintenir leur niveau de consommation inchangé malgré la montée des prix. Lorsque l'on tient compte de la capacité d'épargne des différents groupes, le résultat est modifié (graphique 9). Si les personnes âgées subissent un taux d'inflation supérieur, leur perte de pouvoir d'achat n'est pas plus importante en points de revenu que la moyenne des ménages[13], et donc aucune classe d'âge ne se distingue par l'ampleur du choc subi. En revanche, avec cette mesure, les pertes sont clairement concentrées chez les plus pauvres mais aussi chez les familles monoparentales. Et les ouvriers et employés restent désavantagés par rapport aux cadres[14].

11. Le chiffre de septembre est disponible et affiche toujours une hausse de 4,9 % sur un an. Néanmoins, les sous-indices détaillés nécessaires pour réaliser cette analyse ne sont pas disponibles.
12. Pierre Madec, Mathieu Plane, Raul Sampognaro, 2023, « Une analyse des mesures budgétaires et du pouvoir d'achat en France en 2022 et 2023 », *OFCE Policy brief*, n° 112, 22 février.
13. Nous définissons la perte en points de revenu comme étant égale au choc de prix multiplié par la part de la consommation dans leur revenu. Ainsi, si tout le monde subit le même taux d'inflation (supposons 4,9 %), un ménage qui consomme tout son revenu aurait un choc de 4,9 % du revenu tandis qu'un ménage qui consomme 90 % du revenu subirait un choc de 4,4 % (4,9 % x 90 %).
14. Il faut noter que cette analyse ne tient pas compte des possibles indexations différentielles sur l'inflation des sources de revenu et des différents niveaux de salaire et constitue de ce fait une borne supérieure aux pertes subies par les ménages en points de pouvoir d'achat.

Un pouvoir d'achat qui résiste…

Après une année 2022 marquée par une contraction du pouvoir d'achat par unité de consommation (UC) (-0,4 % faisant suite à +2,1 % en 2021) liée notamment à la fin des mesures de soutien de la crise Covid et du versement exceptionnel d'une indemnité inflation en fin d'année 2021, non reconduite les années suivantes, les ménages verraient à nouveau leur revenu réel augmenter en 2023 et 2024 (respectivement +0,7 % et +0,4 % en moyenne annuelle par UC), et ce malgré la baisse du salaire réel en 2023 (tableau 5). En effet, en 2023, la hausse du pouvoir d'achat au niveau macroéconomique est soutenue par le fort dynamisme des revenus nets du patrimoine (qui inclut les loyers versés et implicites) (encadrés 4 et 5), la hausse de l'emploi (de 1 %) et les baisses de fiscalité liées à la suppression définitive de la taxe d'habitation et celle de la redevance audiovisuelle publique fin 2022.

Encadré 4. **Mesurer les intérêts versés et reçus par les ménages en corrigeant des SIFIM**

Depuis plusieurs trimestres, les intérêts reçus et versés par les ménages dans la comptabilité nationale sont en forte augmentation. Les intérêts reçus sont passés de 2 milliards d'euros au premier trimestre 2022 à plus de 13 milliards d'euros au deuxième trimestre 2023. Dans le même temps, les intérêts versés ont augmenté de 9 milliards d'euros et atteignent 11 milliards chaque trimestre. Cette augmentation pourrait paraître naturelle car les taux d'intérêts pratiqués par les banques centrales ont connu une hausse très rapide. Cependant, cette hausse ne reflète pas les sommes réellement déboursées et perçues par les ménages. Cela s'explique par le traitement des services financiers dans la comptabilité nationale. Une partie des services financiers sont en effet constitués des services d'intermédiation financière indirectement mesurés (SIFIM). Ces SIFIM représentent la différence entre le taux d'intérêt payé ou reçu par le client de l'intermédiaire financier et le taux pratiqué par la banque centrale. Pour les intérêts reçus, la logique est la suivante. La somme inscrite dans les comptes nationaux est obtenue en multipliant le taux d'intérêt de court terme de la banque centrale par les encours de dépôt. Il ne s'agit cependant pas du vrai taux auquel sont rémunérés les dépôts des ménages. Si le taux de la banque centrale est supérieur au taux effectivement pratiqué sur les dépôts, la marge de l'intermédiaire financier constitue une dépense de consommation en services financiers par les ménages. La logique est similaire pour les intérêts versés. Les intérêts versés sont obtenus en utilisant le taux de la banque centrale et les encours des crédits. La différence avec les taux effectivement payés par les ménages représente soit une consommation de services financiers pour les crédits à la consommation soit une consommation intermédiaire en services financiers par la branche services immobiliers pour les crédits immobiliers.

Dans le cas d'une forte variation du taux de la banque centrale qui ne se répercute pas immédiatement sur les taux pratiqués pour les ménages, les comptes nationaux trimestriels font apparaître simultanément une hausse des intérêts reçus et versés mais aussi une hausse de la consommation en services financiers et une baisse des consommations intermédiaires dans la branche des services immobiliers (ainsi qu'une hausse de la valeur ajoutée et de l'excédent brut d'exploitation des ménages hors entreprises individuelles). Le problème de cette approche est qu'il devient difficile de calculer la contribution des revenus du patrimoine financier à l'évolution du revenu disponible brut. Des séries d'intérêts avant imputation des SIFIM cohérentes avec le reste des comptes trimestriels ne sont pas à notre connaissance disponibles[15]. Il est cependant possible d'estimer l'évolution des séries d'intérêt avant imputation des SIFIM. En effet, les comptables nationaux s'assurent qu'une forte variation du taux d'intérêt n'affecte pas les évolutions en volume mais seulement les indices de prix. On observe ainsi de manière concomitante à la hausse des taux d'intérêt une hausse très substantielle du déflateur de la consommation des ménages en services financiers (+37 % entre le 2022t2 et le 2023t2) et une baisse très substantielle du déflateur des consommations intermédiaires de la branche des services immobiliers (-43 % sur la même période).

Pour obtenir des séries corrigées d'intérêts reçus et versés, nous calculons l'« excès » de consommation en services financiers et de consommations intermédiaires de la branche services immobiliers. Pour calculer ces consommations excessives, on multiplie les consommations en volume par le taux de variation des déflateurs depuis le début de la hausse des taux. En l'occurrence, nous prenons comme référence le premier trimestre 2022, une première augmentation des taux de la BCE ayant eu lieu à la fin du deuxième trimestre 2022.

$$correction_recus = \left(\frac{deflateur_{conso.serv.fin}}{deflateur_{conso.serv.fin,\ 2022t1}} - 1 \right) vol_{conso.serv.fin}$$

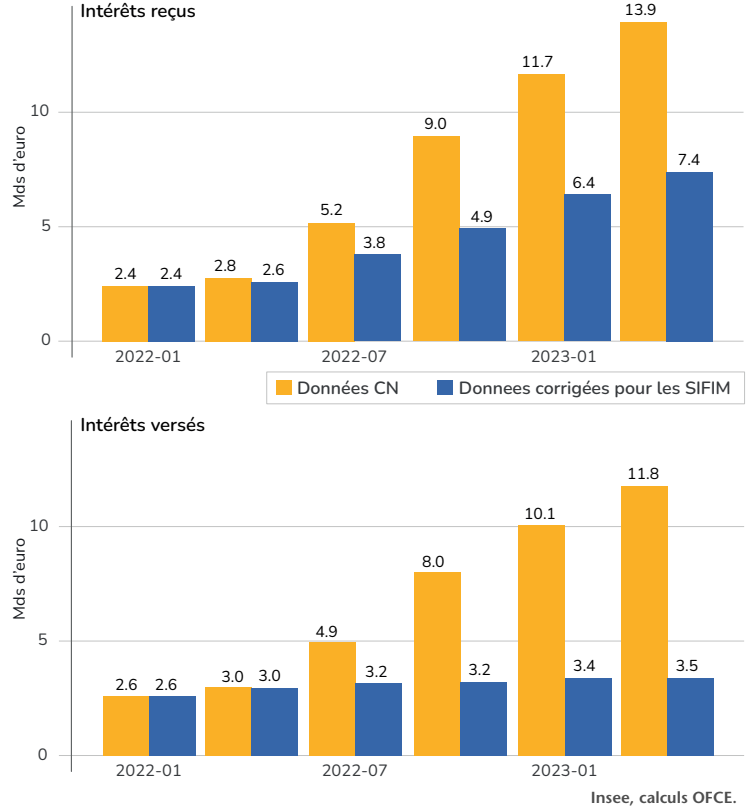
$$correction_verses = - \left(\frac{deflateur_{ci.serv.immo}}{deflateur_{ci.serv.immo,\ 2022t1}} - 1 \right) vol_{ci.serv.immo}$$

On retranche ensuite les consommations excessives ainsi obtenues des intérêts versés et reçus par les ménages dans la comptabilité nationale pour obtenir des séries corrigées. Attention, cette méthode ne permet pas d'obtenir le niveau des séries d'intérêt avant imputation des SIFIM car elle ne permet pas de calculer des biais existants avant le premier trimestre 2022.

15. Une série en données non désaisonnalisées pour les ménages et Institutions Sans but lucratifs au service des ménages est fournie *via* Eurostat. L'inconvénient de cette série est que son champ est plus large que celui des seuls ménages et qu'elle n'est pas nécessairement cohérente avec les autres séries des comptes trimestriels désaisonnalisées. Des dépenses de consommation en SIFIM sont fournis dans les comptes annuels mais les données pour 2022 ne sont pas encore publiées

Le résultat est représenté dans le graphique 10 et comparé aux séries originales de la comptabilité nationale. La série corrigée donne des intérêts reçus de 7,4 mds d'euros au deuxième trimestre 2023, en augmentation de 5 milliards d'euros depuis le premier trimestre 2022. En rythme annuel, les intérêts reçus atteindraient environ 30 milliards d'euros. Ce chiffre est cohérent avec l'encours des dépôts et les taux effectifs de rémunération de ces dépôts publiés par la banque de France pour le mois de juin 2023 qui donnent des intérêts de 32 milliards d'euros en données annualisées. Contrairement aux séries originales de la comptabilité nationale, l'augmentation des intérêts versés serait beaucoup plus limitée que celle des intérêts reçus. Ils augmenteraient de seulement 900 millions d'euros depuis le premier trimestre 2022. La faible part des taux variables dans les crédits immobiliers aurait protégé les ménages de la hausse des taux. La hausse des intérêts nets reçus par les ménages, 4 milliards d'euros chaque trimestre, serait donc deux fois plus forte avec les séries corrigées qu'avec les séries originales.

Graphique 10. **Intérêts versés et reçus par les ménages avant et après correction pour les SIFIM**

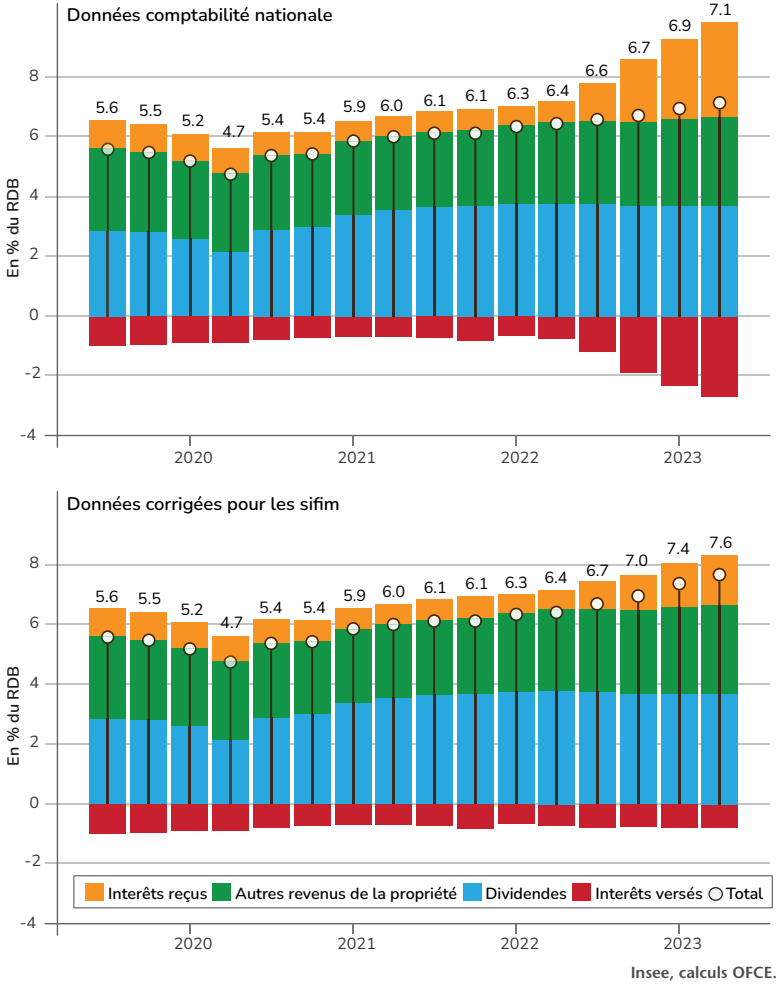


Insee, calculs OFCE.

Encadré 5. Une forte hausse des revenus du patrimoine financier des ménages

Au deuxième trimestre 2023, le pouvoir d'achat des ménages, mesuré par le revenu disponible brut (RDB) déflaté par les prix à la consommation, est supérieur de 3,3 % à son niveau de fin 2019. Cette croissance agrégée est cependant susceptible de masquer une forte hétérogénéité de l'évolution du revenu disponible parmi les ménages. En effet, la part des revenus du capital financier, beaucoup plus concentrée dans les déciles, voire centiles supérieurs que les salaires ou les prestations sociales, augmente. Ils sont passés de 5,5 % du RDB fin 2019 à 7,1 % au deuxième trimestre 2023 (graphique 11).

Graphique 11. **Évolution des revenus du capital financier dans le RDB des ménages**

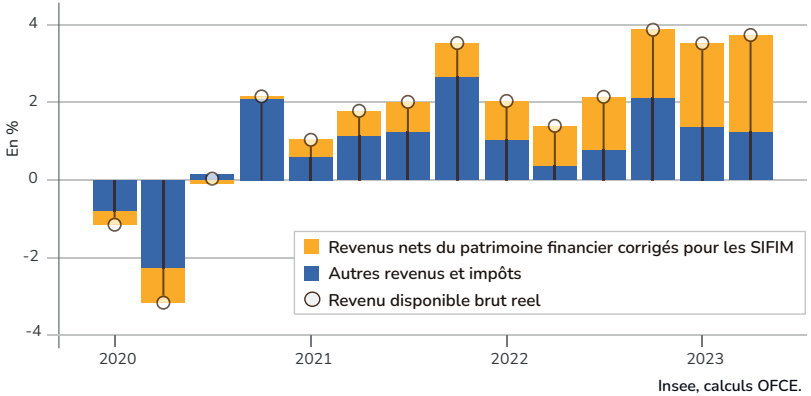


Insee, calculs OFCE.

Cette évolution est en réalité sous-estimée en raison du traitement des SIFIM (services d'intermédiation financière indirectement mesurés) par les comptables nationaux. Les intérêts reçus et versés par les ménages inscrits dans les comptes nationaux ne correspondent pas aux intérêts réellement perçus et payés par les ménages. L'écart entre le taux réellement payé ou perçu et le taux sur le marché interbancaire est en effet considéré comme une consommation en services financiers. En phase de hausse rapide des taux sur le marché interbancaire, les séries d'intérêt avant et après imputation des SIFIM ne vont pas évoluer au même rythme. Les intérêts reçus par les ménages nets de ceux versés augmentent davantage avant imputation des SIFIM. Dans l'encadré 3, nous proposons d'estimer l'évolution depuis le premier trimestre 2022 des intérêts avant imputation des SIFIM, en utilisant l'information fournie par les déflateurs de la consommation des ménages en services financiers et des consommations intermédiaires de la branche services immobiliers. Pour assurer la cohérence de l'analyse, des séries corrigées pour le revenu disponible brut, la consommation des ménages et le déflateur de la consommation des ménages en sont déduites. Une fois la correction faite, la part des revenus nets du patrimoine financier dans le RDB augmente non plus de 1,6 points de pourcentage mais de 2,1 points de pourcentage entre le quatrième trimestre 2019 et le deuxième trimestre 2023. Ils contribueraient ainsi pour 60 % à la hausse du RDB réel sur cette période (voir graphique 12).

Parmi ces revenus, les dividendes passent de 2,8 à 3,7 % du RDB des ménages, les intérêts reçus nets de ceux versés passent de 0 à 0,5 % du RDB et même 1 % du RDB après correction par les SIFIM. Il convient de souligner que les ménages ne sont pas forcément conscients de la perception de ces

Graphique 12. **Contributions à la croissance cumulée du RDB réel depuis le 4e trimestre 2019**



Insee, calculs OFCE.

Le revenu dispobible brut réel est obtenu en divisant le revenu disponible brut par le déflateur de la consommation des ménages.

Le revenu disponible brut et le déflateur de la consommation des ménages sont corrigés du traitement des SIFIM.

intérêts. La plupart des livrets d'épargne ne les afficheront que début 2024, ce qui pourrait avoir un impact positif sur la consommation durant les premiers trimestres de l'année 2024. Les revenus de la propriété versés aux assurés n'ont en revanche que faiblement augmenté pour le moment. Il convient de garder à l'esprit que les comptes nationaux trimestriels pour 2022 et 2023 sont encore provisoires et que les données de revenu du patrimoine peuvent être fortement révisées.

À l'inverse de 2023, les salaires réels augmenteraient (+0,6 %) en 2024, ce qui limiterait les effets négatifs des pertes d'emplois (-0,1 %) sur la masse salariale. En 2024, le salaire réel (déflaté par l'IPC) reviendrait à son niveau de 2019.

La nette revalorisation des pensions de retraite en janvier 2024 (+5,2 %) et des autres prestations en avril (+4,8 %) participerait au dynamisme des prestations sociales en 2024. Alors que les revenus du travail et les prestations sociales en espèces contribueraient pour environ deux tiers aux hausses du RDB en 2023, ces deux composantes expliquent plus de 90 % de la hausse du RDB en 2024, et ce malgré les pertes d'emplois attendues.

Ainsi, en 2024, le revenu réel des ménages par UC serait 2,5 % au-dessus de son niveau de 2019 alors que le PIB par UC serait légèrement en-dessous de son niveau de 2019 (-0,3 %).

Tableau 5. **Compte des ménages**

En %	2019	2020	2021	2022	2023	2024
RDB nominal	3,4	1,2	4,2	5,1	7,7	4,1
Déflateur de la consommation	0,8	0,9	1,5	4,9	6,4	3,2
IPC	*1,1*	*0,5*	*1,6*	*5,2*	*5,2*	*3,3*
RDB réel	2,6	0,3	2,6	0,2	1,2	0,9
RDB réel par UC	**2,0**	**-0,3**	**2,1**	**-0,4**	**0,7**	**0,4**
Consommation des ménages (en volume)	1,8	-6,7	5,1	2,1	-0,1	1,4
Taux d'épargne (en % du RDB)	**15,0**	**21,0**	**19,0**	**17,5**	**18,5**	**18,1**
SMPT nominal *	2,2	-3,7	5,0	5,6	4,9	3,9
SMPT réel (déflaté par l'IPC) **	1,1	-4,1	3,4	0,3	-0,2	0,6

Insee, prévisions OFCE.

* Corrigé du chômage partiel, le SMPT augmenterait de 1,1 % en 2020, de 1,8 % en 2021, 3,8 % en 2022 et 5 % en 2023.

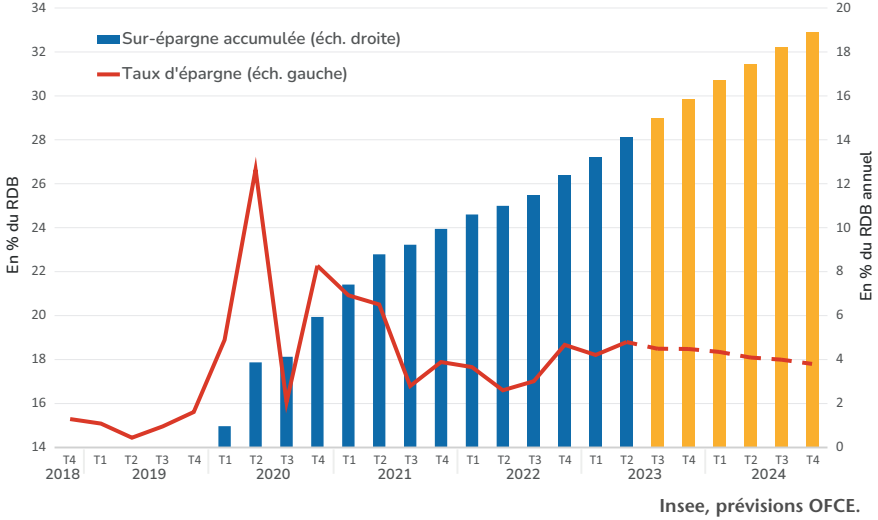
** Le salaire réel qui mesure le pouvoir d'achat d'un point de vue comptable est celui déflaté par le déflateur de la consommation et non par l'IPC.

…et un taux d'épargne qui resterait encore élevé

Depuis 2020, le taux d'épargne des ménages n'est jamais revenu à son niveau moyen d'avant-crise qui se situait à 15 % du RDB. Les ménages n'ont pas puisé dans leur sur-épargne accumulée pendant la crise sanitaire pour faire face au choc inflationniste. Bien au contraire, le taux d'épargne est reparti à la hausse depuis la mi-2022, augmentant de plus de 2 points de RDB sur un an, atteignant près de 19 % au deuxième trimestre 2023 (graphique 13). Au cours des trois années et demi, les ménages ont accumulé plus de 14 points de revenu annuel en « sur-épargne », soit l'équivalent de 220 milliards d'euros.

Les 4 points de revenu actuellement épargnés plutôt que consommés (ce qui représente 67 milliards annuels) ont clairement un effet sur la dynamique de croissance à court terme et plusieurs facteurs peuvent expliquer la raison de ce niveau élevé d'épargne. Premièrement, sur la hausse du RDB réel par UC de 2,1 % entre 2019 et la mi-2023, 1,5 point est lié à la hausse des revenus financiers (intérêts et dividendes nets). Cette hausse de la part des revenus financiers dans le RDB, avec une propension marginale à épargner plus élevée pour ce type de revenu, contribue à augmenter le taux d'épargne moyen. Par ailleurs, la suppression de la taxe d'habitation pour les 20 % des ménages les plus aisés entre 2021 et 2023 pour un montant d'environ 8 milliards (0,5 point de RDB) contribue également à augmenter le taux d'épargne moyen en raison d'un niveau d'épargne plus élevé

Graphique 13. **Taux d'épargne des ménages et sur-épargne**



Insee, prévisions OFCE.

pour le dernier quintile que pour la moyenne de la population. Le retour de l'inflation, en prélevant une taxe inflationniste sur les patrimoines, peut également conduire certains ménages à une épargne plus élevée pour compenser les pertes de valeur réelle de leurs actifs détenus. À titre d'exemple, la perte de 5 % en 2022 de la valeur réelle des dépôts et numéraires représente une perte patrimoniale réelle de l'ordre de 100 milliards pour les ménages.

Si le taux de chômage relativement bas au regard des évolutions historiques devrait conduire à réduire l'épargne de précaution, d'autres déterminants pourraient conduire les ménages à être particulièrement prudents. Dans un environnement économique et politique instable, la perception des ménages quant à l'évolution à venir du niveau de vie en France reste très dégradée, ne les incitant pas à puiser dans leurs bas de laine. Les réformes de l'assurance chômage, mais surtout des retraites, dans un climat social conflictuel, ont pu conduire les ménages à être particulièrement prudents face aux incertitudes concernant les évolutions du système de protection sociale. Enfin, le développement d'un comportement de sobriété sur certains types de consommation peut également expliquer une partie de la hausse de l'épargne.

Selon nos prévisions, le taux d'épargne des ménages se réduirait très lentement au cours des prochains trimestres et serait proche de 18 % à la fin 2024. Il resterait encore très au-dessus de sa moyenne historique. Un retour plus rapide au taux d'épargne d'avant-crise conduirait à un scénario de croissance plus dynamique[16] et une inflation plus élevée.

5. Vers un retournement de la courbe du chômage

En 2022, la dynamique de rebond de l'emploi entamée en 2021 s'est poursuivie avec 509 000 créations nettes en glissement annuel. Au cours du premier semestre de l'année 2023, les créations d'emplois sont restées dynamiques (+172 000 emplois créés) mais un ralentissement s'est enclenché au deuxième trimestre.

Entre la fin 2019 et le deuxième trimestre 2023, dans le secteur marchand non agricole, l'emploi salarié a augmenté de 6,5 % alors que la valeur ajoutée n'a crû que de 2 %, révélant des pertes de producti-

16. Avec une trajectoire de taux d'épargne qui serait, fin 2024, 1 point plus bas que celle dans notre prévision (16,8 % au lieu de 17,8 % prévu), le taux de croissance annuel moyen serait de 0,4 point de PIB supérieur, ce qui relèverait la croissance du PIB à 1,2 % en 2024.

vité du travail importantes. Selon nos évaluations, ces pertes sont imputables pour deux tiers à la baisse passée de la durée du travail, à l'accroissement des effectifs d'apprentis, aux soutiens publics apportés aux entreprises et à la baisse du coût réel du travail (encadré 6).

Encadré 6. **Comment expliquer l'évolution de l'emploi salarié en France depuis 2019 ?**

Au deuxième trimestre 2023, soit trois ans et demi après le début de la crise, la valeur ajoutée du secteur marchand se situait 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)[17], cela aurait dû déboucher, toutes choses égales par ailleurs, sur une baisse de 0,8% de l'emploi salarié dans le secteur marchand à la mi-2023. Mais au lieu de baisser de 140 000 postes, l'emploi salarié marchand a au contraire progressé de 1,13 million (6,5 %) au cours des 14 derniers trimestres. Différentes pistes peuvent être avancées pour tenter d'expliquer cet écart (Heyer, 2023[18]) :

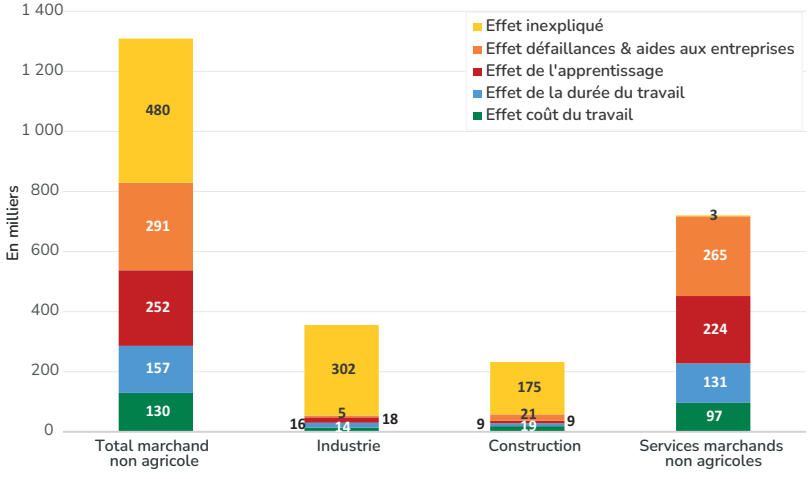
1. La première réside dans une durée du travail moyenne par salarié qui a tardé à retrouver le niveau qui prévalait avant la crise, réduisant de fait la productivité apparente des salariés ;
2. Le fort recours à l'apprentissage observé depuis 2019 est une deuxième piste envisageable ;
3. La troisième est liée aux nombreuses d'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 le nombre moindre de défaillances d'entreprises au cours des trois dernières années par rapport aux années précédentes ;
4. Enfin, la baisse du coût réel du travail à sa tendance est à même d'expliquer une partie des créations d'emplois.

Nous estimons que ces pistes expliqueraient deux tiers de la bonne tenue du marché du travail au cours de la période avec des différences sectorielles importantes puisque qu'elles expliquent la quasi-intégralité de l'effet dans le secteur de services marchands, un quart dans celui de la construction et à peine 15 % de celui de l'industrie (graphique 14). La baisse de la producti-

17. 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.
18. 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.

vité inexpliquée à ce stade, qui représente 480 000 salariés, dont 300 000 pour le seul secteur industriel, pourrait trouver son origine par exemple dans la mise en place du télétravail, dans la hausse du taux d'absentéisme ou du taux de rotation, la baisse du nombre de travailleurs détachés, la hausse du travail déclaré ou bien encore la rétention voulue de main-d'œuvre face aux difficultés de recrutement ou d'approvisionnement retardant certaines productions.

Graphique 14. **Les facteurs qui expliquent l'évolution de l'emploi salarié en France depuis 2019**



Insee, Banque de France, calcul OFCE.

Vers une fermeture partielle du cycle de productivité

La baisse des soutiens publics aux entreprises associée à la sortie du « quoi qu'il en coûte » et aux remboursements des Prêts garantis par l'État ainsi que le retour de la durée du travail à son niveau de 2019 devraient conduire à rattraper une partie des pertes de productivité observées. Associé à la baisse des emplois aidés (-20 000 en 2024), hors apprentis, et au tassement de la croissance, l'emploi salarié devrait se contracter à l'horizon de la fin 2024. Sur la base notamment des enquêtes de conjoncture menées dans l'industrie, les services et la construction, nous anticipons la destruction de 16 000 emplois au troisième trimestre 2023. L'emploi total diminuerait de -53 000 en glissement annuel en fin d'année 2024 (tableau 6), la baisse des emplois salariés étant compensée partiellement par la hausse des emplois non-salariés. Cet ajustement ne suffirait pas à refermer le cycle

de productivité qui tient compte de l'évolution historique de la tendance de productivité (+0,8 % par an). À l'horizon de notre prévision, seul un quart des pertes de productivité enregistrées depuis le début de la crise (par rapport à la tendance) serait ainsi rattrapé (graphique 15).

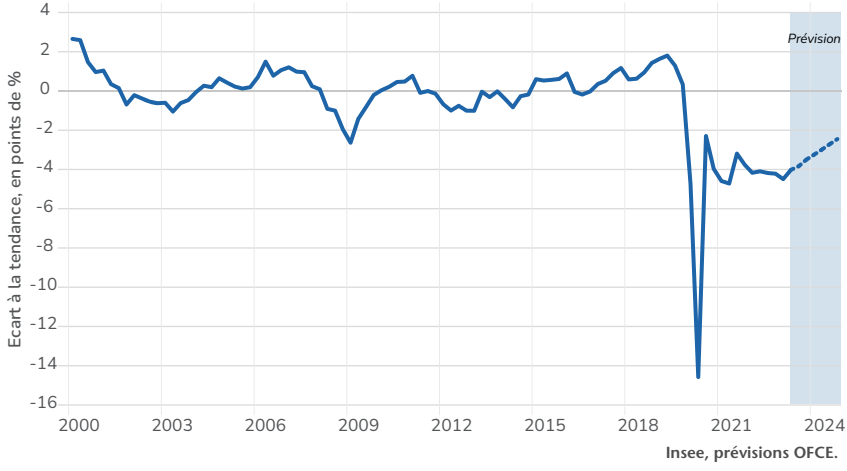
Tableau 6. **Évolution du marché du travail**

En milliers, en fin de période pour les données annuelles

Variation T/T-1	2023t1	2023t2	2023t3	2023t4	2022	2023	2024
Emploi salarié	**58**	**41**	**-16**	**-25**	**378**	**58**	**-73**
Marchand	47	40	-16	-25	382	46	-53
Non marchand	11	1	0	0	-4	12	-20
Emploi non salarié	**34**	**38**	**5**	**5**	**131**	**82**	**20**
Emploi total	**93**	**79**	**-11**	**-20**	**509**	**140**	**-53**
Variation en %	*-0,1*	*0,1*	*0,1*	*0,1*	*1,7*	*0,5*	*-0,2*
Taux de chômage*	**7,1**	**7,2**	**7,3**	**7,4**	**7,2**	**7,4**	**7,9**
Population active (en %)	**1,0**	**-0,5**	**0,0**	**0,0**	**-0,5**	**0,6**	**0,4**
dont réforme retraite						*0,2*	*0,4*

Insee, prévisions OFCE.
* En niveau.

Graphique 15. **Cycle de productivité apparente du travail**



Insee, prévisions OFCE.

Emplois aidés : les mains liées

L'objectif du million d'entrées annuelles en apprentissage risque d'enferme la politique de l'emploi dans une impasse. Le gouvernement s'interdisant de contrôler ce budget qui en est venu à dépasser 20 milliards d'euros, la recherche d'économies budgétaires s'est concentrée sur les emplois aidés hors apprentissage, un gisement de l'ordre de seulement 2,7 milliards d'euros, dont une bonne moitié est délicate à réduire car destinée à des publics fragiles dans des domaines politiquement très sensibles telle l'insertion par l'activité économique (IAE), ou la création de micro entreprises.

Ces contradictions n'ont pas pu être résolues : alors qu'une économie de 1 milliard d'euros était évoquée en marge du cadrage budgétaire, récemment ramenée à 800 puis 350 millions, le budget des emplois aidés est finalement stable, et il augmente même de 101 millions d'euros (3,8 %) hors apprentissage (tableau 7).

Les crédits à l'apprentissage qui figurent au budget du ministère du Travail sont en légère diminution (-126 millions d'euros, -1,5 %) car la baisse de l'aide unique entrée en vigueur au début 2023 joue en année pleine. Toutefois l'essentiel des moyens alloués à ce dispositif ne figure toujours pas dans les documents budgétaires de cette « Mission Travail et Emploi » : ni les exonérations générales de cotisations sociales inscrites au PLFSS n'isolent pas l'apprentissage (4,5 milliards d'euros en 2024), ni le budget de France Compétences qui devrait dégager un déficit d'environ 6 milliards d'euros sur 12 milliards de dépenses si l'objectif de 901 000 entrées en apprentissage en 2024 était atteint.

Tableau 7. **Crédits budgétaires des emplois aidés (2022-2024)**

	Niveau			Variation	
Millions d'euros	2022	2023	2024	2023	2024
Parcours Emploi Compétences	540	355	335	-184	-20
Contrat Initiative Emploi	320	92	64	-228	-29
Emplois Francs	112	161	104	49	-57
Insertion par l'Activité Économique	1 182	1 332	1 518	150	186
Aide à la Création et à la Reprise d'Entreprise	514	473	453	-41	-20
Contrat d'Apprentissage	9 971	8 226	8 100	-1745	-126
Contrat de Professionnalisation	100	232	273	132	41
Total	**12 740**	**10 872**	**10 847**	**-1 868**	**-26**

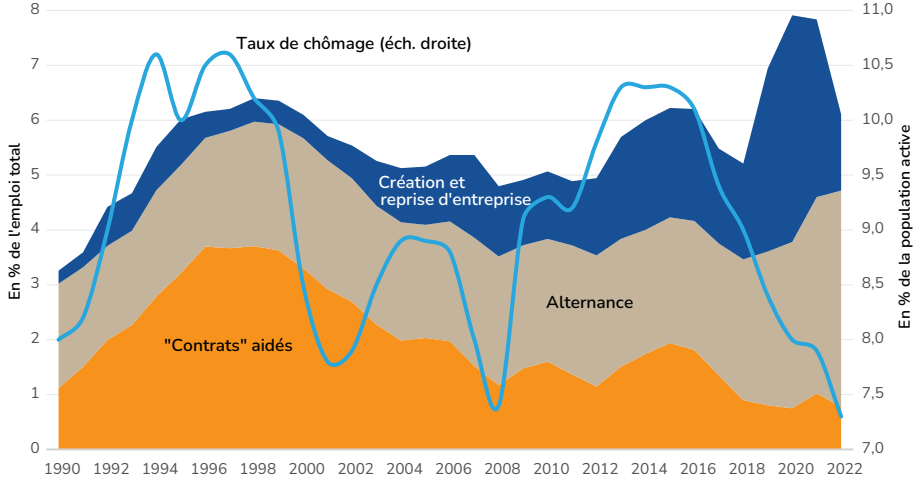
Mission Travail et Emploi du budget général, Loi de règlement (2022), Loi de finances Initiale (2023), Projet de loi de finances (2024).

Chômage faible, aides à l'emploi élevées : une conjonction atypique

Depuis 2019 les emplois aidés ont atteint des niveaux inédits, leur part grimpant jusqu'à près de 8 % de l'emploi total, au-delà du record historique de 1997 (graphique 16). Malgré un reflux en 2022 et 2023, leur niveau reste historiquement élevé, comparable à ceux atteints dans la première moitié de la décennie 2010. Pourtant la situation du marché du travail est profondément différente : le chômage n'a cessé de baisser au cours des années récentes jusqu'à atteindre 7,3 % en 2022 (et même 7,1 % au 1er trimestre 2023, enfonçant un record vieux de 40 ans), alors que dans les pics antérieurs d'emplois aidés il était au plus haut, au-delà de 10 %.

Or quand le chômage est faible, les créations d'emplois dynamiques et les difficultés de recrutement intenses, des subventions procycliques à l'emploi posent question. On pourrait évidemment considérer que la faible croissance cumulée depuis 2019 (1,7 point de PIB) n'étant pas susceptible d'expliquer les nombreux emplois créés, ces aides à l'emploi auraient en réalité apporté un soutien contracyclique à la création d'emplois. Quoi qu'il en soit, le chômage qui a continué de refluer en 2023, combiné à un resserrement des contraintes budgétaires pousse à la recherche d'économies, et donc à questionner le niveau élevé des emplois aidés.

Graphique 16. **Taux de chômage et part des emplois aidés dans l'emploi total (1990-2022)***



Insee (Enquête Emploi), calculs OFCE.

* Ces ensembles agrègent les dispositifs de même nature qui se sont succédés depuis 1990 ; pour les dernières années le poste « alternance » inclut les Contrats d'apprentissage et les Contrats de professionnalisation, les « Contrats aidés », les Parcours Emploi Compétences, les Contrats Initiative Emploi, et les Emplois Francs. Pour plus de détails voir Insee (2023) « Emploi chômage et revenus du travail », Insee Références.

Basculement structurel, et perte de maîtrise des aides à l'emploi

La structure des emplois aidés s'est profondément transformée au cours des années récentes : historiquement, l'essentiel des budgets allait vers des « contrats aidés » le plus souvent dans le secteur non-marchand, prioritairement destinés à des publics jeunes, peu qualifiés, à fort risque de chômage. Depuis 2020 l'importance prise par l'apprentissage fait désormais de ce dispositif la principale composante des emplois aidés ; ces contrats bénéficient pour l'essentiel à des étudiants préparant un diplôme de l'enseignement supérieur, qui n'ont pas de difficultés particulières d'insertion dans l'emploi.

Cette bascule induit également une montée en puissance des dispositifs dits « à guichet ouvert » (Aide à la création et à la reprise d'entreprise – ACRE, Apprentissage, etc.) qui bénéficient à tous ceux qui le demandent dès lors qu'ils vérifient les critères d'éligibilité ; les dispositifs dits à « guichet fermé » (Parcours Emploi Compétences – PEC, Contrat Initiative Emploi – CIE, etc.), contingentés dans un budget contraint, et donc bien maîtrisés par les pouvoirs publics, sont en revanche en fort recul. Ce recul est logiquement justifié par la bonne conjoncture du marché du travail, et la faible efficacité de ces dispositifs (dont les gouvernements s'accommodent lorsque le chômage est élevé faute de mieux pour les publics fragiles visés).

Dans le contexte inflationniste que nous vivons, il faut ajouter que les budgets votés sont nominaux, mais que le coût des dispositifs d'aides à l'emploi est le plus souvent indexé sur le SMIC, lui-même un peu plus dynamique que l'inflation. La hausse puis la persistance de l'inflation en 2023 n'avaient pas été anticipées en loi de finances : or dans ces conditions, les dispositifs dits « à guichet fermé » subissent une contrainte plus forte et ne peuvent accueillir le nombre de bénéficiaires prévu, alors qu'au contraire les dispositifs dits « à guichet ouvert » dérivent puisque d'une part le volume de bénéficiaires n'est pas contraint et que d'autre part les coûts unitaires augmentent.

Ces facteurs se conjuguent actuellement de manière fâcheuse, car les dispositifs à « guichet ouvert », qui bénéficient d'incitations financières extrêmement puissantes (notamment l'apprentissage) et ont donc des coûts unitaires très élevés, sont très demandés. Le gouvernement obtient assez logiquement des résultats spectaculaires, mais contrôle très mal les conséquences budgétaires de sa politique. Le Parlement a quant à lui d'autant plus de mal à réguler la dépense qu'il n'en a pas une vision claire ni complète dans la loi de finances.

Contraction des emplois aidés hors alternance en 2023

En 2023 les budgets hors alternance ont été réduits, passant de 2,67 milliards de crédits effectivement consommés en 2022 à 2,40 milliards d'euros (-270 millions, -10,2 %).

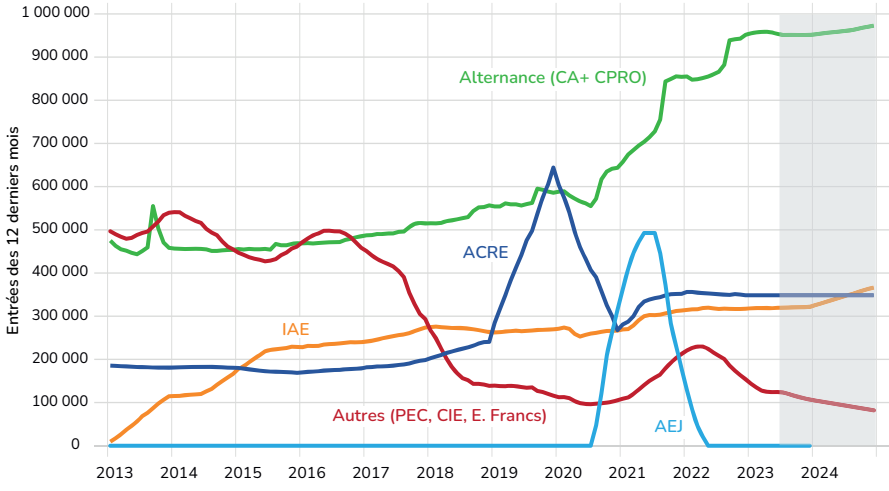
La baisse la plus notable concerne les trois dispositifs classiques de contrats aidés, PEC, CIE et Emplois francs : le budget de ces trois supports est passé de 972 millions en 2022 à 609 millions en 2023 (-363 millions -37 %). Les budgets de la loi de finances étaient calibrés pour 80 000 entrées PEC et 31 150 en CIE, soit une baisse totale de -12,8 % par rapport aux entrées observées en 2022. À fin juillet les cumuls d'entrées depuis le début d'année sont en baisse de -26,5 % pour les PEC et de -46,9 % pour les CIE, dans les deux cas en-deçà du plan de marche découlant de l'évolution des budgets. Dans ces conditions, les stocks de bénéficiaires diminueraient fortement, contribuant négativement à l'emploi à hauteur de -9 400 suppressions de postes en 2023. Le budget alloué aux emplois francs était, à l'opposé, en forte hausse pour 2023 (43 %) ; les données de suivi ne sont disponibles que pour le mois de janvier, et notre prévision table sur une stabilité du nombre de bénéficiaires, mais même dans l'hypothèse improbable où le nombre de bénéficiaires augmenterait dans ces proportions, l'impact sur l'emploi serait réduit en 2023 car de forts effets d'aubaine sont observés sur ce dispositif.

Les aides à l'Insertion par l'Activité Économique (IAE) ont été dotées d'un budget de 1,32 milliard d'euros en 2023, stable par rapport à la loi de finances 2022, mais en hausse sensible (134 millions, 11,3 %) par rapport aux dépenses effectivement constatées, indiquant une sous-consommation des crédits 2022. Au total on observerait une stabilisation du stock de bénéficiaires des différents dispositifs d'IAE (graphique 17), avec un effet minime sur l'emploi salarié.

L'ARCE est un dispositif de nature un peu différente des précédents, puisque consistant en une exonération de cotisations sociales à guichet ouvert. Le budget alloué en loi de finances 2023 était en baisse sensible (-42 millions, -8,0 %) mais il apparaît improbable que les entrées dans ce dispositif reculent, à fortiori que son coût diminue, notamment en raison de la croissance toujours soutenue des créations de micro-entreprises.

Dans la mesure où 80 % de cet ensemble de crédits concernent des dispositifs à guichet fermé, soit les entrées seront inférieures aux prévisions, soit les crédits de paiement déraperont au-delà des prévisions.

Graphique 17. **Entrées annuelles par types d'emploi aidé (2013-2024)**



Dares (PoEm), PLF 2024, prévision OFCE automne 2023, calculs de l'auteur. ACRE désigne l'Aide à la Création et à la Reprise d'Entreprise, AEJ l'aide à Emploi des Jeunes, IAE l'Insertion par l'Activité Économique.

Dans le premier cas la contribution de ces contrats aidés à l'emploi salarié serait plus négative que nos prévisions. Dans le second cas ces crédits alourdiraient le déficit budgétaire enregistré au printemps prochain dans la loi de règlement 2023.

L'alternance toujours en forte hausse en 2023

En contrepoint, les aides à l'apprentissage ont continué leur vive progression, même si les entrées en apprentissage donnent quelques signes de stabilisation (-1 % au cumul de janvier à juillet 2023). Il est cependant prématuré d'y voir l'influence de la réduction de l'aide « exceptionnelle » (redevenue aide « unique ») de 8 000 € à 6 000 € au début 2023 : d'une part, cette aide et ses critères d'octroi demeurant extrêmement généreux les incitations qui en découlent sont d'une intensité inhabituelle, donc difficiles à prévoir. D'autre part, environ les deux tiers des entrées en apprentissage ont habituellement lieu au cours des mois septembre et octobre pour lesquels les données ne seront disponibles qu'en fin d'année.

Le stock d'apprentis a continué d'augmenter (11,1 % en glissement annuel fin juillet), reflétant encore la dynamique des entrées de 2022. Cette hausse entraîne l'ensemble des aides associées à ce dispositif (exonérations fiscales et sociales, prise en charge des coûts de formation par France compétences) et, à n'en pas douter, très au-delà des

montants inscrits au budget du ministère du Travail. De plus, depuis 2020 les crédits votés en loi de finances initiale (LFI) ont été systématiquement et fortement sous-estimés. Par exemple, pour 2022, dernier budget dont l'exécution est connue, les crédits en LFI se montaient à 3,61 milliards pour 388 900 entrées prévues en 2022, mais ce sont finalement 9,97 milliards qui ont été dépensés dans le périmètre de la Mission Travail et Emploi pour 830 000 entrées en apprentissage. Cette sous-estimation s'explique par la dynamique des entrées, mais aussi celles des coûts unitaires en raison de la part croissante des apprentis de l'enseignement supérieur, dont les formations sont plus coûteuses et la rémunération plus élevée que la moyenne puisqu'ils sont plus âgés. Et ce montant de près de 10 milliards d'euros ne représentait que la moitié (47 %) des dépenses effectivement consacrées à l'apprentissage, l'essentiel des crédits figurant dans les comptes de France compétences (prise en charge des coûts de formation, 10 milliards d'euros en 2022 dont seulement 3,5 financés par la taxe d'apprentissage) ou au PLFSS (exonérations de cotisations, 3,6 milliards d'euros en 2022). Rétrospectivement il est également difficile de réconcilier les dépenses d'aide exceptionnelle qui ont progressé de seulement 4,7 % en 2022 alors que les entrées dans le dispositif augmentaient de 16,7 %.

Tous les moteurs qui ont porté l'apprentissage baissent de régime : la réserve démographique s'amenuise dans cette tranche d'âge, les embauches d'apprentis sont corrélées à l'emploi marchand qui ralentit, et les crédits budgétaires votés pour 2023 sont insuffisants par rapport aux crédits qui seraient nécessaires pour simplement maintenir le rythme actuel des entrées. En sens opposé, malgré la baisse de 25 % de l'aide unique au 1er janvier 2023, on ne peut exclure que celle-ci soit encore excessivement attractive, avec des critères d'éligibilité très larges, ce qui permettrait d'expliquer la stabilisation des entrées en apprentissage observée au cours des sept premiers mois de l'année 2023.

Ces indications contradictoires illustrent la difficulté de prévoir les entrées en apprentissage, que ce soit sur la base des crédits inscrits au PLF, ou en se fiant au nombre d'entrées annoncées, dont l'imprécision s'accroît aussi du fait qu'il s'agit d'un dispositif à « guichet ouvert ». Bénéficiant encore de la dynamique des entrées observée en 2022, le stock de bénéficiaires serait encore en légère hausse, avec à la clé la création d'environ 40 000 nouveaux emplois en 2023. Quoi qu'il en soit, ces résultats ne tendraient pas vers le million d'entrées en apprentissage en 2023, sauf à engendrer une impasse budgétaire très importante.

2024 : peu d'effets budgétaires sans revoir l'apprentissage

Finalement, le PLF 2024 ne propose pas la baisse attendue des crédits aux emplois aidés, mais une hausse de 101 millions (3,8 %). La cible également annoncée de 82 000 entrées en « contrats aidés » pour l'année 2024 concerne seulement l'ensemble PEC et CIE, soit une baisse de 26 % par rapport à la LFI 2023 et une économie de 49 millions d'euros (-11 %). Cette réduction minime serait pratiquement neutre en termes d'emplois (-1 300) avec une hausse pratiquement équivalente du chômage (+1 100). Il est à noter que les deux dispositifs deviennent moins généreux, car la durée des contrats est réduite de 10 %, avec un nombre d'heures hebdomadaire en baisse, les départements prennent en charge seulement 10 000 contrats (12 000 en 2023) ; la baisse du coût unitaire ainsi obtenue compense la hausse du SMIC sur la base duquel sont calculées les aides, ce qui permet de ne pas afficher une trop forte baisse des entrées.

L'objectif de 25 000 entrées en Emplois francs, stable par rapport à 2023, apparaît peu compatible avec la baisse de 35 % des crédits alloués à ce dispositif. S'agissant d'un dispositif à guichet fermé, le budget est contraignant, et les entrées devraient diminuer en conséquence : l'impact serait toutefois modéré sur l'emploi et le chômage (-3 100 emplois, 2 500 chômeurs) en raison des forts effets d'aubaines associés à ce dispositif.

Les budgets consacrés à l'IAE sont en nette augmentation : 186 millions d'euros (14 %), possiblement en raison de la sensibilité politique particulière de ce secteur dans le contexte inflationniste actuel : les effets sur l'emploi et le chômage seraient significatifs en 2024 (respectivement 12 300 et -9 800). Concernant l'ARCE, aucune modification du niveau ou de la durée d'exonération de cotisations (1 an) n'étant évoquée, la réduction des crédits est surprenante : on peut en effet penser que le nombre de bénéficiaires de ce dispositif à « guichet ouvert » continuerait d'augmenter, et que les exonérations dont ils bénéficient croîtraient à un rythme voisin de celui de l'ensemble des exonérations générales de cotisations sociales. Faute d'information récente sur les entrées, nous prévoyons une stabilité du stock de bénéficiaires, sans effet sur l'emploi, mais le coût budgétaire serait supérieur aux crédits prévus dans le PLF.

Du côté de l'alternance, aucune coupe budgétaire n'est annoncée pour 2024. Le cadrage budgétaire précise que « le budget du ministère du Travail continuera de financer la montée en charge de l'apprentis-

sage, dans le but d'atteindre un million d'entrées par an d'ici 2027 ». Mais à supposer que cet objectif soit atteint à réglementation constante, il engendrerait une dépense totale pour l'apprentissage proche de 30 milliards d'euros.

Pour 2024 le « coup de rabot » de 500 millions d'euros sur les niveaux de prise en charge des contrats d'apprentissage par France Compétences, n'engendre pas une baisse des dépenses significative, car la dynamique des dépenses consécutive au grand nombre de nouveaux contrats est puissante. Il permet simplement de réduire le transfert budgétaire (2,5 milliards d'euros) destiné à combler le déficit de France Compétences. Même si le budget prévisionnel de l'opérateur ne figure pas dans le périmètre de la Mission Travail et Emploi discutée au parlement dans le cadre de l'exercice budgétaire, on peut estimer que son déficit résiduel serait proche de 6 milliards d'euros en 2024, soit 50 % de ses dépenses. Le budget de 3,4 milliards d'euros attribué à l'aide unique aux employeurs d'apprentis est cette année compatible avec un nombre d'entrées compris entre 800 000 et 900 000 entrées ; l'effet en année pleine de la réduction de l'aide unique intervenue début 2023 explique qu'au total le budget apprentissage inclut dans le PLF est en légère baisse (-126 millions d'euros, -1,5 %).

Le budget 2024, qui ne consolide pas l'ensemble des dépenses d'apprentissage, conduit à sous-estimer les crédits nécessaires pour financer les entrées prévues. Pour notre prévision il faudrait donc soit retenir le nombre d'entrées prévues sachant qu'elles ne sont pas financées, soit retenir le budget prévu et réduire le nombre d'entrées. Cela s'ajoutant aux incertitudes déjà mentionnées pour établir la prévision de fin d'année 2023, nous retenons pour 2024 l'hypothèse technique d'un nombre d'entrées identique à 2022 et 2023 (829 000). Néanmoins, ce niveau d'entrées n'étant pas financé non plus, le déficit budgétaire apparaît sous-estimé d'environ 0,2 point de PIB. Dans ces conditions l'apprentissage aurait un impact neutre sur l'emploi.

À cela s'ajoute une hausse significative du budget dédié aux contrats de professionnalisation (41 millions, 17,6 %). Malgré cette hausse, en l'absence de changement des règles nous faisons l'hypothèse d'une dynamique stable des entrées, qui induirait une sous-consommation de ce budget. Le dispositif serait alors neutre sur la création d'emplois en dépit de la hausse des crédits.

Le chômage repart à la hausse

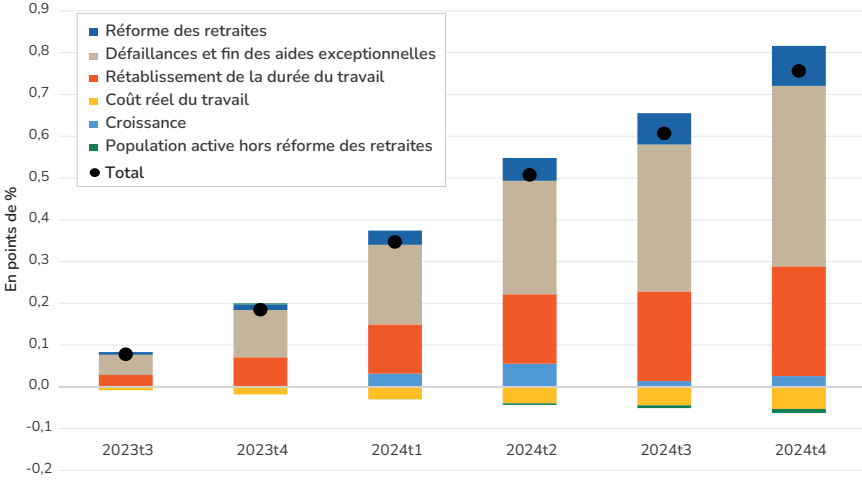
Au deuxième trimestre 2023, le nombre de chômeurs au sens du Bureau international du travail (BIT) a augmenté de 20 000 par rapport au trimestre précédent, à 2,21 millions de personnes et le taux de chômage s'est légèrement accru (+0,1 point), à 7,2 % de la population active.

Cette hausse devrait se poursuivre dans les trimestres à venir. Le taux de chômage atteindrait 7,4 % fin 2023 et 7,9 % à la fin de l'année 2024 soit proche de son niveau de mi-2021. Cette prévision intègre les nouvelles projections de population active de l'Insee faisant suite à l'entrée en vigueur de la réforme des retraites actant un décalage progressif de l'âge de départ et une hausse de la durée de cotisation. Ces nouvelles projections anticipent un accroissement de 0,6 % sur deux ans de la population active, soit une hausse de 177 000 du nombre d'actifs sur la période 2023-2024 par rapport aux projections précédant la réforme des retraites. Nous posons ici l'hypothèse que la répartition emploi/chômage de cette hausse de la population active est de 80 % vers l'emploi et de 20 % vers le chômage du fait de l'existence d'effets « horizon » entraînant une hausse du taux d'emploi des seniors, hypothèse cohérente avec les dernières simulations disponibles[19]. Le graphique 18 illustre les effets des différentes évolutions de variables ou de mesures sur le taux de chômage.

Ce scénario d'évolution de l'emploi et du chômage est soumis, à l'image du scénario macroéconomique, à des aléas importants. Les ajustements liés à la remontée de la durée du travail peuvent par exemple déjà avoir eu lieu. Autrement dit, alors que la durée du travail est déjà revenue dans le secteur marchand à son niveau de 2019, l'impact de cette remontée sur l'emploi, que nous estimons retardée, peut être d'ores et déjà réalisé. Dès lors, les effets négatifs de la hausse de la durée du travail que nous intégrons dans notre scénario (-85 000 emplois et +0,3 point de taux de chômage) viendraient à s'annuler. De même si, contrairement à notre scénario, la fin des aides aux entreprises ne se traduisait pas par une hausse significative du nombre de faillites, l'emploi croîtrait de 138 000 par rapport à notre scénario et le taux de chômage s'établirait fin 2024 à 7,5 %.

19. Voir DREES, *Les retraités et les retraites*, Édition 2023.

Graphique 18. **Contribution prévue des différents effets à la variation du taux de chômage entre la mi-2023 et la fin 2024**



Insee, Comptes nationaux trimestriels, prévisions OFCE.

A contrario, les entreprises pourraient rétablir plus rapidement que prévu leur productivité avec la fin du « quoi qu'il en coûte » et les remboursements à venir des PGE, ce qui se traduirait notamment par une hausse des défaillances d'entreprise. Dès lors, cela conduirait à 138 000 destructions d'emplois supplémentaires par rapport à notre scénario central et une hausse de 0,4 point du taux de chômage. Enfin, le report de l'âge légal de la retraite et l'augmentation significative du nombre d'actifs au cours des deux années à venir est à même de contribuer bien plus négativement sur le chômage que ce que nous inscrivons dans notre scénario. Ainsi, si 50 % de cette hausse de la population active venait à basculer dans le chômage (contre 20 % dans notre scénario central), le taux de chômage fin 2024 pourrait s'établir à 8,1 % (tableau 8).

Finalement, dans un scénario plus favorable (stabilité de la durée du travail et des faillites), le taux de chômage s'établirait à 7,2 % fin 2024. Dans un scénario plus sombre (hausse importante des faillites et effet plus négatif de la réforme des retraites sur l'emploi), celui-ci pourrait atteindre 8,5 %.

Tableau 8. **Variante sur l'emploi et le taux de chômage selon les aléas positifs ou négatifs**

		Effet emploi	Effet chômage
		(en milliers d'emplois) fin 2024	*(en points de taux de chômage) fin 2024*
Scénario plus favorable	Durée du travail stable	**85**	**-0,3**
	Nombre de faillites stable	**138**	**-0,4**
Scénario moins favorable	Compensation totale des faillites	**-138**	**0,4**
	Effet plus négatif de la réforme des retraites	**-47**	**0,2**

Prévisions OFCE.

6. Finances publiques : bientôt l'heure des comptes

Sur l'ensemble de la période 2020-2022, les mesures exceptionnelles prises par le gouvernement pour faire face à la crise Covid puis à celles de l'énergie, hors nouvelles mesures structurelles de baisse de la fiscalité (baisse des impôts sur la production, suppression de la contribution à l'audiovisuel public…), ont représenté un coût global pour les finances publiques de 9,3 % du PIB annuel sur trois ans (tableau 9). Les mesures liées à la crise Covid s'estompent fortement en 2023, leur coût budgétaire étant évalué à 0,5 point de PIB pour 2023 et 0,3 point en 2024 (contre plus de 3 points de PIB en 2020 et 2021, et encore 1,3 point de PIB en 2022).

Les mesures pour faire face au choc énergie et à l'inflation ont connu une forte montée en charge en 2022 et 2023 mais se réduiraient fortement en 2024 avec la suppression du bouclier tarifaire pour le gaz et la hausse de prix du tarif réglementé (TRV) de l'électricité. Les décisions budgétaires pour lutter contre la crise énergétique passent principalement par des mesures visant à amortir la hausse des prix, avec le bouclier tarifaire sur le gaz jusqu'à la mi-2023 pour le gaz et celui sur l'électricité jusqu'à la fin de l'année 2024, ou la remise carburant d'avril à décembre 2022 (pour un coût de près de 8 milliards). Le coût brut des boucliers tarifaires était de 25 milliards en 2022 et 27 milliards en 2023, dont plus de 80 % est attribuable au seul bouclier énergie lié à l'électricité. En 2024, le coût brut du bouclier électricité est évalué, selon le PLF 2024, à près de 12 milliards.

Les mesures d'aides directes aux ménages, que ce soit l'indemnité inflation de 100 euros pour 38 millions de personnes fin 2021 (3,8 milliards d'euros), les chèques énergie exceptionnels (0,5 milliard

d'euros fin 2021 et 1,8 milliard fin 2022), la revalorisation du barème kilométrique de 10 % pour l'imposition des revenus (0,4 milliard à partir de 2022) ou l'aide au fioul et au bois pour les ménages modestes (0,4 milliard), décroissent dans le temps. Elles s'estompent presque toutes en 2023, à l'exception de l'aide carburant de 100 euros aux dix millions de travailleurs les plus modestes (1 milliard) donnée cette année et reconduite en partie l'année prochaine (0,5 milliard). En revanche, les mesures à destination des entreprises sont montées 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 1,4 milliard en 2022 à 6,1 milliards en 2023, avant de se réduire à moins d'1 milliard en 2024. Le coût budgétaire net[20] des mesures énergie serait de 0,9 point de PIB en 2022, de 0,8 point de PIB en 2023 et de seulement 0,2 point de PIB en 2024.

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 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[21]. Concernant les mesures pour le pouvoir d'achat, il faut ajouter une prime exceptionnelle de rentrée de 1,1 milliard en 2022 mais qui ne sera pas renouvelée en 2023 et 2024.

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 nettement en 2023 et 2024, passant de 2,7 points de PIB en 2022 à 1,6 point en 2023 et 0,7 point en 2024. En 2024, ce coût serait près de 3 points de PIB inférieur à celui de 2021.

20. 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.

21. 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 et 1,5 % en juillet 2023 comme une mesure structurelle et non comme une mesure exceptionnelle.

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	3,0	2,5	0,6	0,1	0,0
Mesures de relance*	0,1	0,9	0,7	0,4	0,3
France 2030	0,0	0,0	0,2	0,2	0,1
Mesures énergie**	0,0	0,1	0,9	0,8	0,2
Mesures Pouvoir d'achat***	0,0	0,0	0,3	0,1	0,0
Total	**3,1**	**3,5**	**2,7**	**1,6**	**0,7**

Cour des comptes, PStab 2023-27, PLF 2024, 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.

En 2022, le déficit public a baissé pour atteindre 4,8 points de PIB (après 6,5 % du PIB en 2021), en raison principalement du fort dynamisme des recettes fiscales, en particulier la forte croissance des recettes d'impôt sur les bénéfices des entreprises (+31 %), de celles issues de l'impôt sur le revenu des ménages (+11 %), des recettes de TVA (+ 8 %) et des rentrées de cotisations sociales (+ 6,5 %). Avec une plus-value fiscale[22] de 1,4 point de PIB en raison de l'élasticité des recettes fiscales au PIB élevée (1,6), le déficit public a baissé de 1,7 point de PIB en 2022, malgré la hausse de charges d'intérêt de 0,5 point de PIB (tableau 9). Avec la forte élasticité et la croissance – bien que révisée à la baisse à 2,5 % en 2022, mais largement au-dessus de la croissance potentielle (1,2 %) –, le solde conjoncturel s'améliore de 2 points de PIB. Bien que de nouvelles mesures budgétaires d'ampleur aient été mises en place en 2022, l'ensemble du coût de celles-ci pour les finances publiques serait inférieur de 1,1 point de PIB à celui de 2021 en raison de l'extinction progressive des mesures d'urgence liées à la crise Covid. En revanche le déficit public primaire, hors mesures non pérennes et effet d'activité, se dégraderait de 0,4 point de PIB, principalement en raison des mesures visant à baisser la fiscalité (taxe d'habitation, baisse de l'IS, suppression de la contribution à l'audiovisuel public).

22. Une plus-value ou une moins-value fiscale est calculée ici sur la base de l'écart (en points de PIB) entre les recettes fiscales réalisées ou prévues et celles théoriques basées sur une élasticité unitaire des recettes fiscales au PIB.

En 2023, le déficit public ne baisserait pas malgré la réduction de 1,1 point de PIB des mesures budgétaires exceptionnelles et de la réduction des dépenses publiques primaires (hors mesures exceptionnelles). En effet le solde public conjoncturel se dégraderait de -1,3 point de PIB en raison d'une part du fort ralentissement de l'activité, inférieur à la croissance potentielle, et d'autre part des moindres values fiscales attendues avec une élasticité des recettes fiscales largement inférieure à l'unité (0,6)[23].

En 2024, le déficit public se stabiliserait à 4,8 % du PIB malgré la réduction continue des mesures budgétaires non pérennes (-0,9 point de PIB). Cela est lié d'une part à la hausse de la charge d'intérêt (+0,2 point) et au creusement du solde conjoncturel (-0,3 point de PIB avec une élasticité à 1) avec une croissance inférieure au potentiel (estimée à 1,4 % selon l'OFCE). Mais d'autre part cela est dû au creusement du déficit public primaire hors mesures exceptionnelles en raison d'une dépense publique dynamique tirée notamment par le calendrier des revalorisations de prestations et du coût élevé des aides à l'apprentissage.

Après une diminution en 2022 à 111,8 % du PIB (contre 112,9 % en 2021), la dette publique, au sens de Maastricht, continuerait de baisser pour atteindre 109,8 % du PIB en 2023. Cette baisse s'explique par un déficit attendu pour 2023 inférieur à celui qui stabilise la dette

Tableau 10. **Évolution des finances publiques**

En % du PIB	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Solde public (= a + b + c - d + e)	**-3,1**	**-9,0**	**-6,5**	**-4,8**	**-4,8**	**-4,8**
Solde public primaire hors mesures temporaires et effet d'activité (a)	-1,7	-2,4	-3,1	-3,5	-3,2	-3,5
Charges d'intérêt (d)	1,4	1,3	1,4	1,9	1,8	2,0
Mesures d'urgence / relance / énergie / inflation (b)		-3,1	-3,5	-2,7	-1,6	-0,7
Effet d'activité (y compris effet d'élasticité) (c)	0,0	-2,2	1,0	3,0	1,7	1,4
Fonds du plan de relance européen (e)			0,5	0,4	0,2	0,1
Dette publique	**97,4**	**114,6**	**112,9**	**111,8**	**109,8**	**110,8**

Cour des comptes, PStab 2023-27, PLF 2024, prévisions OFCE.

23. Cela s'explique notamment par la forte baisse attendue des recettes d'IS en 2023 par rapport à 2022 (-10,7 % selon le PLF 2024) en raison de la décélération du bénéfice fiscal en 2022 en contrecoup de la très forte hausse de 2021.

(égal à 7 % du PIB en 2023), en raison d'une croissance du PIB nominal élevée (6,3 %) due à l'inflation. En revanche, en 2024, malgré un déficit public stable, la dette publique repartirait à la hausse, à 110,8 % du PIB, le déficit stabilisant la dette se réduisant significativement (à 4,2 % du PIB) avec la baisse de la croissance nominale (3,8 %). La forte baisse de la dette publique sur la période 2020-2023 – conséquence de la forte croissance nominale bien que liée à des évolutions erratiques de l'économie en raison des crises successives – serait interrompue avec un retour à une situation de croissance modeste et de hausse des prix du PIB plus faible.

Encadré 7. **La dépense publique peine à retrouver sa trajectoire pré-Covid**

Selon le Rapport économique social et financier (RESF) associé au PLF 2024, la dépense publique en volume (déflatée par le prix du PIB) serait en recul au cours des années 2022 et 2023. Ces deux années consécutives de baisse en volume de la dépense publique ne reflètent pas une réduction significative du périmètre de l'action publique mais simplement l'affaissement progressif des mesures d'urgence décidées pendant la crise sanitaire puis pour faire face à la crise énergétique.

En dépit de la hausse récente de la charge d'intérêts (qui a atteint 1,9 point du PIB en 2022 alors qu'elle s'établissait à 1,5 point de PIB en 2019), le poids de la dépense publique dans le PIB en 2022 était 3 points supérieur à son niveau pré-Covid, s'expliquant en grande partie par le poids des mesures exceptionnelles (2,7 points de PIB). Si les projections du PLF 2024 se matérialisent, la dépense publique devrait revenir à son niveau pré-Covid seulement en 2025.

À moyen terme, avec la fin anticipée de l'ensemble des mesures exceptionnelles, le gouvernement prévoit de réaliser des ajustements structurels de la dépense publique pour la période 2025-2027 (0,3 point de PIB structurel en 2025, puis 0,5 point par an en 2026 et 2027). Malgré le maintien d'une telle pression sur la dépense publique et sous l'hypothèse d'un scénario de croissance durablement supérieure à la croissance potentielle, en points de PIB, celle-ci ne fera que retrouver le niveau qui était anticipé pour l'année 2020 lors de la publication du Programme de Stabilité en avril 2019, soit avant la crise Covid (tableau 11). Cette évolution ne doit pas masquer qu'une part de la forte inertie de la dépense publique s'explique par la perspective d'une hausse de la charge d'intérêts liée à la fois avec la hausse de la dette publique (+14 points de PIB entre 2019 et 2022) comme des taux

d'intérêt souverains. Selon les perspectives publiées dans le PLF 2024, la dépense publique primaire devrait retrouver en 2024 son niveau de 2019, soit avant le déclenchement de la crise sanitaire et des chocs inflationnistes observés depuis 2021.

Tableau 11. **Projections de dépenses publiques dans les documents budgétaires**

	Dépense publique (en points de PIB)								
	2019	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**
Pstab 2019	55,5	54,3	53,6	53,0					
PLF 2020	55,6	54,4							
Pstab 2020	55,6	61,9							
PLF 2021	55,6	63,6	59,2						
Pstab 2022			59,0	57,9	56,1	55,7			
PLF 2023			59,0	58,2	57,2				
Pstab 2023				58,1	56,6	55,7			
PLF 2024				58,3	56,5	55,9	55,6	55,0	54,4
Réalisation	**55,4**	**61,3**	**59,1**	**58,2**					

Projets de loi de finances 2024 et Programmes de Stabilité de 2019 à 2024, Comptabilité nationale (Insee)

I. Résumé des prévisions pour l'économie française

Moyenne annuelle, en %

	2022	2023	2024
En % de variation aux prix chaînés :			
PIB	2,5	0,9	0,8
Importations	8,8	0,3	1,8
Dépenses de consommation des ménages	2,1	-0,1	1,4
FBCF totale, dont :	2,3	0,9	-1,7
Sociétés non-financières	3,8	3,1	-1,1
Ménages	-1,2	-5,8	-5,7
Administrations publiques	1,5	2,1	1,0
Exportations	7,4	2,1	2,7
Contribution des stocks à la croissance, *en %*	0,8	-0,1	0,1
Demande intérieure hors stocks	3,1	0,3	0,6
Compte des ménages, en termes réels %			
Revenu disponible	5,1	7,7	4,1
Taux d'épargne, *en % du RDB*	17,5	18,5	18,1
Déflateur de la consommation			
En glissement %	6,6	5,3	2,4
En moyenne %	4,9	6,4	3,2
Compte des sociétés non-financières, en %			
Taux de marge	31,7	32,4	32,6
Taux d'investissement	25,9	25,7	25,1
Compte des administrations			
Solde public au sens de Maastricht, *% du PIB*	-4,8	-4,8	-4,8
Dette public au sens de Maastricht, *% du PIB*	111,8	109,8	110,8
Emploi salarié, en moyenne annuelle, *en %*	2,6	1,1	-0,1
Chômage BIT, *en millions, en fin d'année*	2,24	2,22	2,36
Taux de chômage BIT moyen, *en %*	7,3	7,2	7,7
Taux de change $/€	1,06	1,09	1,15
Prix du pétrole Brent, en $	95,3	84,8	90,0

INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE *e-mod.fr* 2023-2024, octobre 2023.

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

	Taux de croissance trimestriels en %								Taux de croissance annuels en %			
	2023				2024				2021	2022	2023	2024
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	**0,1**	**0,5**	**0,1**	**0,2**	**0,1**	**0,2**	**0,4**	**0,2**	**6,4**	**2,5**	**0,9**	**0,8**
Importations	-2,5	1,6	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,5	9,1	8,8	0,3	1,8
Dépenses de consommation des ménages	0,1	-0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	5,1	2,1	-0,1	1,4
Dépenses de conso; des administrations	-0,3	0,4	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	6,5	2,5	0,6	0,8
FBCF totale, *dont :*	-0,3	-0,1	-0,2	-0,6	-0,6	-0,5	-0,3	-0,2	10,2	2,3	0,9	-1,7
sociétés non financières	0,0	0,5	0,2	-0,3	-0,5	-0,5	-0,3	-0,2	9,8	3,8	3,1	-1,1
sociétés financières	0,5	0,5	0,2	-0,3	-0,5	-0,5	-0,3	-0,2	19,4	6,0	2,8	-1,1
ménages	-1,5	-2,3	-1,9	-1,5	-2,0	-1,9	-1,8	-1,9	15,4	-1,2	-5,8	-5,7
administrations publiques	0,2	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	2,3	1,5	2,1	1,0
ISBLSM	-0,3	0,0	0,2	-0,3	-0,5	-0,5	-0,3	-0,2	1,5	0,6	-2,6	-6,8
Exportations	-1,7	2,7	0,0	0,7	0,5	0,4	1,2	0,5	10,7	7,4	2,1	2,7
Contribution :												
demande intérieure hors stocks	-0,1	-0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	6,8	2,4	0,4	0,5
variations de stocks	-0,3	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	0,8	-0,1	0,1
solde extérieur	0,4	0,3	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,2	0,0	0,1	-0,7	0,6	0,2

INSEE, comptes trimestriels, prévision OFCE *e-mod.fr* 2023-2024, octobre 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	1,1	1,8	1,7	1,8	2,0	1,4	0,6	1,2	0,8	0,7	0,4	0,6	1,5	4,9	6,4	3,2
Salaire horaire moyen brut	1,2	1,1	1,7	1,6	1,1	0,9	1,0	1,4	0,8	0,8	0,8	1,0	5,0	5,6	4,9	3,9

INSEE, comptes trimestriels, prévision OFCE *e-mod.fr* 2023-2024, octobre 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)	1,8	0,3	4,7	-1,3	-2.5	1,6	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,5	9,1	8,8	0,3	1,8
Demande interne (1)	0,0	0,8	1,0	-0,5	-0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	6,0	3,1	0,3	0,6
Exportations en volume (1)	1,7	-1,1	3,0	0,6	-1,7	2,7	0,0	0,7	0,5	0,4	1,2	0,5	10,7	7,4	2,1	2,7
Demande mondiale	1,3	1,3	0,7	1,3	-0,4	-0,6	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	9,5	5,9	1,0	1,6

INSEE, comptes trimestriels, prévision OFCE *e-mod.fr* 2023-2024, octobre 2023.
(1) Aux prix chaînés de l'année précédente.

UNE ANALYSE DE L'INFLATION DE LA ZONE EURO À TRAVERS SES COMPOSANTES CYCLIQUES ET ACYCLIQUES

Christophe Blot
Sciences Po, OFCE

Albin Salmon
Université Paris Nanterre

L'Europe a connu une résurgence de l'inflation à la suite du déclenchement du conflit entre l'Ukraine et la Russie. Cette accélération de la hausse des prix, menée par la dynamique des prix de l'énergie, a entraîné de fortes réactions des autorités politiques et monétaires. Ce retour de l'inflation en zone euro a été suivi d'une forte hausse des taux fixés par la Banque centrale européenne. Ces interventions ont notamment soulevé un certain nombre d'interrogations quant à la conduite de la politique monétaire. L'une d'elles portant notamment sur la pertinence des indicateurs d'inflation suivis par la BCE. Cette étude vise à développer un nouvel indicateur d'inflation, basé sur la décomposition de l'indice des prix harmonisés dans la zone euro entre ses composantes cycliques et acycliques, puis à comparer les principaux indicateurs suivis par la BCE à l'indicateur nouvellement créé. Cet indice d'inflation *SuperCore* nous permet ainsi de mener une analyse plus fine de la dynamique de l'inflation depuis la création de la monnaie commune. Nous montrons donc qu'un tel indicateur s'avérerait utile aux banques centrales, non seulement par le suivi de sa dynamique mais aussi de par sa constitution. Enfin nous évaluons le pouvoir prédictif de l'indice *SuperCore*.

Mots clés : inflation, zone euro.

L'inflation mesurée par les instituts statistiques nationaux s'appuie sur l'analyse des variations d'un ensemble de prix des biens et services représentatifs de la consommation les ménages. De fait, ce panier inclut un large ensemble de produits dont la dynamique peut résulter de différents facteurs. Il est par exemple courant de distinguer les évolutions des prix alimentaires et de l'énergie de celle des autres biens et services. En effet, les indices des prix de l'énergie et des prix alimentaires dépendent directement des prix des matières premières. Cette distinction est importante pour les banques centrales qui sont en charge de la stabilité des prix puisque leurs décisions n'auront pas les mêmes effets sur les différents prix. Une baisse ou une hausse du taux d'intérêt de la BCE ne devrait effectivement pas influencer les prix du pétrole, du gaz ou du blé qui sont déterminés sur des marchés mondiaux en fonction de l'offre et de la demande mondiales[1]. Ces prix de marché sont par ailleurs caractérisés par une volatilité de court terme qui se répercute sur les composantes énergie et alimentaire des indices de prix, ce qui peut brouiller le diagnostic sur l'inflation. Comme les décisions de politique monétaire se transmettent avec un certain délai, il n'est généralement pas optimal pour les banques centrales de réagir à des chocs transitoires de cette nature. C'est pourquoi, même si l'objectif des banques centrales est déterminé en référence à l'inflation totale, il est utile d'affiner l'analyse à l'aune d'autres indicateurs de l'évolution des prix[2].

Ainsi, l'inflation hors énergie, alimentation, alcool et tabac (inflation *core*) est régulièrement scrutée par les économistes pour juger des éventuelles pressions inflationnistes ou désinflationnistes. D'autres mesures consistent à exclure non pas systématiquement les mêmes sous-composantes mais une certaine masse des sous-composantes de l'indice qui, au cours du mois, affichent la volatilité la plus élevée[3]. L'inflation

1. Lors de la conférence de presse du 8 septembre 2022, Christine Lagarde déclarait que la BCE n'était pas en mesure de faire baisser les prix de l'énergie.

2. On notera également que même lorsque l'on considère les mesures d'inflation totale, il existe différents types d'indicateurs tels que les indices de prix à la consommation ou le déflateur de la consommation. Ces indicateurs se distinguent par leur méthode de calcul, le poids associé aux différents prix, le champ couvert par les indices (dépenses de consommation des ménages ou dépenses de consommation des ménages et des ISBLSM, institutions sans but lucratif au service des ménages) ou encore le traitement des effets saisonniers (Voir ici). Dans certains pays européens, on distingue également l'IPC de l'IPCH, ce dernier étant un indice harmonisé calculé pour tous les pays de l'Union européenne (voir ici pour une explication des différences entre les deux indices).

3. Ces indicateurs sont qualifiés de *trimmed-mean* inflation. Ils se distinguent notamment de l'inflation *core* car les composantes exclues de l'indice sont différentes à chaque période. Voir Dolmas et Koenig (2019) ou Lalliard et Robert (2022).

médiane offre également une autre vision sur la dynamique des prix en prenant comme référence le niveau de l'inflation tel que la moitié des composantes de l'indice augmente à un taux plus élevé. Comme pour le calcul de l'inflation *core,* l'objectif est de mieux identifier les composantes dont la dynamique pourrait traduire une hausse persistante du niveau général des prix plutôt qu'une variation de prix relatifs. Une autre approche consiste à distinguer les composantes cycliques de l'inflation des composantes acycliques. En effet, les économistes supposent généralement que l'inflation dépend de la situation macroéconomique et qu'un excès de demande se traduit par une hausse des prix. De même que certaines composantes seront plus sensibles au prix de l'énergie, l'effet du cycle sur l'inflation n'est pas homogène. Ce type d'indicateur est donc supposé capter la partie de l'inflation sur laquelle la politique monétaire devrait avoir plus d'impact[4].

Dans cet article, nous proposons une décomposition de l'indice des prix harmonisé de la zone euro entre ses composantes procycliques ? dont l'inflation augmente en phase haute du cycle économique ? et acycliques. Pour ce faire, nous utilisons la méthode proposée par Mahedy et Shapiro (2017) et estimons des courbes de Phillips pour les composantes de l'inflation hors produits alimentaires, boissons et énergie[5]. Ces estimations nous permettent d'identifier les produits dont les prix augmentent plus vite lorsque le chômage diminue. Ces composantes sont ensuite agrégées afin de construire un indice de prix regroupant uniquement les composantes cycliques – *Super-Core* – et un indice regroupant les composantes acycliques[6].

Une telle décomposition permet d'enrichir l'analyse de la dynamique de l'inflation en apportant un éclairage sur l'évolution de l'inflation, notamment après 2009. En effet, de nombreux travaux ont pointé soit une désinflation manquante lors des creux conjoncturels, soit une inflation manquante dans les phases de reprise[7]. La pertinence de ces indicateurs est également évaluée à l'aune de leur capacité à

4. Une alternative est de décomposer l'inflation entre une composante domestique et une composante globale. Voir Blot *et al.* (2016) par exemple.

5. Voir également Lian et Freitag (2022) ou Stock et Watson (2020) pour des approches similaires.

6. L'indicateur regroupant les composantes cycliques est aussi qualifié de *super-core* (voir Ehrmann *et al.*, 2018 par exemple).

7. Coibion et Gorodnichenko (2015) montrent effectivement que relativement à l'ampleur de la récession de 2008-2009, on aurait dû observer une baisse de l'inflation américaine plus importante. Inversement, la croissance économique plus solide entre 2015 et 2019 ne s'est pas matérialisée par un rebond de l'inflation. Voir également Hubert et Le Moigne (2018) et Mazumder (2018) pour une analyse concernant la zone euro.

refléter les pressions inflationnistes futures. À cette fin, nous évaluons le pouvoir prédictif des composantes cycliques et acycliques que nous comparons à celui de l'inflation totale et de l'inflation *core* standard ou bien de l'inflation médiane.

Cette analyse s'inscrit également dans le débat sur la pertinence de la courbe de Phillips comme outil d'analyse de l'inflation. En effet, de nombreuses analyses suggèrent un affaissement du lien entre l'inflation et le chômage qui se traduirait par un aplatissement, voire une disparition de la courbe de Phillips[8]. En décomposant l'inflation selon ses composantes procycliques ou acycliques, il est possible de voir si l'aplatissement de la courbe de Phillips pourrait résulter d'une baisse du poids des composantes procycliques au cours du temps ou bien d'une dynamique particulière des composantes acycliques au cours des dernières années.

Nos résultats montrent que le poids des composantes procycliques dans l'inflation totale identifiées sur la base d'une décomposition en 38 produits serait au mieux légèrement inférieur de 50 %. Des estimations de la relation de Phillips à partir de l'indicateur ainsi construit permettent de déterminer la pente de la courbe et de montrer que l'effet du chômage sur cet indicateur d'inflation ne semble pas avoir été fortement réduit après 2009. La distinction entre l'inflation des composantes procycliques et celle des composantes acycliques indiquent par ailleurs que la persistance d'une faible inflation après 2012 s'explique en partie par la baisse de la contribution de l'inflation *Super-Core*. Enfin, l'analyse du pouvoir prédictif de l'inflation *Super-Core* s'améliore à des horizons plus longs et domine celui des autres indicateurs d'inflation, notamment l'inflation *Core* ou l'inflation médiane.

1. Identification des composantes cycliques et acycliques de l'inflation

1.1. Estimation de courbes de Phillips désagragées

L'identification des composantes procycliques et acycliques de l'inflation dans la zone euro suppose de sélectionner les prix des biens et services inclus dans l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) qui sont corrélés à un indicateur d'activité, et plus précisément

8. Voir Mazumder (2018) ou Hooper, Mishkin, et Sufi (2020).

ceux pour lesquels l'inflation augmente lorsque la situation conjoncturelle s'améliore. Les autres composantes sont dites acycliques[9]. À cette fin, nous estimons des courbes de Phillips désagrégées pour l'ensemble des taux d'inflation qui composent l'indice pour un niveau de désagrégation donné.

L'analyse par une courbe de Phillips suppose que l'inflation dépend de trois facteurs : un indicateur de tensions sur la demande (*slack*), une variable mesurant les chocs d'offre ou de prix relatifs et une variable captant l'inertie de l'inflation ou l'effet des anticipations, soit[10]:

$$\pi_{t,k} = \rho_k(L).\,\pi_{L,k} + \beta_k.\,\tilde{U}_t + \gamma_k.\,z_t \qquad (1)$$

où $\pi_{t,k}$ représente l'inflation de la zone euro à la date (t) pour le bien (k) et $\pi_{L,k}$ capte l'inertie de la dynamique de l'inflation. La littérature sur la courbe de Phillips s'appuie parfois sur une formulation *backward-looking* de la courbe de Phillips dans laquelle l'inflation courante est inerte et dépend donc de l'inflation passée $\pi_{t,-1}$ et non des anticipations d'inflation. Une alternative suppose que l'inflation dépend des anticipations d'inflation des agents. On parle alors de courbe de Philipps *forward-looking*[11]. $\tilde{U}_t$ mesure les tensions sur la demande (marché des biens et/ou du travail) et z_t capte l'effet des prix relatifs des biens importés[12].

L'indice d'inflation de la zone euro peut être décomposé en différentes composantes. Nous retenons ici le niveau 3-digit de la nomenclature COICOP (*Classification of Individual Consumption by Purpose*) qui regroupe 38 biens et services. Les estimations de l'équation 1 sont cependant faites sur l'ensemble des composantes hors-énergie et alimentaire, soit 33 produits. Nous excluons donc les indices CP011, CP012, CP021 et CP022 représentant les prix des biens alimentaires, des boissons non-alcoolisées et alcoolisées ainsi que les

9. Ces composantes « acycliques » regroupent de fait également les composantes pour lesquelles l'inflation pourrait diminuer lorsque la situation conjoncturelle s'améliore.

10. Voir Gordon (2010) ou Coibion, Gorodnichenko et Kamdar (2018) pour une discussion plus générale sur la formation des anticipations d'inflation et la courbe de Phillips. Notre analyse revient à supposer que $\pi_{t,k} = \mathbb{E}(\pi_{t+1,k})$.

11. Il est possible également de considérer une formulation hybride où l'inflation courante dépend des anticipations d'inflation mais fait également preuve d'inertie. En pratique, ces distinctions s'avèrent souvent peu pertinentes puisqu'il est fréquent de considérer que l'inflation passée est une bonne approximation des anticipations d'inflation (voir Ball et Mazumder (2018) par exemple).

12. Les tensions sur la demande sont mesurées pour l'ensemble de l'économie et non avec un indicateur conjoncturel. Ce choix répond d'une part à l'objectif de capter la réponse de l'inflation des divers produits au cycle économique de l'ensemble de l'économie ; d'autre part, il n'y a pas d'équivalence parfaite entre des indicateurs d'activité sectoriels et les biens et services de l'IPCH.

prix du tabac. Pour l'énergie, nous excluons la composante CP045 (Électricité, gaz et autres combustibles). L'indice énergie inclut également une partie de la composante CP072[13]. L'équation est donc estimée sur la composante CP072 (Utilisation de véhicules personnels) ajustée du poste CP0722. L'ensemble des indices énergie et produits alimentaires, boissons, tabac représentent respectivement 10,3 % et 20 % de l'IPCH (Indice des prix à la consommation harmonisé)[14]. Par conséquent, les indices distinguant les composantes cycliques et acycliques représentent moins de 70 % de l'IPCH.

Au-delà de la nature *backward* ou *forward-looking* de la courbe de Phillips, de nombreuses spécifications économétriques de la courbe de Phillips ont été proposées dans la littérature et l'objectif ici n'est pas de comparer l'ensemble des spécifications possibles[15]. Nous estimons donc une équation identique pour les différentes composantes de l'indice. Néanmoins, afin de tenir compte d'une éventuelle sensibilité des paramètres, nous retenons quatre modèles principaux à partir desquels nous calculons quatre indices regroupant les composantes cycliques (*SuperCore1*, *SuperCore2*, *SuperCore3* et *SuperCore4*) et quatre indices regroupant les autres composantes (*Acyc1*, *Acyc2*, *Acyc3* et *Acyc4*). Ces modèles se distinguent selon la mesure de l'écart d'activité et par la prise en compte de non-linéarités dans la relation entre l'écart d'activité et l'inflation. On retient d'abord deux spécifications de la courbe de Phillips dans laquelle l'écart de demande est mesuré par l'écart de chômage, c'est-à-dire la différence entre le taux de chômage – calculé par Eurostat – et le taux de chômage d'équilibre de long terme ou NAIRU (*Non-accelerating inflation rate of unemployment*). Pour chaque spécification, la structure de retard de l'inflation est mesurée par une moyenne mobile sur 12 mois de l'inflation du bien considéré, soit[16] :

$$\pi_{L,k} = \frac{1}{12}\left(\pi_{t-1,k} + \pi_{t-2,k} + \ldots + \pi_{t-12,k}\right) \quad (2)$$

L'équation 3 ci-dessous est estimée pour chaque bien ou service (k) sur données mensuelles entre janvier 2000 et octobre 2023 en utilisant

13. Il s'agit de la composante CP0722 (Carburants et lubrifiants pour véhicules personnels).
14. Le tableau en annexe rappelle le poids des différentes composantes de l'indice au niveau 3-digit.
15. Bobeica et Sokol (2019) estiment 550 versions différentes de la courbe de Phillips selon la mesure des anticipations d'inflation, les indicateurs de cycle économique, les variables de contrôle des chocs d'offre et la forme fonctionnelle de l'équation.
16. Une hypothèse similaire est faite par Mazumder (2018).

l'estimateur Newey-West pour tenir compte de l'autocorrélation des résidus d'ordre 12[17] :

$$\pi_{t,k} = \rho_k . \pi_{L,k} + \beta_k . \widetilde{U}_t + \sum \gamma_{k,t-p} . tcen_{t-p} + \epsilon_{t,k} \quad (3)$$

où $\pi_{L,k}$ est donné par l'équation 2.

La variable $\widetilde{U}_t$ mesure l'écart du chômage à sa tendance, estimée soit par un filtre Hodrick-Prescott, soit par un filtre Christiano-Fitzgerald. La distinction entre les deux méthodes de filtre permet notamment de générer deux profils assez différents de la tendance du chômage. La tendance issue du filtrage standard par la méthode Hodrick-Prescott (HP) affiche une plus grande sensibilité au cycle tandis que nous paramétrons le filtre Christiano-Fitzgerald (CF) de telle sorte que le chômage de long terme soit plus inerte. Cette différence peut s'interpréter comme deux mesures alternatives du NAIRU : une de court terme (filtre HP) et l'autre de long terme (filtre CF). *tcen* désigne le taux de change effectif nominal de la zone euro, calculé par la BCE vis-à-vis de 41 partenaires commerciaux. Les deux estimations sont représentées par le graphique A1 en annexe. Partant de cette estimation, une composante est dite cyclique si l'inflation diminue lorsque le taux de chômage augmente relativement à sa tendance. Les effets de prix relatifs sont mesurés par le taux de change effectif nominal de l'euro calculé par la BCE sur la base des taux de change bilatéraux de 41 pays partenaires[18]. Les indices *Super-Core1* et *Super-Core2* sont calculés à partir de l'estimation de l'équation 3 dans laquelle le NAIRU est issu respectivement d'un filtre CF et d'un filtre HP.

De nombreux travaux ont récemment rappelé le caractère non-linéaire de la relation entre le chômage et l'inflation. En effet, la période de faible inflation observée dans la zone euro comme aux États-Unis à partir des années 1990 et jusqu'en 2021 coïncide avec des tensions généralement modérées sur le marché du travail. Il peut donc être pertinent d'estimer une relation qui tient compte du niveau des tensions et pouvant donc induire une réponse de l'inflation qui s'accentue pour un niveau de chômage plus faible[19]. Pour capter ces

17. Le début de la période d'estimation dépend de la disponibilité de la série de taux de chômage. Pour les composantes CP061 et CP062 les données sont disponibles depuis décembre 2000. Celles de la composante CP063 le sont à partir de décembre 2001.

18. Nous analysons ensuite la robustesse des résultats en tenant compte des éventuels effets des prix de l'énergie sur les autres composantes de l'indice. Dans ce cas, on intègre le glissement annuel du prix du pétrole et de la composante gaz de l'indice (CP0452) dans l'équation 3.

19. Voir Doser *et al.* (2023) ou Hooper, Mishkin et Sufi (2020) pour une anlyse plus précise sur les nonlinéarités de la courbe de Phillips et sur les différentes spécifications permettant d'en tenir compte.

non-linéarités potentielles, nous estimons la forme quadratique suivante :

$$\pi_{t,k} = \rho_k . \pi_{L,k} + \beta_k^1 . U_t + \beta_k^2 . U_t^2 + \sum \gamma_{k,t-p} . tcen_{t-p} + \epsilon_{t,k} \qquad (4)$$

L'équation 4 conduit à estimer l'effet du taux de chômage en niveau plutôt que l'écart du taux de chômage, ce qui revient donc à supposer que le taux de chômage de long terme est constant[20]. On en déduit alors l'indicateur *Super-Core3*. Enfin, un indicateur (*Super-Core4*) est également calculé avec un indicateur de demande mesuré par un écart d'activité calculé à partir de l'indice de production industrielle, soit :

$$\pi_{t,k} = \rho_k . \pi_{L,k} + \beta_k . \tilde{y}_t + \sum \gamma_{k,t-p} . tcen_{t-p} + \epsilon_{t,k} \qquad (5)$$

où $\tilde{y}_t$ est l'écart entre l'indice de la production industrielle en zone euro et sa tendance estimée par un filtre Christiano-Fitzgerald.

Pour chaque modèle, une composante est incluse dans l'indice si et seulement si le paramètre β_k est significativement négatif au seuil de 10 %[21]. L'inflation – notée *Super-Core* – incluant uniquement les composantes procycliques s'écrit alors :

$$Super - Core_t^j = \sum \omega_k^{cyc} . \pi_{t,k}, j = 1, \ldots, 4. \qquad (6)$$

avec

$$\omega_t^{cyc} = \frac{\omega_k}{\sum \omega_k} \; pour \; \beta_k < 0$$

et significatif au seuil de 10 %, ω_k représente le poids de la composante k dans l'IPCH.

De la même façon, on notera *Acyc*, les indicateurs calculés à partir de l'ensemble des composantes acycliques, soit :

$$Acyc_t^j = \sum \omega_k^{acyc} . \pi_{t,k}, j = 1, \ldots, 4. \qquad (7)$$

avec

$$\omega_t^{acyc} = \frac{\omega_k}{\sum \omega_k} \; pour \; \beta_k \geq 0$$

20. La finalité ici n'est pas de rechercher la meilleure forme de non-linéarité mais d'identifier des composantes cycliques à partir de la spécification la plus simple.

21. Les résultats des différentes estimations ne sont pas reproduits mais sont disponibles auprès des auteurs. Notons que l'objectif n'est pas de déterminer la meilleure estimation possible pour chaque bien de l'indice mais de sélectionner, à partir d'une équation identique, l'ensemble des composantes qui réagissent au cycle, c'est-à-dire celles pour lesquelles l'inflation augmente lorsque la conjoncture devient plus favorable ou ici, celles pour lesquelles l'inflation baisse lorsque le chômage augmente relativement à sa tendance.

1.2. **Le poids des composantes cycliques**

Le tableau 1 résume le poids de l'ensemble des composantes procycliques pour chaque indicateur sur la base de leur poids de l'année 2023. L'indice *Super-Core1* conduit à identifier 21 composantes procycliques (sur 33) pour un poids total de 47 % tandis que 20 composantes cycliques sont sélectionnées dans l'indice *Super-Core3* qui représente 47,6 % de l'indice total[22]. Dix composantes sont identifiées comme procycliques pour les 4 indicateurs tandis que 16 composantes sont sélectionnées dans au moins trois indices[23].

Tableau 1. **Poids des composantes cycliques**

	Super-Core1	Super-Core2	Super-Core3	Super-Core4
Méthode	Linéaire – filtre CF	Linéaire - filtre HP	Non-linéaire	Linéaire – IPI
Poids (en %)	47,0	37,1	47,6	41,4
Nbre de composantes (/33)	21	19	20	20

Les estimations de ces quatre versions de l'indicateur suggèrent donc une sensibilité de l'identification des composantes procycliques selon la spécification retenue même s'il y a peu de différences concernant le nombre de composantes identifiées comme cycliques. Des variantes complémentaires confirment ce constat. Sur la base de la spécification permettant de calculer l'indicateur *Super-Core3*, pour lequel le poids des composantes procycliques est le plus élevé, le poids (pour l'année 2023) des composantes procycliques tombe à 30,6 % si l'équation 2 est calculée sur la base de 6 retards de l'inflation du produit (k) au lieu de 12 et à 16,3 % si on remplace l'inflation du produit (k) par l'inflation totale. Enfin, une estimation avec l'inflation du produit (k) en ($t+12$) ou une spécification hybride conduit à identifier le poids des composantes procycliques à respectivement 17,6 % et 30,9 %.

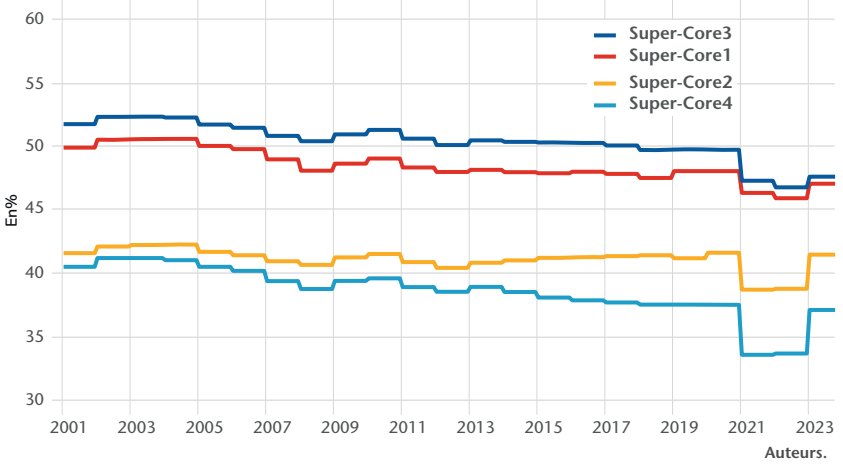
Certains travaux suggèrent d'estimer la pente de la courbe de Phillips avec une moyenne mobile sur plusieurs mois de l'indicateur d'activité ce qui permet de lisser ses fluctuations[24]. Dans ce cas, la part

22. Notons que les composantes alimentaires de l'inflation peuvent également réagir significativement au cycle. Notre indicateur pourrait donc, dans certains cas, sous-estimer le poids réel des composantes cycliques. Notre définition de l'inflation *Super-Core* est néanmoins en ligne avec les méthodes généralement retenues pour déterminer ce type d'indicateur.
23. Les 10 composantes identifiées systématiquement comme procycliques sont : CP032, CP043, CP051, CP054, CP055, CP056, CP073, CP095, CP111 et CP121.
24. Voir par exemple Ball et Mazumder (2020).

des composantes procycliques s'élève à 29,7 % pour une moyenne du chômage calculée sur 12 mois. On estime également l'équation 4 en ajoutant des retards du glissement annuel du prix du pétrole et du prix du gaz (mesuré ici par la composante CP0452) pour tenir compte d'une éventuelle transmission des prix de l'énergie aux autres composantes de l'indice. La part des composantes procycliques s'élève alors à 36,2 %. Enfin, le nombre des composantes cycliques augmente si le seuil de significativité pour le paramètre est de 15 % au lieu de 10 %. La somme des poids passe alors à 54,1 %

Notons par ailleurs que la part des composantes procycliques dans l'IPCH a baissé depuis 2001 pour l'ensemble des indicateurs *Super-Core* (graphique 1). Cette diminution est comprise entre -0,8 point pour l'indicateur *Super-Core4* et 4,7 points pour l'indicateur *Super-Core3,* dont le poids atteignait un pic à 52,3 % en 2002. Dans la suite de cet article, on s'intéressera principalement aux propriétés de l'indice présentant la part des composantes procycliques la plus élevée (*Super-Core3*)[25]. Enfin malgré les écarts de poids et les différences sur les composantes sélectionnées, la corrélation entre les 4 indicateurs dépasse 0,97.

Graphique 1. **Évolution du poids des composantes cycliques**



25. Les 4 indicateurs sont toutefois assez fortement corrélés. La corrélation entre *Super-Core3* et *Super-Core1* est de 0,91 tandis qu'elle s'élève à 0,92 pour *Super-Core3* et *Super-Core4*. Les indicateurs les moins corrélés (0,66) sont *Super-Core4* et *Super-Core1*.

2. Dynamique de l'inflation *Super-Core* et contribution à l'inflation totale

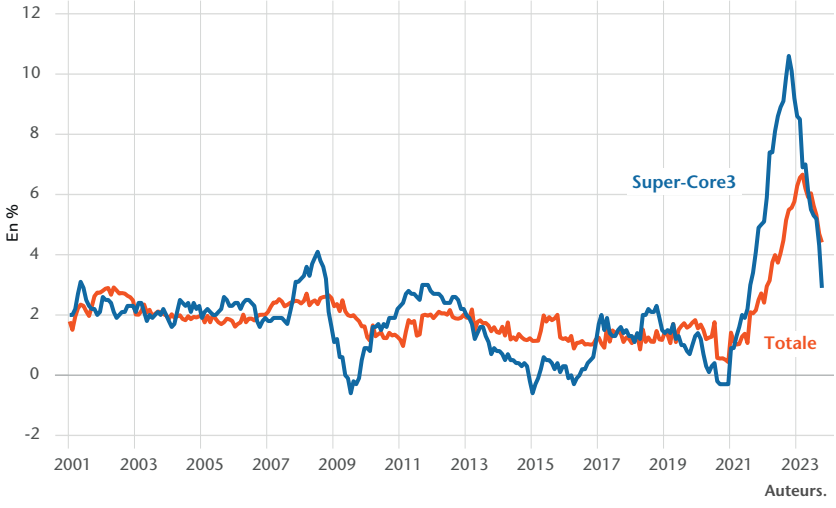
Dans cette partie, nous analysons l'évolution de l'inflation *Super-Core* depuis 1999 que nous comparons à l'inflation totale ainsi qu'à deux autres mesures alternatives de l'inflation : l'indice *Core* (inflation hors énergie et composantes alimentaires) ainsi que l'inflation médiane calculée à partir des 38 composantes au niveau 3-digit[26]. L'inflation *Super-Core* affiche une moindre volatilité que l'inflation totale, ce qui s'explique par le fait qu'elle exclut les composantes énergie et alimentation (graphique 2) qui ont contribué aux pics de 2008 et 2022 ainsi qu'aux creux de 2009 et 2020. En mars 2023, l'inflation mesurée par l'indicateur *Super-Core3* atteignait un pic à 6,7 %, un niveau proche de celui atteint par l'inflation totale qui était en repli depuis son pic à 10,6 % atteint en octobre 2022. De fait, de nombreuses composantes de l'indicateur *Super-Core* ont affiché une inflation élevée en 2022 et 2023. C'est le cas par exemple de la composante CP043 (Entretien et réparation du logement) ou de CP056 (Biens et services pour l'entretien courant du foyer), forfaits touristiques (CP096) dont le glissement annuel a dépassé 10 % fin 2022, début 2023. Il est important de noter que même si l'indicateur *Super-Core* est calculé à partir des composantes procycliques de l'inflation, il ne peut s'interpréter comme un indicateur de l'inflation tirée par la demande. En effet, les composantes de l'indicateur réagissent certes significativement à l'indicateur de la demande mais elles résultent également d'autres facteurs. L'indicateur *Super-Core3* est par ailleurs fortement corrélé à l'indicateur *Core* (hors énergie, alimentation, boissons et tabac) et dans une moindre mesure à l'inflation médiane calculée sur les 38 composantes de l'IPCH (graphique 3)[27]. L'inflation médiane restrancrit plus que les deux autres indicateurs les pics observés sur l'inflation totale.

Au regard du débat sur les périodes pouvant être caractérisées par une désinflation manquante dans les phases de creux conjoncturel ou par une inflation manquante dans les périodes de reprise de la croissance, il peut être intéressant de vérifier que l'inflation *Super-Core* réagit aux conditions cycliques et de voir quelle a été la contribution de

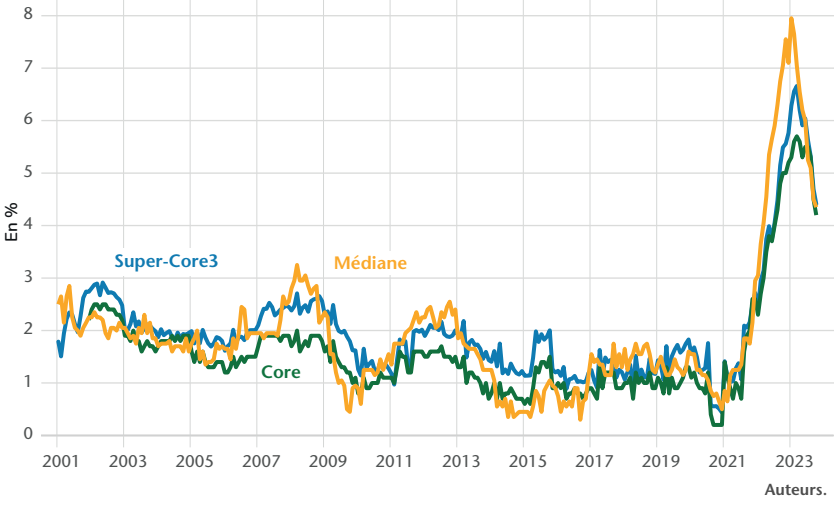
26. Le graphique A2 en annexe montre que les dynamiques des 4 indicateurs *Super-Core* sont très proches. Ils atteignent notamment tous un pic en mars 2023 avec un niveau un peu plus élevé pour l'indicateur *Super-Core2*.
27. La corrélation entre *Super-Core3* et l'inflation *Core* est de 0,98 contre une corrélation de 0,82 avec l'inflation totale et 0,93 avec l'inflation médiane.

l'indicateur à l'inflation totale. Par construction, l'indicateur agrège des composantes qui ont réagi au cycle économique sur la période 2000-2023. De fait, la dynamique de l'inflation *Super-Core* permet de bien de rendre compte de cette corrélation, ce qui n'indique pour autant pas nécessairement que la hausse de l'inflation mesurée par le *Super-Core* ne rend compte que de l'amélioration des conditions conjoncturelles.

Graphique 2. **Inflation Super-Core et inflation totale**

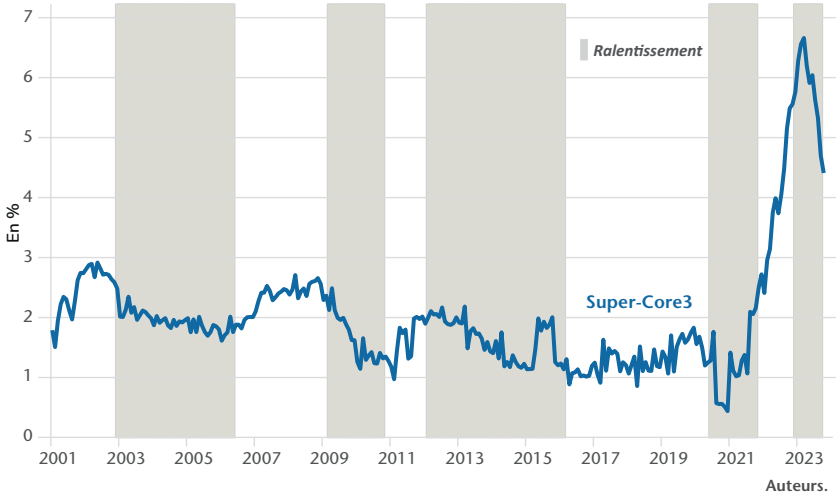


Graphique 3. **Inflation Core, Super-Core et inflation médiane**



Ainsi, l'inflation augmente et dépasse 2 % au début des années 2000 et en 2007-2008. Inversement, elle ralentit lorsque le taux de chômage passe sous sa tendance mesurée par un filtre HP (graphique 4) comme ce fut le cas par exemple pendant la période de la Grande récession de 2009 ou pendant la crise sanitaire de 2020[28]. L'inflation ralentit également après 2012 lorsque la zone euro subit une double récession en lien avec la crise des dettes souveraines. Il reste néanmoins que la période 2016-2019 semble marquée par une inflation manquante entre 2016 et 2019. En effet, malgré l'accélération de l'activité en 2016-2017, le taux d'inflation *Super-Core* est resté inférieur à 2 %.

Graphique 4. **Inflation Super-Core et ralentissement conjoncturel**



Auteurs.

Les périodes de ralentissement correspondent aux dates pour lesquelles le taux de chômage est supérieur à sa tendance calculée à partir d'un filtre HP.

Par ailleurs, l'estimation de l'équation 4 permet de déterminer la pente de la courbe de Phillips une fois que l'on agrège les composantes cycliques et de comparer cette pente avec celle issue de l'estimation de la même équation pour les autres indicateurs d'inflation : *Acyc3*, *Core*, l'inflation médiane et l'inflation totale. Les résultats de ces estimations sont résumés dans le tableau 2. La pente de la courbe Phillips pour l'indicateur *Super-Core3* est significativement négative (colonne 1)[29].

28. L'écart entre le taux de chômage et la tendance du chômage mesurée par un filtre HP capte le cycle économique. Les périodes de ralentissement (zones grisées du graphique 4) correspondent à un taux de chômage supérieur à cette tendance.

29. On retrouve ce résultat quel que soit l'indicateur *Super-Core* (voir le tableau A2, en Annexe).

Pour l'indicateur *Acyc3*, qui réagrège les composantes de l'étape 1 qui ne réagissent pas significativement au chômage, la pente est négative mais plus faible et non significative (colonne 2). Il ressort toutefois que la pente peut être plus élevée pour les autres indicateurs d'inflation lorsque l'équation est estimée sur l'ensemble de la période. C'est le cas notamment pour l'inflation médiane et l'inflation totale (colonnes 4 et 5). L'estimation sur la période post-2009 indique que l'indicateur *Super-Core* réagit toujours significativement au cycle économique (colonne 6) alors que ce n'est plus le cas pour les autres indicateurs d'inflation (colonnes 8 à 10). Par conséquent, la réponse des composantes cycliques au chômage ne semble pas avoir été fortement modifiée[30].

Néanmoins, comme illustré par le graphique 1, le poids de ces composantes cycliques dans l'indice d'inflation totale a légèrement diminué au cours des 20 dernières années. Par ailleurs, les années post-Grande Récession sont caractérisées par une contribution plus faible de l'indicateur *Super-Core* à l'inflation totale. Celle-ci passe de 1,1 point en moyenne entre 2002 et 2008 à 0,7 point entre 2009 et 2019. On observe également une réduction de 0,1 point de la contribution de l'indicateur *Acyc* entre ces deux périodes (graphique 5). Dans ces conditions, la faible inflation et la persistance d'une inflation inférieure à 2 % entre 2009 et 2019 semblent bien s'expliquer par une baisse de l'inflation des composantes cycliques et dans une moindre mesure par une baisse de l'inflation acyclique. Quant au rebond récent de l'inflation, il se traduit par une hausse de la contribution de ces deux composantes. À cet égard, le rebond de l'inflation coïncide également avec une hausse de l'ensemble des contributions. Celle de l'indice *Super-Core* dépasse 2 points depuis août 2022, avec un pic à 3,1 points en février 2023. Comparativement, le pic de la contribution de l'énergie s'est élevé à 4,5 points en octobre 2022. Comme indiqué précédemment, bien que l'indicateur *Super-Core* soit construit uniquement avec les composantes procycliques, il ne traduit pas uniquement les facteurs liés à la demande puisque l'équation 4 tient également compte d'autres facteurs tels que les anticipations (ou l'inertie de l'inflation) ou les effets de prix des biens importés[31].

30. Sur une période plus longue, il pourrait être pertinent de voir si le nombre de composantes cycliques a été réduit au cours du temps.

31. Sous l'hypothèse que ces autres facteurs n'ont pas contribué à l'inflation Super-Core, celà revient à donner un proxy de la borne supérieure du rôle de la demande dans l'inflation de la zone euro.

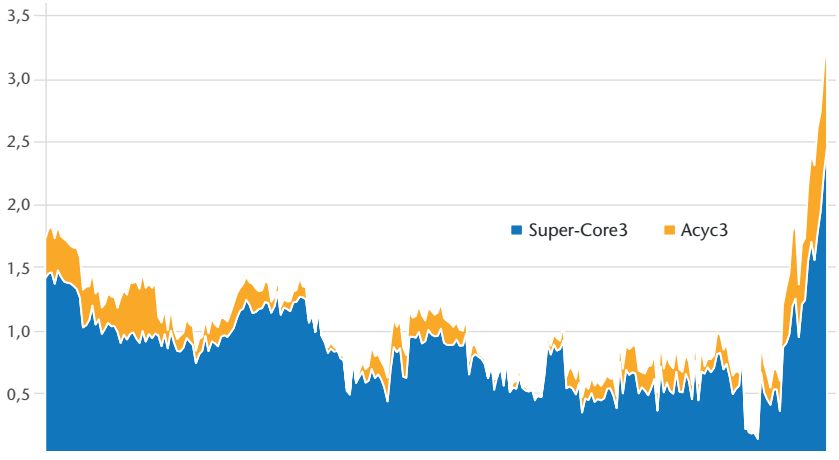
Tableau 2. **Estimation des courbes de Phillips pour différents indicateurs d'inflation**

	Période d'estimation Janvier 2000 - Octobre 2023					Période d'estimation Janvier 2009 - Octobre 2023				
	SuperCore3	Acyc3	CPcore	CPwmedian	CP00	SuperCore3	Acyc3	CPcore	CPwmedian	CP00
tcho	-0.8830*	-0,4338	-0.7765*	-0.9652+	-1.7771*	-0.7040*	-0,2415	-0,4484	-0,0971	-0,8931
	[0.00]	*[0.52]*	*[0.03]*	*[0.08]*	*[0.04]*	*[0.03]*	*[0.65]*	*[0.21]*	*[0.89]*	*[0.26]*
tcho*tcho	0.0425*	0,0195	0.0367+	0,0461	0.0868+	0.0335*	0,0081	0,0195	0,001	0,04
	[0.01]	*[0.57]*	*[0.05]*	*[0.11]*	*[0.05]*	*[0.05]*	*[0.75]*	*[0.28]*	*[0.98]*	*[0.32]*
Petrole(t-1)	-0,0393	0,0777	0,0369	0.3417+	1.3602*	0,0892	0.2583*	0,1323	0.4533*	1.5443*
	[0.74]	*[0.62]*	*[0.74]*	*[0.06]*	*[0.00]*	*[0.47]*	*[0.02]*	*[0.22]*	*[0.04]*	*[0.00]*
Gaz(t-1)	0.0249*	0.0144*	0.0195*	0.0394*	0.0575*	0.0263*	0.0150*	0.0216*	0.0424*	0.0609*
	[0.00]	*[0.00]*	*[0.00]*	*[0.00]*	*[0.00]*	*[0.00]*	*[0.00]*	*[0.00]*	*[0.00]*	*[0.00]*
Tcen(t-1)	-1,0989	-2.0826*	-1.8457*	-0,8009	-1,0962	-1,8794	-2.8651*	-2.2193*	-2.9485*	-5.0627*
	[0.11]	*[0.03]*	*[0.01]*	*[0.37]*	*[0.48]*	*[0.13]*	*[0.00]*	*[0.01]*	*[0.00]*	*[0.00]*
ma12_Inflation (t-1)	0.9373*	0.9624*	0.9592*	0.7451*	0.5050*	0.9548*	0.9549*	0.9837*	0.8099*	0.5371*
	[0.00]	*[0.00]*	*[0.00]*	*[0.00]*	*[0.00]*	*[0.00]*	*[0.00]*	*[0.00]*	*[0.00]*	*[0.00]*
Constante	4.5111*	2,3622	3.9947*	5.1869*	9.4719*	3.6162*	1,6661	2,4725	1,0556	5,4263
	[0.00]	*[0.48]*	*[0.02]*	*[0.05]*	*[0.02]*	*[0.02]*	*[0.54]*	*[0.16]*	*[0.75]*	*[0.16]*
N	285	262	262	286	286	178	178	178	178	178

Auteurs.

*Note : p < 0.10, * p < 0.05. p-value entre crochets.*

Graphique 5. **Contribution à l'inflation**



Auteurs.

3. Pouvoir prédictif de l'inflation *Super-Core*

La finalité des mesures alternatives n'est pas de se substituer à l'inflation totale mais de mieux appréhender les risques – à la hausse comme à la baisse – de l'inflation. Dès lors, les indicateurs doivent refléter l'inflation observée en moyenne mais aussi avoir un contenu informatif sur l'évolution future de l'inflation. Ainsi, sur l'ensemble de la période considérée, la moyenne de l'inflation mesurée par l'indicateur *Super-Core* s'établit à 2,0 % contre 2,1 % pour l'inflation totale (tableau 3). Cet indicateur est donc en moyenne proche de la mesure d'inflation servant de cible pour la politique monétaire. L'inflation *Super-Core* performe légèrement mieux que l'inflation médiane (1,9 % en moyenne) et semble plus pertinente que l'indicateur *Core* ou *Acyc*. Ce constat se confirme également sur plusieurs sous-périodes et notamment la période pré-2009 ainsi que la période allant de janvier 2009 à

Tableau 3. **Inflation moyenne selon l'indicateur d'inflation**

	1/2002-10/2023	1/2002-12/2008	1/2009-12/2019	1/2020-10/2023
Super-Core3	2,0	2,2	1,5	3,1
Acyc3	1,3	1,3	0,8	2,7
Core	1,6	1,8	1,1	2,7
Inflation médiane	1,9	2,0	1,3	3,4
Inflation totale	2,1	2,3	1,3	4,2

Auteurs.

décembre 2019. Sur la période la plus récente caractérisée par une chute de l'inflation en 2020 puis l'apparition de tensions inflationnistes depuis 2021, l'indicateur *Super-Core* s'établit en moyenne à 3,1 % soit 1,1 point en-dessous de l'inflation totale. En moyenne, l'inflation médiane entre janvier 2020 et octobre 2023 s'est élevée à 3,4 %.

Enfin, la pertinence des indicateurs d'inflation est également analysée à l'aune de leur capacité à prévoir l'inflation future. À cette fin, nous calculons pour différents horizons l'erreur quadratique moyenne de la prévision d'inflation réalisée à partir des indices *Super-Core*, *Acyc*, *Core* et Inflation médiane. Ces prévisions sont notamment comparées à celle d'un modèle naïf où l'inflation totale anticipée à l'horizon $t+k$ est égale à l'inflation observée à la date (t), soit :

$$RMSE(j) = \sum_{t} \frac{\left(\pi_{t+k} - \pi_t^j\right)^2}{obs}$$

pour k = 3,6,12,18 et 24 mois et j = *Super-Core3, Acyc3, Core, Inflation médiane et inflation totale, obs* désigne le nombre d'observations.

Le tableau 4 montre que à des horizons de 3 à 6 mois, l'inflation courante reste le meilleur indicateur de l'inflation future[32]. Sur des horizons plus longs, l'indicateur *Acyc* est celui qui performe le mieux pour prévoir l'inflation à 12 mois tandis que les capacités prédictives de l'indicateur *Super-Core* dominent celles des autres indicateurs pour des horizons de 18 et 24 mois. Ces résultats sont globalement confirmés lorsque l'on prévoit non pas le niveau de l'inflation à un horizon donné mais la moyenne de l'inflation à un horizon donné[33].

Tableau 4. **Erreur quadratique moyenne des indicateurs d'inflation**

	Super-Core3	Acyc3	Core	Mediane	Inflation courante
3 mois	2,2	2,4	2,2	1,4	0,6
6 mois	2,8	2,9	2,8	2,3	1,6
12 mois	3,9	3,9	3,9	4,0	4,1
18 mois	4,7	4,9	4,8	4,9	5,4
24 mois	5,1	5,6	5,4	5,4	6,4

Auteurs.

32. Une alternative consiste non pas à prévoir l'inflation à un horizon ($t + k$) donné mais la moyenne de l'inflation entre les dates (t) et ($t + k$). Cette analyse ne modifie cependant pas fortement la capacité prédictive relative des indicateurs. Voir tableau A3

33. Voir le tableau A3 de l'Annexe.

4. Conclusion

Cet article propose la construction d'un indicateur d'inflation basé sur les composantes cycliques. La distinction entre les composantes procycliques et les composantes acycliques permet d'apporter un éclairage plus précis sur la dynamique passée de l'inflation dans la zone euro. Sur la base d'une désagrégation en 38 produits, nous montrons que les prix des biens et services qui augmentent quand le chômage diminue représentent un peu moins de 50 % de l'IPCH. Il est néanmoins important de souligner que la masse des composantes procycliques dépend fortement de la spécification économétrique retenue. L'indicateur *Super-Core* indique que la relation entre l'inflation et le chômage semble stable dans la zone euro et qu'elle permet de mieux refléter les évolutions futures de l'inflation totale sur des horizons de prévisions supérieurs à un an. Ce type d'indicateur semble donc pertinent pour les banques centrales. Cette conclusion pourrait cependant être validée en testant l'effet de la politique monétaire sur l'inflation *Super-Core* ou sur les composantes identifiées comme procycliques. Une autre extension possible serait de reproduire l'analyse pour différents pays de la zone euro, ce qui permettrait de voir si les composantes cycliques sont les mêmes. Enfin, une analyse des composantes procycliques sur différents sous-échantillons pourrait aussi apporter un éclairage sur les raisons éventuelles de l'instabilité de la relation de Phillips souvent mise en avant dans la littérature.

Références

Ball L. et S. Mazumder, 2018, « A Phillips Curve with Anchored Expectations and Short-Term Unemployment », *Journal of Money, Credit and Banking,* vol. 51, n° 1, pp. 111-37. https://doi.org/10.1111/jmcb.12502.

———, 2020, « A Phillips Curve for the Euro Area », *International Finance,* vol. 24, n° 1, pp. 2-17. https://doi.org/10.1111/infi.12381.

Blot C., J. Creel, P. Hubert, F. Labondance et X. Ragot, 2016,« Euro Area Inflation and ECB Policy in a Global Environment », *Politica economica*, n° 3, pp. 539-54. https://doi.org/10.1429/85010.

Bobeica E. et A. Sokol, 2019, « Drivers of Underlying Inflation in the Euro Area over Time: A Phillips Curve Perspective », *ECB Economic Bulletin*, n° 4. https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2019/html/ecb.ebart201904_02~d438b3e4d4.en.html.

Coibion O. et Y. Gorodnichenko, 2015, « Is the Phillips Curve Alive and Well After All? Inflation Expectations and the Missing Disinflation »,

American Economic Journal: Macroeconomics, vol. 7, n° 1, pp. 197-232. https://doi.org/10.1257/mac.20130306.

Coibion O., Y. Gorodnichenko et R. Kamdar, 2018, « The Formation of Expectations, Inflation, and the Phillips Curve », *Journal of Economic Literature,* vol. 56, n° 4, pp. 1447-91. https://doi.org/10.1257/jel.20171300.

Dolmas J. et E. F. Koenig, 2019, « Two Measures of Core Inflation: A Comparison », *Federal Reserve Bank of Dallas, Working Papers* 2019 (1903). https://doi.org/10.24149/wp1903.

Doser A., R. Nunes, N. Rao et V. Sheremirov, 2023, « Inflation Expectations and Nonlinearities in the Phillips Curve », *Journal of Applied Econometrics,* vol. 38, n° 4, pp. 453-71. https://doi.org/10.1002/jae.2963.

Ehrmann M., G. Ferrucci, M. Lenza et O'B. Derry, 2018, « Measures of Underlying Inflation for the Euro Area », *ECB Economic Bulletin*, n° 4. https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2018/html/ecb.ebart201804_03.en.html.

Gordon R. J., 2010, « The History of the Phillips Curve: Consensus and Bifurcation ». *Economica,* vol. 78, n° 309, pp. 10-50. https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.2009.00815.x.

Hooper P., F. S. Mishkin et A. Sufi, 2020, « Prospects for Inflation in a High Pressure Economy: Is the Phillips Curve Dead or Is It Just Hibernating? », *Research in Economics,* vol. 74, n° 1, pp. 26-62. https://doi.org/10.1016/j.rie.2019.11.004.

Hubert P. et M. Le Moigne, 2018, « La désinflation manquante », *Revue de l'OFCE*, n° 160, pp. 47-75. https://doi.org/10.3917/reof.160. 0047.

Lalliard A. et P. A. Robert, 2022, « A Possible New Indicator to Measure Core Inflation in the Euro Area », *Banque de France Bulletin*, n? 240 (juillet). https://publications.banque-france.fr/en/possible-new-indicator-measure-core-inflation-euro-area.

Lian W. et A. Freitag, 2022, « Inflation Dynamics in Advanced Economies: A Decomposition into Cyclical and Non-Cyclical Factors », *Banque de France Bulletin*, n? WP/22/91. https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2022/05/13/Inflation-Dynamics-in-Advanced-Economies-A-Decomposition-into-Cyclical-and-Non-Cyclical-517863.

Mahedy T. et A. Shapiro, 2017, « What's Down with Inflation? » *FRBSF Economic Letter*, n° 35 (novembre). https://www.frbsf.org/wp-content/uploads/sites/4/el2017-35.pdf.

Mazumder S., 2018, « Inflation in Europe After the Great Recession ». *Economic Modelling,* n° 71 (avril), pp. 202-13. https://doi.org/10.1016/j.econmod.2017.12.014.

Stock J. H. et M. W. Watson, 2020, « Slack and Cyclically Sensitive Inflation », *Journal of Money, Credit and Banking,* vol. 52, (S2), pp. 393-428. https://doi.org/10.1111/jmcb.12757.

Annexe

Tableau A1. **Poids des composantes de l'IPCH (Poids 2023 en ‰)**

COICOP	Intitulé	Poids IPCH
CP011	Produits alimentaires	146,8
CP012	Boissons non alcoolisées	14,6
CP021	Boissons alcoolisées	17,0
CP022	Tabac	21,4
CP031	Articles d'habillement	42,8
CP032	Chaussures	9,6
CP041	Loyers d'habitation effectifs	56,1
CP043	Entretien et réparation du logement	11,3
CP044	Alimentation en eau et services divers liés au logement	23
CP045	Electricité, gaz et autres combustibles	61,2
CP051	Meubles, articles d'ameublement, tapis et autres revêtements de sol	23,5
CP052	Articles de ménages et textile	4,8
CP053	Appareils ménagers	9,7
CP054	Verrerie, vaisselle et ustensiles de ménage	6,1
CP055	Outillage et autre matériel pour la maison et le jardin	5,1
CP056	Biens et services pour l'entretien courant du foyer	18,5
CP061	Produits, appareils et matériels médicaux	19,9
CP062	Servives ambulatoires	21,1
CP063	Services hospitaliers	8,3
CP071	Achat de véhicules	37,0
CP072(modifié)	Utilisation de véhicules personnels hors (CP0722)	47,4
CP0722	Carburants et lubrifiants pour véhicules personnels	41,7
CP073	Services de transport	24,3
CP081	Communication	26,7
CP091	Matériel audiovisuel, photographique, et de traitement de l'information	13,5
CP092	Autres gros biens durables à vocation récréative et culturelle	3,7
CP093	Autres articles et matériels de loisirs, jardinnage et animaux de compagnie	25,2
CP094	Services récréatifs et culturels	18,7
CP095	Livres, journaux et artciles de papeterie	12,6
CP096	Forfaits touristiques	15,1
CP100	Enseignement	9,8
CP111	Sercices de restauration	83,6
CP112	Services d'hébergement	21,2
CP121	Soins corporels	28,3
CP123	Effets personnels	9,5

Tableau A1(suite). **Poids des composantes de l'IPCH (Poids 2023 en ‰)**

COICOP	Intitulé	Poids IPCH
CP124	Protection sociale	18,3
CP125	Assurance	21,3
CP126	Services financiers	9,5
CP0127	Autres services	11,9
		1 000
CP045 + CP0722	Énergie	102,9
CP011 + CP012 + CP021 + CP022	Alimentation, boissons et tabac	199,8

Tableau A2. **Estimation des courbes de Phillips pour différents indicateurs d'inflation Super-Core**

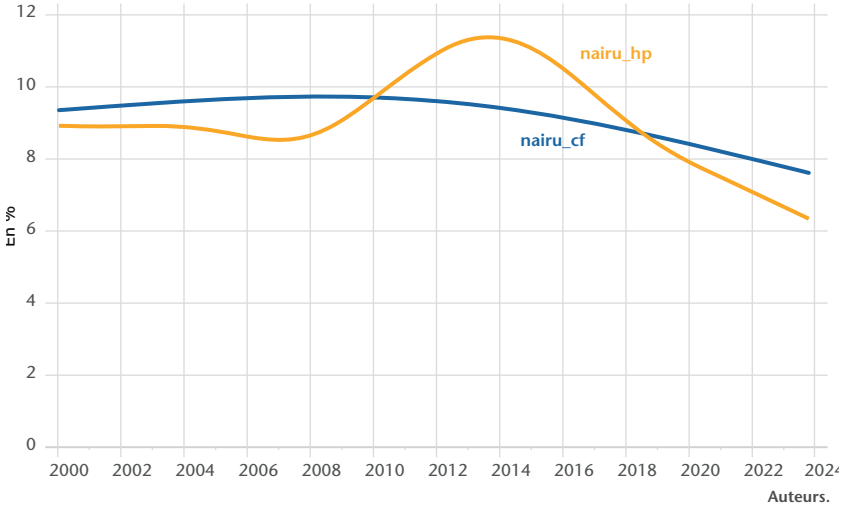
	Période d'estimation Janvier 2000 – Octobre 2023			
	SuperCore3	SuperCore1	SuperCore2	SuperCore4
tcho	-0.8830*	-0.6454+	-0.8093+	-0.9597*
	[0.00]	*[0.06]*	*[0.06]*	*[0.00]*
tcho*tcho	0.0425*	0,0292	0.0373+	0.0465*
	[0.01]	*[0.11]*	*[0.10]*	*[0.01]*
Petrole(t-1)	-0,0393	-0,0276	-0,0018	0,0674
	[0.74]	*[0.81]*	*[0.99]*	*[0.54]*
Gaz(t-1)	0.0249*	0.0258*	0.0335*	0.0255*
	[0.00]	*[0.00]*	*[0.00]*	*[0.00]*
Tcen(t-1)	-1,0989	-0,8354	-1.5827+	-1.2064+
	[0.11]	*[0.14]*	*[0.07]*	*[0.10]*
ma12_Inflation (t-1)	0.9373*	0.9309*	0.8941*	0.9193*
	[0.00]	*[0.00]*	*[0.00]*	*[0.00]*
Constante	4.5111*	3.4722*	4.3319*	4.8757*
	[0.00]	*[0.03]*	*[0.04]*	*[0.00]*
N	285	285	285	285

Tableau A3. **Erreur quadratique moyenne des indicateurs d'inflation**

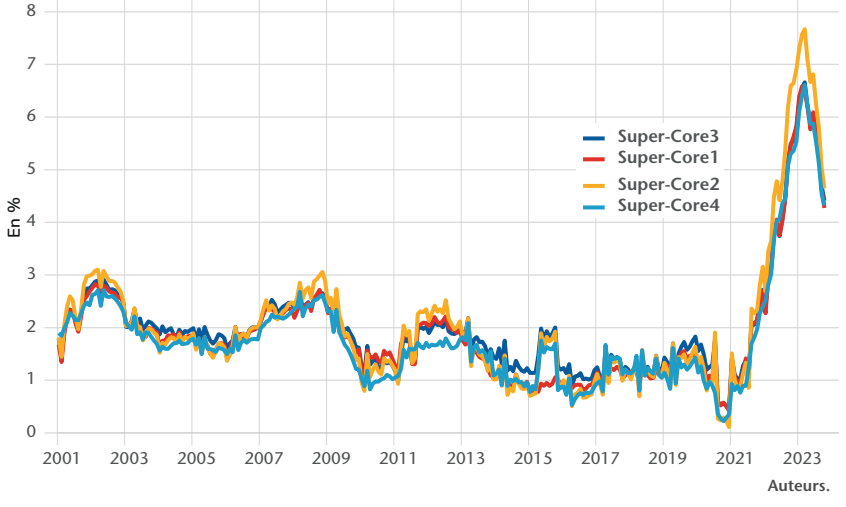
Inflation moyenne sur les … prochains mois	Super-Core3	Acyc3	Core	Mediane	Inflation courante
3 mois	1,9	2,2	2,0	1,2	0,4
6 mois	2,2	2,4	2,3	1,7	1,1
12 mois	2,3	2,4	2,3	2,1	1,6
24 mois	2,1	2,3	2,2	2,1	2,1
36 mois	1,2	1,7	1,3	2,0	2,0

S

Graphique A1. **Tendances du chômage dans la zone euro**



Graphique A2. **Inflation mesurée par les différents indices Super-Core**



Tableaux

Monde. **L'étau se resserre**

Tableau de croissance mondiale 38
Évaluation de l'effet des différents chocs sur la croissance du PIB 148
A1. Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et prix des matières premières 130
A2. États-Unis : résumé des prévisions 131
A3. Zone euro : résumé des prévisions 132
A4. Allemagne : résumé des prévisions 133
A5. France : résumé des prévisions 134
A6. Italie : résumé des prévisions 135
A7. Espagne : résumé des prévisions 136
A8. Royaume-Uni : résumé des prévisions 137
A9. Japon : résumé des prévisions 138
A10. Amérique latine : résumé des prévisions 139
A11. Asie : résumé des prévisions de PIB 139
A12. Nouveaux États membres de l'Union 140
A13. Chine : résumé des prévisions 140

France. **Sous la menace du chômage**

Variation du PIB et contribution des composantes 145
Compte Emplois-Ressources pour la France 149
Évolution et contribution des composantes de l'inflation 155
Compte des ménages 164
Évolution du marché du travail 169
Crédits budgétaires des emplois aidés (2022-2024) 170
Variante sur l'emploi et le taux de chômage selon les aléas positifs ou négatifs 180
Coût budgétaire des mesures non pérennes sur la période 2020-2024 . . . 182
évolution des finances publiques 183
Projections de dépenses publiques dans les documents budgétaires 185
I. Résumé des prévisions pour l'économie française 186
II. France. Ressources et emplois en biens et services, aux prix chaînés . . . 187
III. Déflateur de la consommation et taux de salaire horaire 188
VI. Commerce extérieur et parts de marché 188

Étude spéciale
Une analyse de l'inflation de la zone euro à travers ses composantes cycliques et acycliques

Poids des composantes cycliques 197
Estimation des courbes de Phillips pour différents indicateurs d'inflation . . 203
Inflation moyenne selon l'indicateur d'inflation 204
Erreur quadratique moyenne des indicateurs d'inflation 205
Poids des composantes de l'IPCH (Poids 2023 en ‰) 208
Poids des composantes de l'IPCH (Poids 2023 en ‰) 209
Estimation des courbes de Phillips pour différents indicateurs d'inflation Super-Core 209
Erreur quadratique moyenne des indicateurs d'inflation 209

Graphiques

Monde. **L'étau se resserre**

Dynamique récente de la croissance des principaux pays européens 12
Contributions à l'évolution de l'activité entre 2019-T4 et 2023-T2 14
L'évolution des taux de change depuis 16
Le PIB des principaux pays au deuxième trimestre 2023 17
Inflation dans les grands pays, en glissement annuel 19
Les freins à la production 21
Évolutions des salaires nominaux et réels depuis le quatrième trimestre 2019 23
Indicateurs conjoncturels des tensions sur le marché du travail 25
Prix du pétrole et du gaz naturel 27
Mesures budgétaires pour répondre au choc énergétique 30
Croissance de l'encours de crédits et des émissions de commercial paper . 33
Évolution des prix immobiliers réels depuis le premier trimestre 2000 . . . 34
Taux d'intérêt annuels des nouveaux crédits à l'habitat 34
Évolution du niveau des prix depuis 2019 36
Évolution de la surépargne des ménages 37
Niveau du PIB des pays de la zone euro 39
Dépenses de consommation des ménages 42
Taux d'activité hommes-femmes 44
Indicateurs des tensions sur le marché du travail américain 45

Taux d'inflation 46
Structure par terme des taux d'intérêt 47
Taux d'investissement 49
Endettement des ménages et des entreprises 50
Indice de production industrielle des industries à haute intensité énergétique 57
Contribution des composantes alimentaire, énergétique et du sous-jacent à l'évolution de l'indice des prix à la consommation 59
Revenu disponible réel et contributions au revenu disponible nominal des ménages 60
Évolution du PIB depuis le quatrième trimestre 2019 65
Évolution du PIB et des composantes depuis le quatrième trimestre 2019 en Italie 66
Évolution cumulée de l'IPCH depuis le 1er janvier 2022 67
Salaire horaire dans le secteur marchand en Italie 70
Évolution du taux de marge des sociétés non financières depuis le quatrième trimestre 2019 en Italie 71
Taux d'investissement en Italie 71
Contributions à la croissance du PIB en Italie 72
Contributions des différentes composantes à l'inflation (IPCH) 78
Prix du logement dans l'ancien et le neuf 80
Part de la masse salariale dans la valeur ajoutée 84
Estimations successives du PIB britannique 86
Révision de la productivité horaire du travail 87
Contribution des composantes au glissement annuel de l'indice des prix au Royaume-Uni 89
Contributions semestrielles à la croissance du PIB au Royaume-Uni 92
Taux d'épargne au Royaume-Uni 97
Cours boursiers et prix immobiliers au Royaume-Uni 99
Exportations japonaises en volume par destination 104
Taux d'inflation au Japon et contribution des prix des biens et des services à l'inflation 107
Chine : évolution des taux de change effectifs 112
PIB régional d'Asie (hors Chine) et d'Amérique latine 118
Inflation dans quelques pays émergents d'Asie et d'Amérique latine 119
Taux directeur dans quelques pays d'Amérique latine 120
Taux directeur dans quelques pays d'Asie hors Chine 120
Taux sur les CDS à 5 ans en Amérique latine 121

France. **Sous la menace du chômage**

Trajectoire du PIB (en volume) de la France, de l'Allemagne et de la moyenne de la zone euro depuis le début de la crise 144
Décomposition de la balance courante 146
Contribution des produits de la FBCF à sa variation depuis fin 2019 151
Contribution des déterminants de l'inflation des prix de production dans le secteur marchand 153
Taux de croissance des crédits accordés aux SNF et taux d'intérêt sur les nouveaux crédits 154
Taux de marge et d'investissement des sociétés non financières 154
Inflation totale et contribution des composantes à l'IPC total 156
écart à l'inflation moyenne selon la CSP, le niveau de vie et le type de ménage en août 2023 157
écart au choc moyen sur le revenu selon la CSP, le niveau de vie et le type de ménage en août 2023 157
Intérêts versés et reçus par les ménages avant et après correction pour les SIFIM 161
Évolution des revenus du capital financier dans le RDB des ménages 162
Contributions à la croissance cumulée du RDB reel depuis le 4e trimestre 2019 163
Taux d'épargne des ménages et sur-épargne 165
Les facteurs qui expliquent l'évolution de l'emploi salarié en France depuis 2019 168
Cycle de productivité apparente du travail 169
Taux de chômage et part des emplois aidés dans l'emploi total (1990-2022) 171
Entrées annuelles par types d'emploi aidé (2013-2024) 174
Contribution prévue des différents effets à la variation du taux de chômage entre la mi-2023 et la fin 2024 179

Étude spéciale

Une analyse de l'inflation de la zone euro à travers ses composantes cycliques et acycliques

Révolution du poids des composantes cycliques 198
Inflation Super-Core et inflation totale 200
Inflation Core, Super-Core et inflation médiane 200
Inflation Super-Core et ralentissement conjoncturel 201
Contribution à l'inflation. 204
Tendances du chômage dans la zone euro 210
Inflation mesurée par les différents indices Super-Core 210

Encadrés

Immobilier : le retournement ? 33
Immobilier : la crise est là 150
Pourquoi les prix de production ont-ils fortement augmenté depuis 2019 ? 152
Hétérogénéité de l'inflation 158
Mesurer les intérêts versés et reçus par les ménages en corrigeant des SIFIM 159
Une forte hausse des revenus du patrimoine financier des ménages 162
Comment expliquer l'évolution de l'emploi salarié en France depuis 2019 ? 167
La dépense publique peine à retrouver sa trajectoire pré-Covid 184

Liste des abréviations de pays

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

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

SEN Sénégal
SGP Singapour
SLB Salomon
SLE Sierra Leone
SLV Salvador
SMR Saint-Marin
SOM Somalie
STP Sao Tomé-et-Principe
SUR Suriname
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
VCT Saint-Vincent-et-les-Grenadines
VEN Venezuela
VNM Viêt Nam
VUT Vanuatu
WSM Samoa
YEM Yémen
ZAF Afrique du Sud
ZMB Zambie
ZWE Zimbabwe

Achevé de rédiger en France
Dépôt légal : janvier 2024
Directeur de la Publication : Xavier Ragot
Publié par les Éditions du Net SAS 93400 Saint-Ouen

Réalisation, composition : Najetre Moummi