

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2024-2025

Monde

L'Europe décroche

France

L'heure des comptes

Étude spéciale

**25 ans d'union monétaire : la zone euro
à travers les crises**

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, Éloi Laurent, Anne Lavigne, Florence Legros, 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 Moumami, *responsable de production*

Contact

OFCE, 10, place de Catalogne 75014 Paris

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

web : www.ofce.sciences-po.fr

Sommaire

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2024-2025

Sous la direction d'Éric Heyer et de Xavier Timbeau

Présentation générale	5
Éric Heyer, Xavier Timbeau	

PRÉVISION

L'Europe décroche.	9
<i>Perspectives 2024-2025 pour l'économie mondiale et la zone euro</i>	
Département analyse et prévision	
L'heure des comptes	129
<i>Perspectives 2024-2025 pour l'économie française</i>	
Département analyse et prévision	

ÉTUDE SPÉCIALE

25 ans d'union monétaire : la zone euro à travers les crises	173
Elliot Aurissergues, Christophe Blot, Edgar Carpentier-Charlély, Magali Dauvin, François Geerolf, Éric Heyer, Mathieu Plane	
<i>Index tableaux, graphiques, encadrés</i>	213
<i>Liste des abréviations de pays</i>	218

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

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2024-2025

Éric Heyer et Xavier Timbeau

Sciences Po, OFCE

Ce numéro de la *Revue de l'OFCE* consacré aux prévisions économiques pour les années 2024 et 2025 est composé de plusieurs articles qui peuvent être lus indépendamment.

Le premier article, intitulé « **L'Europe décroche** » présente le scénario de prévision pour l'économie mondiale et la zone euro.

Alors que les États-Unis échappent toujours au ralentissement, la situation conjoncturelle reste dégradée dans les pays européens accentuant la divergence qui est apparue dès le début de la crise sanitaire. Au-delà des écarts de croissance potentielle entre pays, ces différences sont liées à l'impact de la crise énergétique, plus fort dans les pays européens qu'outre-Atlantique mais aussi s'expliquent par l'orientation de la politique budgétaire depuis 2020. Ces écarts ne devraient pas se réduire à court terme. Le ralentissement de l'activité observé fin 2023 pèsera sur la croissance annuelle de 2024. De plus, les enquêtes et les premières données conjoncturelles disponibles au début de l'année dessinent un paysage contrasté entre les grands pays industriels et nous conduisent à prévoir la poursuite de la contraction du PIB de l'Allemagne pour le premier trimestre (-0,2 %). La croissance serait légèrement positive au Royaume-Uni et resterait bien orientée à court terme en Espagne et aux États-Unis. En Chine, la croissance devrait résister malgré la crise du secteur immobilier. Les indicateurs conjoncturels signalent une certaine accélération de la production et nous prévoyons une croissance annuelle de 4,7 % en 2024. L'activité ralentirait en Inde par rapport à 2023 pour progresser autour de 6,5 %. Dans les pays d'Asie émergents (hors Chine), elle continuerait au même

rythme qu'en 2023 et ralentirait en Amérique latine. Dans les pays industrialisés et particulièrement en Europe, le rebond se manifesterait pour 2025 avec une croissance de 1,7 % tandis que celle des pays émergents resterait stable en 2024 et 2025. L'activité serait soutenue par l'assouplissement de la politique monétaire. La convergence de l'inflation vers la cible de 2 % conduirait effectivement les banques centrales à amorcer une baisse des taux à partir de mi-2024. Inversement, le niveau des déficits budgétaires et de la dette publique conduira de nombreux gouvernements à prendre des mesures de consolidation. La croissance mondiale atteindrait alors de 2,8 % en 2025, 0,2 point au-dessus de son niveau de 2024.

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 « **L'heure des comptes** ».

La croissance française atteindrait 0,5 % en moyenne annuelle en 2024. Cette révision à la baisse de notre prévision de croissance par rapport à celle d'octobre 2023, qui était de 0,8 %, s'explique principalement par un acquis de croissance pour 2024 plus faible que prévu (finalement inférieur de -0,15 point de PIB pour 2024 par rapport à nos prévisions antérieures) et un nouveau programme d'ajustement budgétaire de 10 milliards d'euros dont l'impact sur le PIB est estimé à -0,2 point de PIB en 2024. En 2025, la croissance française est attendue à 1,2 % malgré les effets positifs liés à la baisse des taux (0,2 point de PIB). Mais elle serait contrainte par les nouveaux ajustements budgétaires prévus par le gouvernement de 20 milliards d'euros en 2025 (dont l'impact sur le PIB est estimé à -0,6 %), en plus de la suppression totale des boucliers tarifaires. L'inflation baisserait en 2024 (2,4 % après 4,9 % en 2023) et serait proche de la cible de 2 % en 2025. Le retournement du marché du travail se poursuit en raison de la faible croissance de l'activité et du rattrapage partiel des pertes de productivité passées, conduisant à une hausse du taux de chômage à 8,2 % fin 2024 puis 8,1 % fin 2025 (hors effet de la réforme du RSA). Le taux d'épargne resterait élevé en 2024 mais baisserait en 2025, soutenant la consommation malgré un pouvoir d'achat peu dynamique en 2025 après le rebond de 2024 (0,2 % après 1 % en 2024 par unité de consommation). En raison d'une forte chute de certaines assiettes fiscales (immobilier, bénéfiques des sociétés...), le déficit public a atteint 5,5 % du PIB en 2023, soit 0,6 point de plus que ce qui était prévu

dans le projet de loi de finances pour 2024. En raison de l'extinction des mesures de soutien budgétaire exceptionnel et des nouveaux ajustements structurels attendus de 1 point de PIB sur deux ans, le déficit public baisserait à 5 % du PIB en 2024 et 4,4 % en 2025, malgré la hausse des charges d'intérêt et la dégradation du déficit conjoncturel. Après trois ans de baisse, la dette publique, en points de PIB, repartirait à la hausse en 2024 et 2025 en raison d'une croissance nominale qui baisse avec le reflux de l'inflation. Elle atteindrait 112,8 % du PIB en 2025, après 111,9 % en 2024 et 110,6 % en 2023.

Une étude spéciale complète et enrichit l'analyse conjoncturelle.

Dans cette étude, intitulée « **25 ans d'union monétaire : la zone euro à travers les crises** », Elliot Aurissergues, Christophe Blot, Edgar Carpentier-Charléty, Magali Dauvin, François Geerolf, Éric Heyer, Mathieu Plane reviennent sur les raisons du décrochage européen.

La zone euro a traversé plusieurs crises qui ont parfois menacé sa pérennité mais qui ont aussi entraîné des réformes de sa gouvernance budgétaire et des changements dans la conduite de la politique monétaire. À la veille des élections européennes et 25 ans après sa création, la question se pose de la performance économique de la zone euro par rapport à celle de l'économie américaine. Alors que les trajectoires de PIB par habitant ont été relativement similaires entre 1999 et 2008, elles divergent notablement depuis. Nous étudions les causes possibles de ce décrochage en distinguant les facteurs d'offre et de demande.

■ Côté offre, la zone euro s'est caractérisée sur l'ensemble de la période par une croissance de la productivité nettement plus faible qu'aux États-Unis. À l'inverse, alors qu'il a stagné aux États-Unis, le taux d'emploi de la population en âge de travailler s'est nettement amélioré dans les pays européens même si des disparités au sein du continent demeurent. Plus récemment, la divergence est également liée à l'impact de la crise énergétique et à la hausse plus forte des prix de l'énergie en Europe en lien avec la baisse de l'offre de gaz naturel russe après le déclenchement de la guerre en Ukraine.

■ Du côté de la demande, force est de constater qu'il y a un déficit de demande agrégée bien réel en zone euro, avec une épargne qui dépasse nettement l'investissement depuis 2010, alimentant les déséquilibres commerciaux dans le monde. Cette épargne excédentaire s'explique entre autres par une politique budgétaire plus restrictive en Europe qu'aux États-Unis.

Cette sous-performance agrégée de la zone euro s'accompagne de trajectoires très hétérogènes au sein de la même zone. Sur l'ensemble de la période, les pays du « Nord » ont crû plus vite que la France et que les pays du « Sud ». La période récente a cependant permis à certains pays, notamment l'Italie, de combler une partie de l'écart. ■

L'EUROPE DÉCROCHE

PERSPECTIVES 2024-2025 POUR L'ÉCONOMIE MONDIALE ET LA ZONE EURO

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

Alors que les États-Unis échappent toujours au ralentissement, la situation conjoncturelle reste dégradée dans les pays européens accentuant la divergence qui est apparue dès le début de la crise sanitaire. Au-delà des écarts de croissance potentielle entre pays, ces différences sont liées à l'impact de la crise énergétique, plus fort dans les pays européens qu'outre-Atlantique mais aussi s'expliquent par l'orientation de la politique budgétaire depuis 2020. Ces écarts ne devraient pas se réduire à court terme. Le ralentissement de l'activité observé fin 2023 pèsera sur la croissance annuelle de 2024. De plus, les enquêtes et les premières données conjoncturelles disponibles au début de l'année dessinent un paysage contrasté entre les grands pays industriels et nous conduisent à prévoir la poursuite de la contraction du PIB de l'Allemagne pour le premier trimestre (-0,2 %). La croissance serait légèrement positive au Royaume-Uni et resterait bien orientée à court terme en Espagne et aux États-Unis.

En Chine, la croissance devrait résister malgré la crise du secteur immobilier. Les indicateurs conjoncturels signalent une certaine accélération de la production et nous prévoyons une croissance annuelle de 4,7 % en 2024. L'activité ralentirait en Inde par rapport à 2023 pour progresser autour de 6,5 %. Dans les pays d'Asie émergents (hors Chine), elle continuerait au même rythme qu'en 2023 et ralentirait en Amérique latine.

Dans les pays industrialisés et particulièrement en Europe, le rebond se manifesterait pour 2025 avec une croissance de 1,7 % tandis que celle des pays émergents resterait stable en 2024 et 2025. L'activité serait soutenue par l'assouplissement de la politique monétaire. La convergence de l'inflation vers la cible de 2 % conduirait effectivement les banques centrales à amorcer une baisse des taux à partir de mi-2024. Inversement, le niveau des déficits budgétaires et de la dette publique conduira de nombreux gouvernements à prendre des mesures de consolidation. La croissance mondiale atteindrait alors de 2,8 % en 2025, 0,2 point au-dessus de son niveau de 2024.

* Ces textes synthétisent l'analyse de la conjoncture menée par le Département analyse et prévision de l'OFCE au printemps 2024. Ces analyses s'appuient sur le travail de l'équipe internationale animée par Christophe Blot composée de Céline Antonin, Amel Falah, Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Hervé Péléraux, Christine Riffart, Benoît Williatte et celui de l'équipe France animée par Mathieu Plane et composée de Elliot Aurissergues, Bruno Coquet, Magali Dauvin, Ombeline Jullien de Pommerol, Pierre Madec et Raul Sampognaro. Cette prévision intègre les informations disponibles jusqu'au 5 avril 2024.

Perspectives 2024-2025 pour l'économie mondiale et la zone euro

1. L'Europe décroche 9

Parties thématiques

2. Tour du monde de la situation conjoncturelle

États-Unis : La récession n'aura pas lieu	39
Allemagne : panne de croissance	49
Italie : La baisse des marges pour maintenir l'activité	61
Royaume-Uni : l'annonce d'une embellie	73
Japon : malgré un <i>policy-mix</i> favorable le Japon flirte avec la récession .	83
Chine : l'esquive	95
Émergents d'Asie et d'Amérique latine : ralentissement sous contrôle .	103

6. ANNEXE (tableaux)

A1. Principales hypothèses de taux de change , taux d'intérêt et prix des matières premières.	118
A2. États-Unis.	119
A3. Zone euro	120
A4. Allemagne	121
A5. France	122
A6. Italie	123
A7. Espagne.	124
A8. Royaume-Uni.	125
A9. Japon : croissance, résumé des prévisions.	126
A10. Amérique latine	127
A11. Asie	127
A12. Nouveaux États membres de l'Union	128
A13. Chine : résumé des prévisions	128

1. Synthèse : L'Europe décroche

Les dynamiques de croissance mondiale en fin d'année 2023 sont restées contrastées. Alors que l'Europe dans son ensemble apparaît engluée dans la stagnation, les États-Unis résistent avec une croissance en hausse malgré le resserrement monétaire. Il en résulte une divergence accrue qui pourrait aller au-delà des différences de croissance potentielle. De fait, même si le retour de l'inflation a été un phénomène global, l'invasion de l'Ukraine et la crise énergétique qui a suivi ont plus profondément bousculé les économies européennes en raison d'une plus grande dépendance que les États-Unis au gaz russe dont le prix est soudainement devenu bien plus élevé qu'il ne l'avait jamais été. La politique budgétaire est certes venue en soutien, en partie atténué par la volonté des banques centrales de ramener l'inflation vers un niveau proche de 2 % comme l'exige leur mandat. De plus, l'orientation du *policy mix* américain a été assez similaire en 2023 à celui des pays européens puisque la politique budgétaire a été également expansionniste. À court terme, les signaux conjoncturels n'indiquent pas de rebond immédiat de l'activité en Europe. Inversement, les indicateurs restent bien orientés outre-Atlantique, suggérant que la divergence pourrait encore s'accroître au premier semestre 2024. À moyen terme, la politique monétaire devrait s'assouplir mais le débat sur le niveau des déficits publics et de la dette va s'intensifier, surtout dans l'Union européenne. Pourtant, malgré l'hétérogénéité des situations des pays qui la composent, la zone euro aurait un déficit public de 3,4 % du PIB en 2023 selon le FMI, soit près de 5 points de moins qu'aux États-Unis. Nous anticipons une faible croissance dans les pays industrialisés en 2024 (1,1 %) et des perspectives légèrement plus favorables en 2025 surtout dans les pays européens, où l'activité progresserait de 1,7 % contre 0,8 % en 2024.

Du côté des pays émergents, la Chine a retrouvé un sentier de croissance plus dynamique en 2023 mais ne parviendrait plus à afficher des taux de croissance aussi élevés que pendant les années pré-Covid. L'activité ralentirait légèrement en Inde après une année 2023 très

favorable. Il en résulterait une croissance mondiale en repli à 2,5 % en 2024. Malgré le rebond anticipé pour 2025 (2,8 %), la croissance mondiale semblerait marquer le pas relativement à la période 2015-2019, où elle dépassait 3 % en moyenne annuelle.

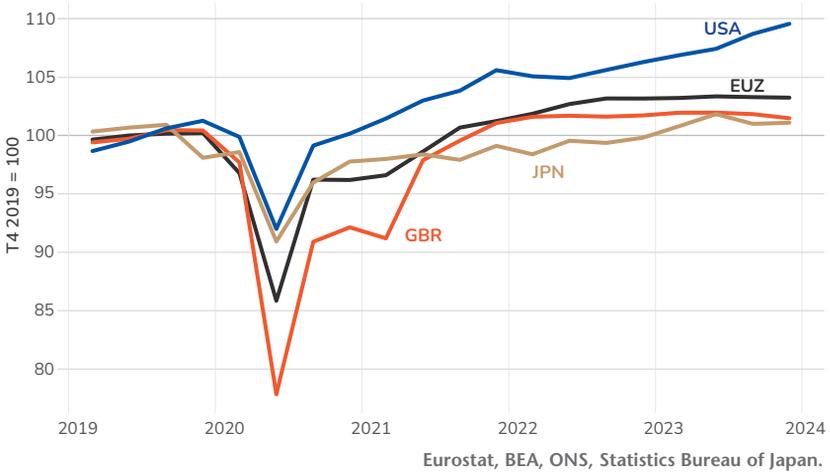
Le ralentissement se confirme en Europe...

Alors que les États-Unis échappaient toujours au ralentissement avec une croissance annuelle qui a atteint 2,5 % en 2023, contre 1,9 % l'année précédente, le ralentissement conjoncturel s'est poursuivi dans les pays européens. La croissance était au point mort dans la zone euro au second semestre 2023 et en repli au Royaume-Uni (graphique 1). Pour l'ensemble des pays européens, la croissance n'a atteint que 0,5 % en 2023 contre 3,7 % en 2022. Parmi les pays de la zone euro, l'Allemagne a confirmé ses difficultés avec une récession sur l'ensemble de l'année (-0,1 %) tandis que l'Espagne reste un moteur de la croissance avec une progression du PIB de 2,5 %. Sur l'année 2023, seul Malte aura affiché de meilleures performances dans la zone euro. La situation des pays européens contraste donc avec celle des États-Unis, accentuant la divergence qui est apparue dès le début de la crise sanitaire. Le Japon a connu un coup d'arrêt au troisième trimestre avec une contraction du PIB de 0,8 %.

Les États-Unis ont non seulement été moins touchés par l'effondrement de l'activité au premier semestre 2020 que de nombreux pays européens mais ils ont connu une phase de reprise dynamique telle qu'en sortie de crise Covid, fin 2021, ils avaient déjà un niveau d'activité relativement plus favorable que dans la zone euro et au Royaume-Uni. Les conséquences de la guerre en Ukraine et de la crise énergétique ont amplifié ces différences de performance économique. Fin 2023, le niveau du PIB américain dépassait celui de 2019 d'un peu plus de 9 points contre seulement 3,2 points dans la zone euro et 1,5 point au Royaume-Uni ou 1,1 point au Japon. Au sein de la zone euro, le PIB allemand ne dépasse celui de 2019 que de 0,3 point contre plus de 3 points en Espagne et en Italie. La piètre performance allemande depuis 2019 s'explique d'abord par une inflation plus forte que dans les autres grands pays de l'UE, qui a pesé sur la consommation des ménages, l'Allemagne n'ayant mis en place que très tardivement (en mars 2023) un bouclier tarifaire sur le gaz et l'électricité. Par ailleurs, l'un des piliers du modèle industriel allemand était l'accès à une énergie bon marché ; or la crise énergétique a grevé la compétitivité-

prix allemande dans les secteurs intensifs en énergie, créant un choc structurel – s'ajoutant aux chocs préexistants dans certains secteurs comme l'automobile. S'y ajoutent d'autres faiblesses conjoncturelles, notamment un recul marqué de l'investissement et un recul de la demande extérieure qui a pesé sur les exportations.

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



Ce ralentissement marqué des pays européens se traduit également dans les chiffres du commerce mondial. Sur l'ensemble de l'année 2023, leurs importations ont baissé de 1,3 %. La croissance annuelle des importations du Japon et des États-Unis fut également négative mais à la différence de l'Europe, la baisse s'explique par une mauvaise performance trimestrielle – au premier trimestre au Japon et au deuxième aux États-Unis – qui a pesé sur le chiffre annuel. Dans la zone euro dans son ensemble, les importations reculent depuis le quatrième trimestre 2022. Il en résulte une faible croissance de la demande adressée et donc des exportations du fait des interdépendances entre pays.

... et accentue la divergence avec États-Unis

Ces écarts de performance économique reflètent en partie les différences de croissance potentielle entre pays. Ainsi, selon les estimations effectuées par l'OCDE avant la crise Covid, le taux de croissance du PIB potentiel des États-Unis était de 2 %, soit respectivement 0,8 et

0,7 point de plus que celui de la zone euro et du Royaume-Uni¹. Néanmoins, même lorsque l'on tient compte de ces différences de croissance potentielle, les États-Unis sont toujours dans une situation plus favorable puisque leur niveau d'activité est proche de celui qu'ils auraient atteint si leur croissance avait été identique à leur croissance potentielle entre 2020 et 2023, alors que ce n'est pas le cas pour la zone euro dans son ensemble ou le Royaume-Uni (graphique 2). Dit autrement, la croissance a été inférieure au rythme potentiel pré-Covid dans la zone euro et au Royaume-Uni, ce qui pourrait suggérer une baisse de leur croissance potentielle (encadré 1). Une autre explication serait que ces pays ont été plus fortement touchés par les chocs, notamment la crise énergétique sur la période récente, ou que les politiques économiques ont moins soutenu l'activité.

Encadré 1. La croissance potentielle a-t-elle été baissée ?

Quatre ans après la pandémie de Covid qui a provoqué un arrêt de l'activité économique mondiale et deux ans après le début de la crise énergétique, certains pays affichent un déficit d'activité relativement à une trajectoire déterminée à partir des estimations de la croissance potentielle ou des tendances pré-Covid. Ainsi, en Allemagne cet écart atteignait 5 points au quatrième trimestre 2023 (graphique 2). Cet écart se distingue de l'écart en % entre le PIB à une date t et le PIB potentiel. Si un pays était en déficit d'activité fin 2019, ce déficit se serait accru en 2023 si la croissance moyenne 2020-2023 avait été inférieure au rythme de croissance du potentiel. Pour la zone euro dans son ensemble, le déficit d'activité serait de 1,7 point. Inversement, la trajectoire de croissance américaine a été conforme à la tendance pré-Covid entre 2020 et 2023. Par ailleurs, on notera que la situation des pays européens est hétérogène puisque l'Italie ou la Grèce semblent avoir connu des évolutions plus favorables, si on compare leur situation actuelle à celle d'un contrefactuel calculé à partir des croissances potentielles estimées sur une période pré-Covid. En Grèce comme en Italie, l'estimation de la croissance potentielle pré-Covid était très faible (-0,1 % en 2019 et 0,2 % en 2021), reflétant la faiblesse de la croissance observée dans ces deux pays, fortement touchés lors de la crise des dettes en zone euro à partir du début des années 2010.

Il n'y a pas de consensus suggérant que la crise sanitaire pourrait avoir durablement affecté la croissance potentielle. Certains² identifient des

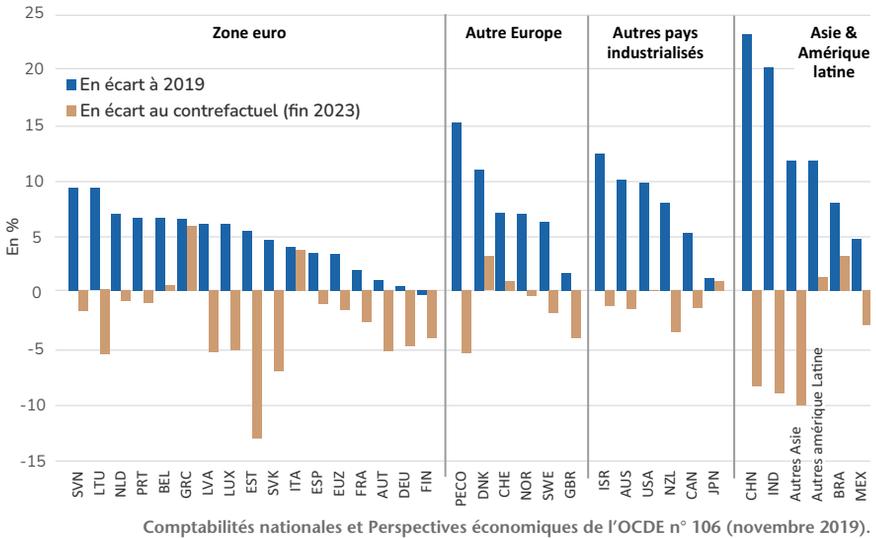
1. Pour le Japon, l'estimation était comprise entre 0,7 et 0,5 % sur la période 2019-2021. Les calculs de la Commission européenne (AMECO) pour la zone euro ou du CBO pour les États-Unis indiquaient des taux de croissance proches de ceux de l'OCDE.

2. Voir Fernald et Li (2022).

facteurs qui auraient des effets négatifs (rupture des approvisionnements et contraintes sur les chaînes de production) mais aussi des facteurs plus positifs, notamment le renforcement des investissements sur les outils numériques³. Les études menées sur données d'entreprises montrent une très forte hétérogénéité de situations en termes de productivité (Bloom *et al.*, 2023).

Il n'y aurait donc pas de lien systématique entre crise sanitaire, crise énergétique et croissance potentielle. Toutefois, dans le cas européen, la hausse des prix de l'énergie pourrait être un facteur plus structurel en raison de la hausse du prix du gaz, qui a pu contraindre les modes de production, et de la nécessité de trouver des sources alternatives d'approvisionnement. Pour autant, les estimations de croissance potentielle sont incertaines et sujettes à des révisions fréquentes sans que celles-ci puissent être liées à des événements spécifiques. Il est probable que certains pays voient leur croissance potentielle révisée à la hausse (l'Italie ou le Japon par exemple) mais cette révision pourrait refléter une sous-estimation sur la période pré-Covid. Inversement, malgré des performances qui restent relativement bonnes, certains pays émergents d'Asie ont enregistré une légère baisse de leur croissance relativement à la tendance pré-crise.

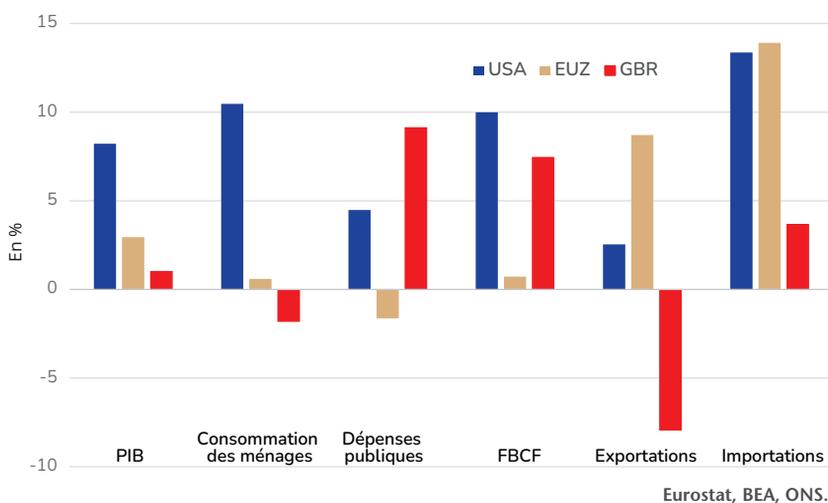
Graphique 2. Écarts du PIB au niveau du T4-2019 ou au contrefactuel



3. Le télétravail pourrait aussi être source de gains de productivité. Voir Bergeaud *et al.* (2023) pour une confirmation sur données françaises.

Une analyse de ces divergences à l'aune des composantes du PIB montre par ailleurs qu'une grande partie des écarts s'explique par la dynamique de la demande intérieure et en particulier de la consommation des ménages. Aux États-Unis, la consommation privée, les dépenses publiques et l'investissement sont nettement au-dessus des niveaux de 2019, ce qui n'est pas le cas pour la zone euro et le Royaume-Uni sauf pour les dépenses publiques (graphique 3). Dans la zone euro, l'activité a été essentiellement tirée par le commerce extérieur du fait d'exportations relativement dynamiques. Au Royaume-Uni, elles sont de 8 points sous leur niveau de fin 2019.

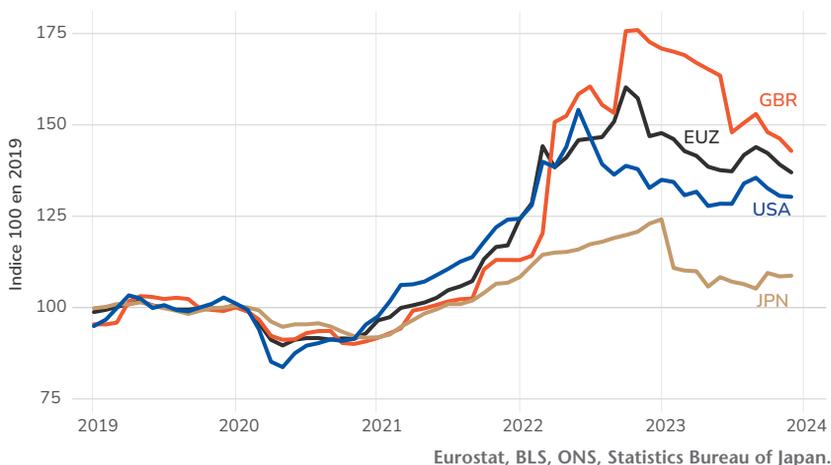
Graphique 3. Écarts du PIB et de ses composantes par rapport au T4 2019



Un effet de la crise énergétique ?

La flambée des cours de l'énergie, amorcée en 2021, explique une partie des divergences de trajectoire entre pays. Cette flambée a eu deux causes : d'abord, la reprise économique post-Covid, qui a eu lieu aux États-Unis plus tôt qu'en Europe ; la guerre en Ukraine ensuite, qui a perturbé les marchés de l'énergie, notamment en Europe en raison de la forte dépendance au gaz russe. Globalement, les évolutions agrégées des prix de l'énergie ont été moins fortes aux États-Unis qu'en zone euro sur la période 2019-2023 : la composante énergie de l'indice des prix à la consommation (IPC) a crû de 30,3 % aux États-Unis contre 37 % en zone euro et 42,9 % au Royaume-Uni et de moins de 10 % au Japon (graphique 4).

Graphique 4. Taux de croissance de l'indice des prix à la consommation, composante énergie

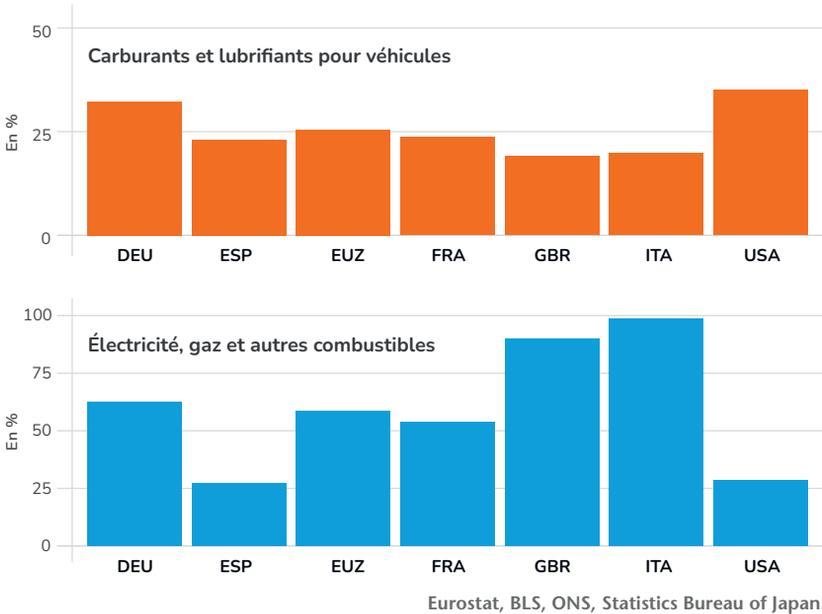


Précisons qu'au sein de cette composante énergie, les prix des carburants et lubrifiants pour véhicules, en grande partie fabriqués à partir de produits pétroliers, ont connu une progression plus forte aux États-Unis qu'en Europe (graphique 5) car le marché pétrolier est un marché mondialisé et les États-Unis, bien qu'étant le plus grand producteur de pétrole au monde, restent un importateur net de pétrole brut. En raison de cette dépendance, les prix de l'essence américaine sont largement influencés par le marché mondial du pétrole brut. Par ailleurs, la structure et le poids plus fort des taxes sur le carburant dans les pays de l'Union européenne expliquent une moindre élasticité des prix finaux du carburant au prix du pétrole brut. En revanche, en raison de la régionalisation des marchés du gaz⁴, les prix de l'électricité, du gaz et des autres combustibles ont crû beaucoup plus rapidement en Europe. Ainsi, entre 2019 et 2023, la hausse des prix de l'électricité, du gaz et des autres combustibles a atteint 58,6 % en zone euro – avec une forte hétérogénéité entre pays – contre « seulement » 28,6 % aux États-Unis, et près de 90 % au Royaume-Uni. La composante gazière et électrique a d'ailleurs un poids deux fois plus important dans l'IPC européen que dans l'IPC états-unien. Au-delà de la progression de

4. En dépit du développement du gaz naturel liquéfié (GNL), le marché du gaz naturel reste encore fortement régionalisé. La « nature » du gaz et le coût du transport ont jusqu'à présent constitué des obstacles au commerce transcontinental, les pays consommateurs s'efforçant de s'approvisionner au plus proche de leurs besoins.

l'indice, notons que sur le marché au comptant, le niveau de prix du gaz naturel américain était environ cinq fois inférieur au prix sur le marché européen TTF en 2023.

Graphique 5. Niveau des sous-indices de l'IPC énergie, 2019-2023



Des différences de politique économique ?

En Europe comme aux États-Unis, les banques centrales ont répondu à l'augmentation de l'inflation en resserrant la politique monétaire. Leurs réactions ont été relativement similaires, malgré quelques différences sur l'ampleur du resserrement et son *timing*, qui suggèrent un effet sur la croissance légèrement plus négatif pour les États-Unis. D'une part, la Réserve fédérale a commencé à augmenter les taux en mars 2022 alors que la première hausse de la BCE a été décidée en juillet. D'autre part, la variation des taux directeurs a été de 5,25 points aux États-Unis et de 4,5 points dans la zone euro, le Royaume-Uni se situant dans une position intermédiaire. Quant au Japon, il n'y a pas eu, jusqu'à la décision de mars 2023, de resserrement de la politique monétaire. Ces décisions se sont par la suite reflétées dans les taux longs de marché et bancaires, en moyenne plus élevés aux États-Unis qu'en zone euro. De même, les taux appliqués

par les banques américaines ou britanniques ont été plus élevés. Ces différences de niveau ou de variations peuvent néanmoins aussi refléter soit la prépondérance de taux variables et donc une transmission plus rapide des hausses de taux de politique monétaire, soit des maturités de prêts différentes. Il semble néanmoins que le resserrement de la politique monétaire est comparable aux États-Unis et en Europe et ne devrait pas expliquer les différences de croissance sauf à supposer qu'une hausse de taux aurait des effets sur la demande intérieure bien plus importants dans les pays européens.

L'explication des écarts de croissance pourrait aussi être liée à l'orientation de la politique budgétaire depuis 2020. En effet, les gouvernements ont mené des politiques budgétaires expansionnistes pour atténuer les effets de la crise sanitaire. En Europe, de nouvelles mesures ont ensuite été introduites pour amortir l'impact de la hausse des prix de l'énergie sur l'activité. Bien qu'il n'y ait pas eu de mesures équivalentes aux États-Unis, la politique budgétaire américaine a été également expansionniste.

En 2020, les mesures de soutien budgétaire réalisées par les principales économies avancées ont été comprises entre 1,6 point de PIB structurel en Espagne et plus de 10 points de PIB structurel aux États-Unis. Ce soutien est resté conséquent pendant l'année 2021. Alors que la normalisation de la situation sanitaire laissait augurer un retrait des mesures budgétaires exceptionnelles, la guerre en Ukraine et la crise énergétique ont nécessité la mise en place d'une nouvelle série de mesures budgétaires, cette fois-ci pour atténuer l'effet de ces chocs exceptionnels sur les bilans privés.

Dans ce nouveau contexte, le soutien budgétaire est resté conséquent en Europe même s'il a été de moindre ampleur qu'en 2020-2021 pendant la Covid. Les mesures exceptionnelles pour compenser le choc de la crise énergétique et de la montée de l'inflation était de près de 3 points de PIB structurel en France et en Allemagne et de 4 points en Italie (compensé en partie par le plan de relance européen) en 2022 par rapport à la situation pré-Covid.

Enfin, l'année 2023 marque la première année du retrait des mesures de soutien exceptionnel, sans pour autant qu'il n'y ait un retour à la situation pré-Covid. Le soutien budgétaire demeure présent dans toutes les économies avancées lorsqu'on compare leur impact sur le solde primaire corrigé du cycle conjoncturel par rapport à son niveau de 2019 (tableau 1). Le soutien budgétaire est resté particulièrement important en Allemagne et en Italie (encadré 2), pays ayant subi le choc

énergétique de façon particulièrement forte en raison de leur mix énergétique et de l'importance de l'industrie manufacturière dans leur PIB.

Tableau 1. Impact des mesures budgétaires mobilisées pour répondre à la crise Covid et à la crise énergétique sur le déficit structurel primaire

En points de PIB structurel	2020	2021	2022	2023
France	3,1	3,5	2,7	1,6
Allemagne	4,4	4,4	2,7	1,6
Espagne	1,6	0,1	1,2	0,4
Italie	4,4	3,8	4,0	1,4
Royaume-Uni	7,7	5,2	2,1	1,8
États-Unis	10,5	11,6	3,4	2,2

Calculs OFCE.

Note de lecture : en 2020, en France l'impulsion budgétaire liée aux mesures exceptionnelles est de 3,1 points de PIB structurel par rapport à l'année 2019.

Encadré 2. Le soutien public à la rénovation en Italie depuis 2019

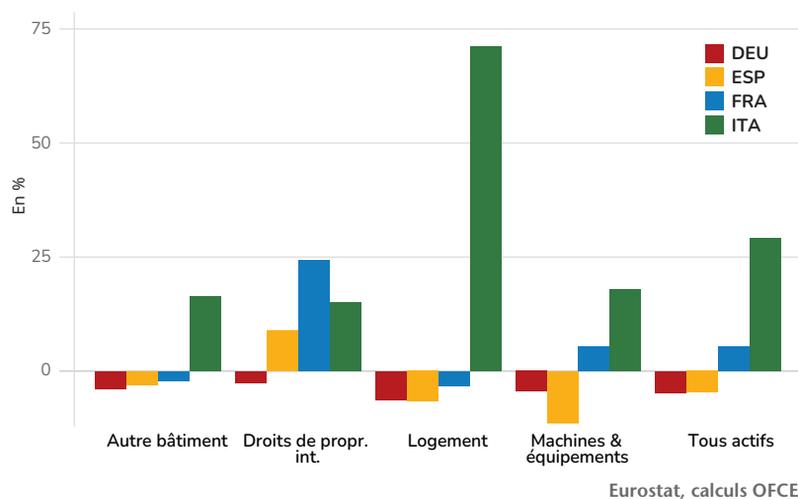
Depuis 2019, le PIB a davantage augmenté en Italie (+4,2 %) que dans les autres économies majeures de la zone euro (0,1 % en Allemagne, 2,9 % en Espagne, 1,9 % en France) ; en particulier, la formation brute de capital fixe y a été bien plus dynamique (graphique 6). Parmi les principales catégories d'actifs, l'investissement en Italie a le plus progressé pour les bâtiments résidentiels (+76,9 %). L'ampleur de l'écart sur l'investissement en logements s'expliquerait par le soutien budgétaire important apporté par le gouvernement italien, notamment sous la forme de crédits d'impôts à la rénovation énergétique et sismique de bâtiments. En avril 2023, le ministère de l'Économie et des Finances estimait que ces crédits auraient un coût total de 116 milliards d'euros ; le projet de loi de finances présenté en octobre 2023 a ensuite indiqué que ces estimations devaient être augmentées de 1,1 point de PIB, pour un déficit public 2023 attendu à 5,3 % ; celui-ci a finalement été évalué par ISTAT à 7,2 %. Le coût de l'ensemble des crédits d'impôts à la rénovation sur la période 2020-2023 devrait donc être compris entre 138 et 178 milliards d'euros, le 1,9 % de déficit non anticipé étant vraisemblablement lié à une sous-estimation de l'utilisation de ces aides.

Parmi ces crédits, le « superbonus » représenterait une grande majorité (100 milliards sur 2020-2023). Cette mesure adoptée en avril 2020 visait à soutenir la reprise de l'activité, en proposant des crédits d'impôts à hauteur de 110 % du coût des travaux si ceux-ci satisfaisaient des critères de gain d'efficacité énergétique ou de résilience sismique ; de plus, ces crédits étaient transférables à l'entreprise réalisant les travaux ou à des institutions financières. Plusieurs décrets ont amendé le dispositif afin d'en réduire le coût : baisse des taux annoncée en novembre 2022 (70 % en 2024 et 65 %

en 2025), puis, en février 2023, suppression de la transférabilité des crédits d'impôts ; toutefois de nombreuses exceptions étaient prévues, notamment dans les cas où les travaux avaient débuté avant l'entrée en vigueur des nouvelles conditions. Toujours dans cet objectif de clarification et de réduction de l'impact budgétaire du dispositif, un décret a été adopté fin mars 2024, afin de définitivement éliminer la possibilité de transférer ces crédits et d'avancer les échéances pour bénéficier de crédits sur les travaux engagés en 2023.

L'excédent de FBCF résidentielle par rapport à son niveau de fin 2019 représenterait environ 2,5 % du PIB en 2023. Toutefois, les premières évaluations des mesures de soutien estiment qu'une grande partie des travaux bénéficiant des crédits d'impôts auraient été réalisés sans l'introduction des conditions bien plus généreuses. Les éléments communiqués au cours d'auditions parlementaires par l'Office parlementaire du budget et ISTAT suggèrent des multiplicateurs autour de 0,5 ; cependant, ces estimations ont été réalisées avant les révisions du coût total des mesures d'aides. En termes de finances publiques, pour la période 2020-2023, les octrois de crédits ont été entièrement comptabilisés comme dépenses survenues sur l'année ; en revanche, les effets sur la dette publique seront déterminés par l'utilisation réelle des crédits d'impôts, et donc seraient étalés sur les années à venir⁵.

Graphique 6. Formation brute de capital fixe part type d'actif, T4 2019 et T4 2023



5. Pour 2024 et 2025, les taux réduits et surtout la fin de la transférabilité impliqueraient un changement de norme comptable. En particulier, les effets sur le déficit seraient évalués à partir des pertes de revenus liées à l'utilisation des crédits et donc réellement observées, plutôt que de comptabiliser le montant théorique des crédits alloués comme une dépense en l'année d'octroi.

Il faut remarquer que le soutien budgétaire est massif outre-Atlantique au début de l'émergence de la pandémie de Covid-19 et son niveau soutenu en 2021 peut expliquer une partie du différentiel de croissance en sortie de crise Covid alors même que pour des raisons géographiques (et de spécialisation productive), les États-Unis n'ont pas mobilisé de ressources pour compenser le choc énergétique sur la période 2022-2023. En effet, le soutien budgétaire des années 2020-2021 s'est traduit par une augmentation cumulée du revenu disponible bien plus importante qu'en Europe. Entre fin 2019 et fin 2023, le pouvoir d'achat du revenu disponible a progressé de 7,6 points aux États-Unis, soit 3,7 et 4,2 points de plus qu'au Royaume-Uni et dans la zone euro⁶. À cet effet de revenu, s'ajoute également une différence dans l'utilisation de la surépargne accumulée. Ainsi, les ménages américains ont, comme dans les autres pays, d'abord accumulé de l'épargne du fait des contraintes pesant sur les dépenses, mais ils ont par la suite consommé plus rapidement cette surépargne.

Des salaires plus dynamiques ?

Les chocs subis après 2019 se sont également traduits par une volatilité des salaires, nominaux et réels⁷. D'une part, les salaires nominaux ont fortement progressé entre la fin 2019 et le dernier trimestre de 2023 (graphique 7). D'autre part, sous l'effet de la hausse des prix, la plupart des économies avancées ont vu les salaires réels stagner ou diminuer sur cette période, à l'exception de l'Espagne (+2,5 %) et plus encore des États-Unis (+5,1 %). En effet, les tensions élevées sur le marché du travail, les gains de productivité et une moindre exposition au choc des termes de l'échange en 2022 ont permis aux salariés américains de davantage gagner en pouvoir d'achat.

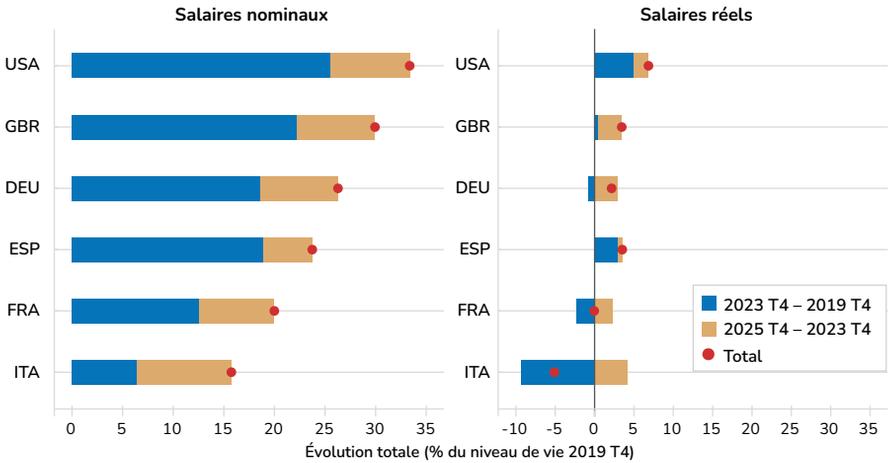
En prévision, le ralentissement plus important des prix par rapport à celui des salaires nominaux devrait donc permettre aux salariés européens de gagner en salaire réel par rapport aux niveaux pré-2020. Ce rattrapage permettrait de combler une partie seulement de l'écart entre salaires réels américains et européens. L'Italie, où les revalorisations anticipées pour 2024-2025 n'effaceraient que partiellement les pertes de salaires réels (-5,1 % au quatrième trimestre 2025 par

6. Au Japon, le pouvoir d'achat du revenu disponible a reculé sur l'ensemble de la période.

7. Nous examinons ici les salaires horaires tels que mesurés dans la comptabilité nationale, pour l'ensemble de l'économie.

rapport à la fin 2019), se démarquerait. Étant donné une évolution des prix comparable à la moyenne des autres économies européennes, cette divergence s'expliquerait par la faible progression des salaires nominaux. Enfin, malgré une hausse des prix relativement moins forte que dans les autres économies européennes, les salaires réels en France stagneraient sur la période 2020-2025.

Graphique 7. Évolution des salaires nominaux et réels depuis le T4 2019



La croissance résiste dans les pays émergents

La croissance des pays en voie de développement s'est maintenue à 4 % en 2023, proche de l'année précédente. L'activité a notamment progressé plus rapidement en Chine et en Russie. Le PIB chinois a augmenté 5,2 % en 2023, après 3 % en 2022, soutenu principalement par la consommation et dans une moindre mesure par l'investissement tandis que la contribution des exportations nettes était négative. La fin des restrictions sanitaires a permis une hausse de la consommation des ménages en services de voyages (transport, hôtellerie-restauration), ce qui s'est traduit par une baisse de 1,8 point du taux d'épargne, qui se maintient néanmoins au-dessus de son niveau pré-Covid (31,7 %, contre moins de 30 %).

Dans les autres pays d'Asie hors Chine et surtout d'Amérique latine, l'activité s'est montrée résiliente malgré un certain ralentissement. La situation y reste globalement favorable, à l'exception de Hong Kong,

de l'Argentine et du Venezuela toujours plongés dans une crise structurelle profonde. L'Inde réalise une croissance encore exceptionnelle à 7,7 % en 2023, et même à plus de 8 % en glissement annuel au quatrième trimestre 2023. L'activité est notamment soutenue par un vaste plan de relance *via* les investissements publics.

Dans les différents pays émergents, le niveau d'activité en fin d'année 2023 est bien au-dessus de celui de 2019. La situation est néanmoins plus contrastée si l'on compare ces performances aux tendances pré-crise (graphique 2). Ainsi, la dynamique de croissance chinoise reste en deçà de ce qu'elle était avant 2019 : 1,2 % en moyenne trimestrielle sur la période 2020-2023 contre 1,7 % entre 2012 et 2019, suggérant un déficit d'activité ou une trajectoire de croissance post-Covid affaiblie. Le constat est proche pour l'Inde, même si au regard de l'année 2023 l'activité a retrouvé un rythme de croissance supérieur à celui d'avant-crise, réduisant ainsi l'écart par rapport à un niveau contrefactuel basé sur une croissance trimestrielle pré-crise de 1,7 %⁸. La situation semble plus favorable pour le Brésil ce qui s'explique sans doute en partie par la très faible croissance de référence, le pays ayant été touché par une contraction du PIB en 2015 et 2016.

L'inflation a également reculé dans l'ensemble des pays émergents en 2023 mais reste souvent en dehors des fourchettes visées par les banques centrales nationales dans le cadre de leur stratégie monétaire en vigueur. Ce mouvement a toutefois permis une baisse des taux dans tous les pays d'Amérique latine à partir de l'été 2023. En Asie, les taux qui avaient augmenté plus tardivement restent pour l'heure encore inchangés mais la politique monétaire y est malgré tout moins restrictive.

Les signaux de court terme restent défavorables

La croissance annuelle moyenne du PIB de 2024 sera d'abord marquée par le ralentissement de l'activité observé fin 2023 qui se traduit par des acquis de croissance peu dynamiques. On peut distinguer trois groupes de pays : le premier composé notamment de l'Allemagne, du Royaume-Uni et du Japon, dont le PIB s'est contracté au second semestre 2023 et dont l'acquis est négatif (entre -0,1 et -0,3 %), ce qui pèsera sur la croissance moyenne de 2024. Le

8. Fin 2023, le déficit d'activité est estimé à 9,2 points contre 10 points fin 2022.

deuxième, composé de la France et de l'Italie dont la croissance a été faible au second semestre 2023 et dont l'acquis est légèrement positif (0,2 %). Enfin, le dernier groupe, composé de l'Espagne et des États-Unis, pays qui ont connu une croissance élevée fin 2023 et dont l'acquis pour 2024 est largement positif (respectivement 0,8 et 1,3 %).

Climats de confiance contrastés mais souvent dégradés

Au-delà des acquis, les enquêtes et les premières données conjoncturelles disponibles au début de l'année dessinent un paysage contrasté entre les grands pays industriels et nous conduisent à des prévisions de croissance pour le premier trimestre 2024 très diverses : 0,4 % aux États-Unis, 0,5 % en Espagne, 0,1 % au Royaume-Uni et en France. Le PIB reculerait en Allemagne (-0,2 %).

Du côté de la construction, le constat est globalement mauvais : la hausse des taux directeurs a fait plonger les crédits accordés aux ménages et les permis de construire. Dans la zone euro, les enquêtes sur le climat de confiance dans le secteur de la construction restent dégradées début 2024. En Italie, où cet indice résistait en raison du superbonus (voir encadré 2), la tendance est également à la baisse depuis janvier 2024. En Allemagne, la chute très marquée dans l'industrie, s'est accentuée sur les premiers mois de 2024. Les enquêtes sont toujours mal orientées depuis début 2022 dans l'industrie dans la plupart des pays. L'Allemagne est le pays le plus touché. Le rebond de l'indice de production dans le secteur manufacturier, intervenu en janvier 2024, est trop faible par rapport à la baisse passée pour donner un signal positif pour le premier trimestre 2024. L'indicateur ifoCAST, mis à jour tous les quinze jours à l'aide d'un modèle statistique et des premières informations disponibles (commandes, production, chiffres d'affaires, enquêtes...), confirme cette analyse, avec une croissance du PIB qui serait de -0,2 % au premier trimestre 2024⁹. À l'opposé, l'Espagne est un des rares pays où les enquêtes dans l'industrie sont bien orientées, avec un rebond de la confiance dans ce secteur depuis décembre 2023, après plusieurs mois de stabilité. Les enquêtes sur les carnets de commande dans l'industrie, en hausse également depuis octobre, ont fortement augmenté en février 2024. L'AIReF (Agence indépendante de responsabilité fiscale) qui fournit également une estimation en temps réel de la croissance du PIB, grâce aux données et

9. La dernière mise à jour de cet indicateur date du 22 mars 2024. Pour plus d'informations, voir <https://www.ifo.de/en/ifoCAST>.

enquêtes connues au fur et à mesure du trimestre intégrées dans leur modèle MIPred¹⁰, estimait le 26 mars que la croissance du PIB pourrait atteindre 0,7 % au premier trimestre 2024.

Contrairement à l'industrie où les comportements divergent, la confiance des ménages se redresse dans les principaux pays de la zone euro mais elle reste à un niveau dégradé, dans un contexte de reflux de l'inflation et de faible niveau du taux de chômage. Au Royaume-Uni également, les ventes de détail se sont redressées en janvier puis stabilisées en février 2024, à un niveau certes bas, mais qui laisse présager un rebond de la consommation des ménages au premier trimestre 2024. C'est donc la consommation privée qui sera le principal soutien de la croissance du PIB dans les grands pays industriels. La situation économique aux États-Unis reste favorable pour le début de l'année : les acquis issus des premières données disponibles pour le mois de janvier 2024, notamment la consommation des ménages, suggèrent un bon premier trimestre 2024.

Au Japon, les premières données pour 2024 sont mitigées : la production dans l'industrie manufacturière a reculé en janvier et février par rapport à décembre 2023, particulièrement touchée par l'arrêt de la production dans plusieurs usines Toyota (à la suite d'irrégularités dans les tests de certification des moteurs diesel et de problèmes liés à des tests de sécurité en cas de collision). La production devrait repartir en février et mars, mais ne compenserait pas les pertes de janvier selon le ministre de l'Économie, entraînant un recul de l'investissement productif. La confiance des consommateurs continue de se redresser, mais reste touchée par des évolutions de prix à la consommation toujours plus élevées que celles des salaires nominaux, ce qui se traduit par une faible croissance de la consommation privée.

Les données de commerce de biens sur le mois de janvier confirment l'absence de rebond en début d'année dans les pays industrialisés. Selon l'indicateur calculé par le CPB, les importations de la zone euro baissent de 0,4 % et celles des États-Unis de 0,2 %. La chute est encore plus forte pour le Japon puisqu'elle dépasserait 7 %. Inversement, les signaux sont mieux orientés pour le commerce des pays émergents. Les importations chinoises sont en hausse de 5 %, celles de l'Inde de 3,9 % et celles du Brésil de 2,4 %.

10. Les informations sur cette estimation sont disponibles à l'adresse suivante : <https://www.airef.es/en/quarterly-gdp-forecast-spain/>. Les données utilisées sont notamment : le nombre de personnes affiliées mensuellement à la sécurité sociale, la consommation d'énergie, l'indice de production industriel, les ventes...

En Chine, la croissance devrait résister malgré la crise du secteur immobilier. Après 1,5 % au troisième trimestre et 1 % au quatrième trimestre, elle pourrait se poursuivre à un rythme trimestriel moyen de 1,2 % en 2024. Les indicateurs conjoncturels signalent une certaine accélération de la production industrielle au cours des derniers mois : en février 2024, celle-ci était en hausse de 7 % sur un an, contre 2,4 % seulement un an plus tôt. Dans la seule industrie manufacturière (+7,7 % sur un an), la production de batterie pour les véhicules électriques et de composants électroniques est particulièrement dynamique (avec des hausses de plus de 40 % sur un an). Les investissements sont pour leur part en hausse de 4,2 % sur un an en février 2024, contre 5,2 % il y a un an. Mais la hausse est de plus de 9 % si l'on exclut les investissements des promoteurs immobiliers. Ces derniers sont en baisse de 9 % sur un an, pour la deuxième année consécutive : l'ajustement du secteur immobilier se poursuit, sans effondrement brutal du secteur. Les ventes de détail étaient en hausse de 5,5 % sur un an en février, contre 3,5 % un an plus tôt, une normalisation s'étant engagée après le point haut de 18 % sur un an en mai 2023, porté par la forte accélération des ventes de services, notamment dans la restauration et les voyages. Ces ventes restent cependant dynamiques (en hausse de 12 % sur un an en février).

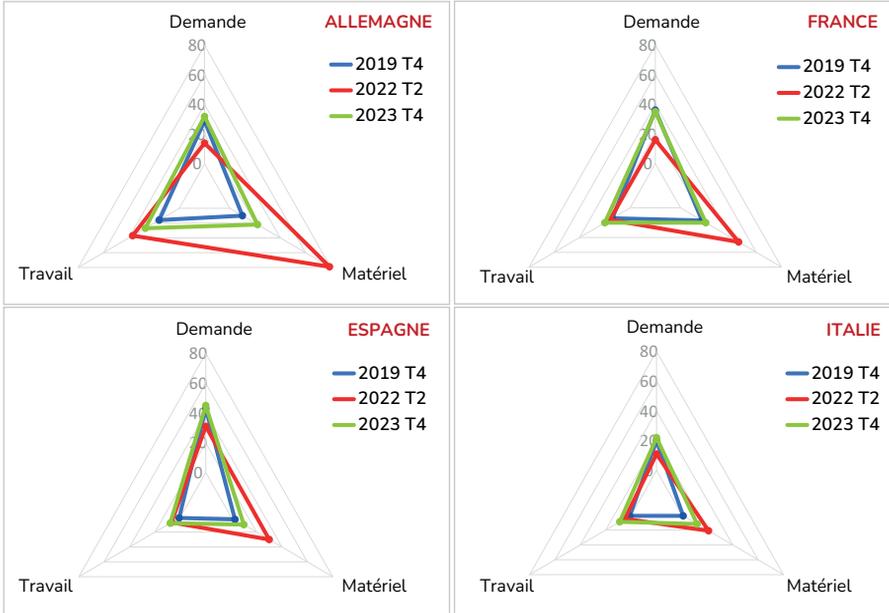
Des problèmes d'offre aux problèmes de demande

Par ailleurs, le retournement conjoncturel s'est également accompagné d'un changement dans les facteurs freinant l'activité. La période postérieure à 2021 a été marquée par une reprise soutenue de la demande mondiale après la levée des restrictions imposées par la crise sanitaire. Cette forte demande a exercé une pression considérable sur les chaînes d'approvisionnement, entraînant des tensions importantes. Au deuxième trimestre 2022, les entreprises du secteur industriel signalaient que les pénuries de matériel et/ou d'équipement étaient les principaux obstacles à la production, marquant un changement par rapport à la fin de 2019 où les problèmes de demande prédominaient (graphique 8).

Depuis la mi-2022, la normalisation des chaînes d'approvisionnement à l'échelle mondiale et la levée des dernières restrictions sanitaires en Chine à la fin de 2022 ont contribué à atténuer les difficultés d'approvisionnement signalées par les entreprises, bien que ces difficultés restent encore plus élevées qu'avant la crise, en particulier en Allemagne.

À la fin de 2023, l'insuffisance de la demande est réapparue comme le principal frein à la production pour les entreprises du secteur industriel, ce constat étant valable pour l'ensemble des pays de la zone euro étudiés. Les difficultés liées au travail et au recrutement semblent relativement stables sauf en Allemagne où elles ont reculé depuis mi-2022.

Graphique 8. Les freins à la production dans le secteur industriel



Commission européenne.

Politique économique : inversion du *policy-mix*

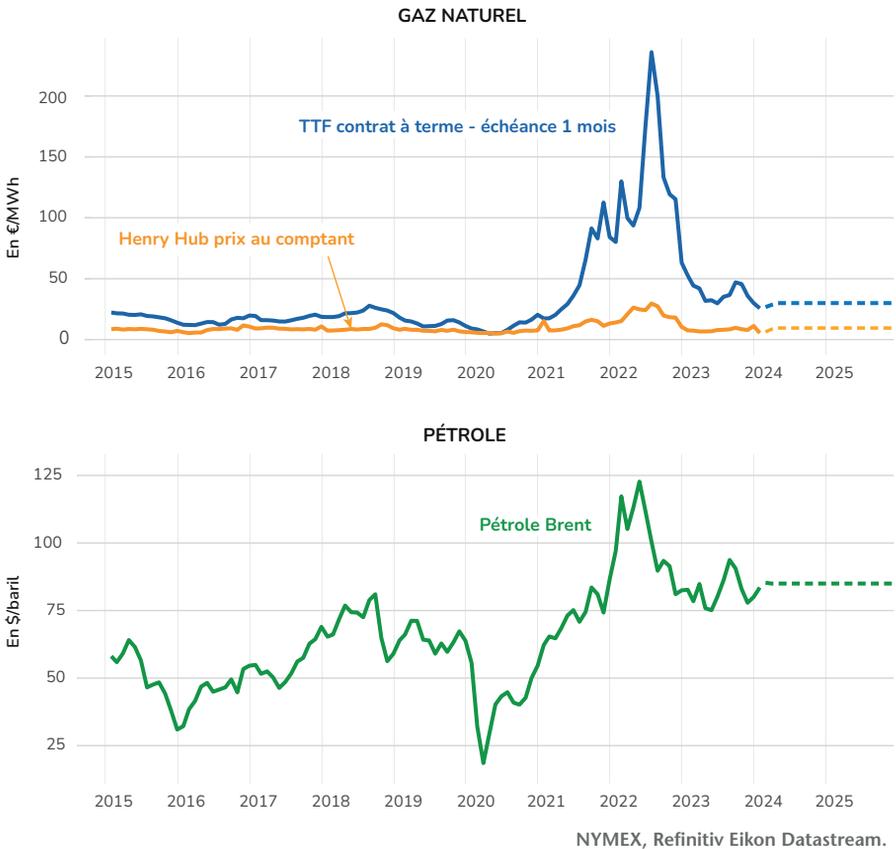
Prix du pétrole et du gaz naturel : un quasi-retour à la normale ?

Au second semestre 2023, les tensions géopolitiques et les inquiétudes concernant la demande de pétrole brut ont entraîné des fluctuations de prix. Ainsi, à la suite des réductions volontaires de production annoncées par l'Arabie saoudite et les pays de l'OPEP+, les prix du Brent ont augmenté au troisième trimestre 2023, atteignant 98 dollars par baril fin septembre 2023. Les cours se sont globalement repliés au quatrième trimestre, malgré quelques brèves phases haus-

sières – notamment lors du déclenchement du conflit entre Israël et le Hamas, et lors des attaques de navires en mer Rouge. Le baril de Brent a terminé l'année à 78 dollars. Cette détente des cours s'explique par l'apaisement des craintes d'extension du conflit et surtout par la faiblesse de la demande de pétrole brut. Nous inscrivons en prévision une stabilité du prix du baril de Brent, à 85 dollars en 2024 et 2025 (graphique 9). En effet, nous faisons l'hypothèse que la baisse déjà constatée de production des pays de l'OPEP+, Arabie saoudite et Russie en tête, ne s'intensifierait pas en 2024.

En effet, le 30 novembre 2023, les pays de l'OPEP+ ont décidé, jusqu'à fin mars 2024, une baisse supplémentaire de production afin de lutter contre le surplus d'offre mondiale qui se profile au premier semestre 2024. Nous faisons l'hypothèse d'une stabilité de la production de l'OPEP+ au premier semestre, puis d'une légère augmentation au deuxième semestre. Les autres producteurs devraient voir leur production augmenter en 2024, notamment les États-Unis, le Canada, le Brésil et le Guyana, qui contribuent à eux seuls à la quasi-totalité de la croissance de l'offre. Parallèlement, la consommation mondiale devrait croître seulement de 1,5 % en 2024 – contre 0,9 % pour l'offre –, du fait d'une croissance mondiale modérée. En 2025, nous anticipons la fin des restrictions supplémentaires de la part de l'OPEP+, et donc une croissance de l'offre plus dynamique. Comme la demande devrait également se raffermir, le marché resterait équilibré. Sur le marché européen du gaz naturel (TTF), les prix sur les contrats à terme ont été divisés par 4,8 entre 2022 et le premier trimestre 2024 où ils atteignent 27 euros/MWh. Dans les pays européens de l'OCDE, la demande de gaz naturel a baissé de 7 % en 2023 pour atteindre son niveau le plus bas depuis 1995. Les prix du gaz naturel ont certes augmenté au quatrième trimestre en raison du début de la période hivernale ; cependant, les niveaux de stockage élevés et l'amélioration de la dynamique de l'offre ont permis de modérer les cours. Aux États-Unis, les prix Henry Hub ont été divisés par trois par rapport à 2022 pour atteindre 7,1 euros/MWh au premier trimestre 2024, grâce à une forte production intérieure et à des températures hivernales plus douces. En 2024, nous anticipons un prix autour de 30 euros/MWh, soit un cours en baisse de 27 % par rapport à 2023. Les prix du Henry Hub aux États-Unis devraient atteindre 9,5 euros/MWh, soit une hausse de 18 % par rapport à 2023.

Graphique 9. Prix du pétrole et du gaz naturel



Politique monétaire : l'inflation sous contrôle

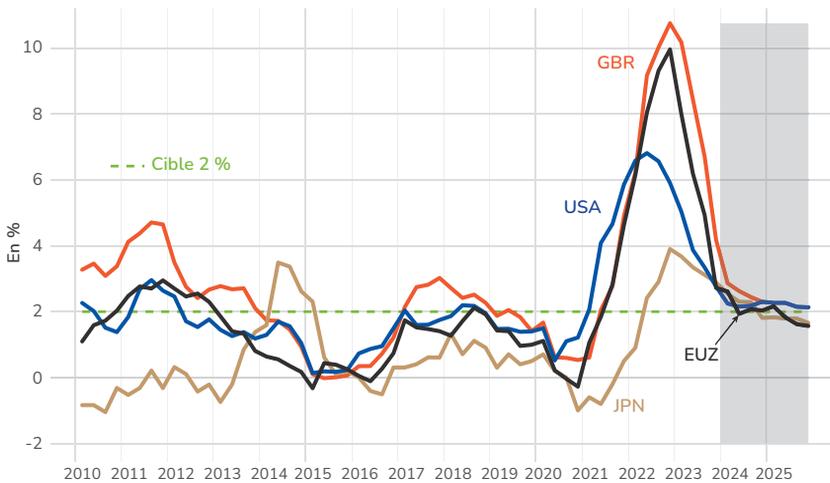
Depuis les pics d'inflation atteints entre mi-2022 aux États-Unis et fin 2022 en zone euro et au Royaume-Uni, les prix ralentissent progressivement en lien avec le reflux des prix de l'énergie.

Fin 2023, l'inflation dans les grandes économies avancées restait au-dessus de la cible de 2 % des banques centrales, expliquant que ces dernières restent prudentes sur les perspectives de baisse des taux malgré le ralentissement économique, notamment en Europe. Par ailleurs, l'inflation sous-jacente reste relativement plus élevée que l'inflation totale, en particulier au Royaume-Uni (+5,3 % au quatrième trimestre 2023). Étant donné nos prévisions de prix de

l'énergie et le ralentissement de la demande, nous anticipons que l'inflation repasserait sous le seuil de 2 % mi-2025 dans la zone euro et fin 2024 au Royaume-Uni. Pour les États-Unis, l'inflation se stabiliserait entre 2,1 et 2,3 % au cours des deux années à venir du fait d'une croissance plus solide qu'en Europe et d'une dynamique des salaires également plus favorable (graphique 10).

Par ailleurs, les perspectives d'une faible demande en début d'année 2024 pousseraient les banques centrales à amorcer un assouplissement de la politique monétaire dans la mesure où la convergence de l'inflation vers la cible serait suffisante. Bien que les États-Unis soient moins touchés par le ralentissement, la première baisse de taux serait

Graphique 10. Taux d'inflation suivis par les banques centrales

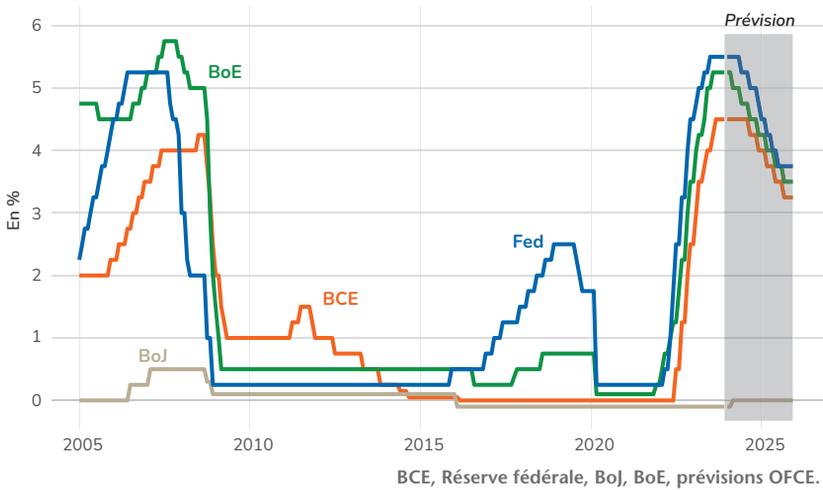


Eurostat, BEA, ONS, Statistics Bureau of Japan.

décidée par la Réserve fédérale à la fin du premier semestre, suivie par la Banque d'Angleterre et la BCE à la fin de l'été (graphique 11). Fin 2024, le taux directeur aux États-Unis s'établirait à 4,75 % tandis que le taux de refinancement des opérations principales de la BCE atteindrait 4 % (tableau annexe). Le cycle de politique monétaire serait opposé au Japon où se pose plutôt la question de la normalisation après des années d'assouplissement quantitatif et de taux extrêmement bas. La Banque du Japon vient d'annoncer un léger resserrement de sa politique monétaire lors de la réunion du 19 mars avec une cible pour le taux au jour le jour qui est passée de -0,1 % à une bande entre 0 et

0,1 %. La banque centrale japonaise se montre plus confiante dans la capacité du pays à sortir de la période de faible inflation qu'elle connaissait depuis le début des années 1990. Néanmoins, elle resterait prudente en se concentrant sur la réduction progressive de ses achats de titre et éviterait une remontée trop rapide des taux. Dans les autres banques centrales, la baisse se poursuivrait avec des cibles de taux inférieures à 4 %.

Graphique 11. Scénario de politique monétaire des principales banques centrales



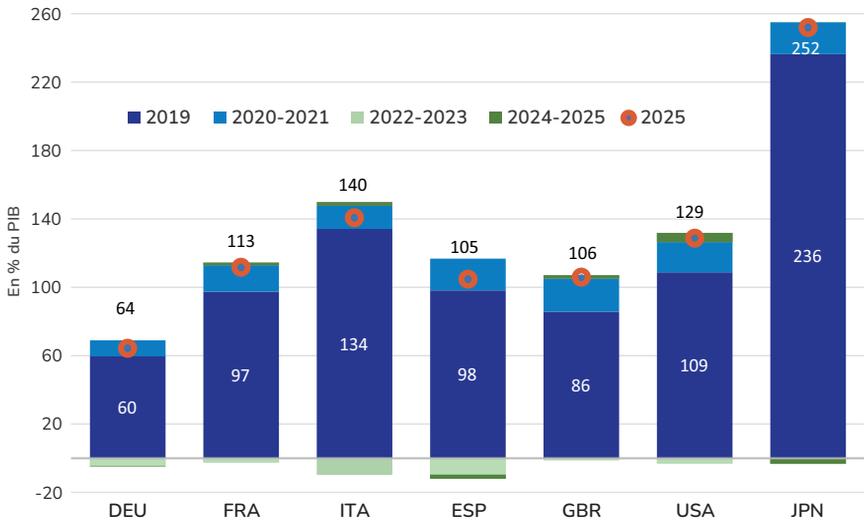
Pour autant, étant donné les délais de transmission de la politique monétaire, cet assouplissement ne se répercuterait pas immédiatement sur la croissance en 2024 mais à partir de 2025. Au contraire, l'effet retardé des hausses précédentes pèserait encore sur la croissance.

Politique budgétaire : le tournant de la rigueur ?

Avec la fin de la crise énergétique, les gouvernements vont poursuivre le retrait des mesures de soutien, ce qui contribuera à réduire l'impulsion budgétaire en 2024. L'activité ne devrait cependant pas être significativement affectée puisqu'il s'agit de mesures qui étaient destinées à compenser les ménages ou les entreprises des surcoûts temporaires liés à l'augmentation des prix de l'énergie.

Mais les pays sortent de cette nouvelle phase de crises avec des déficits budgétaires plus importants qu'en 2019 et une dette publique élevée, ce qui pourrait les inciter à prendre des mesures plus restrictives (graphique 12). Il faut néanmoins distinguer la période 2020-2021 marquée à la fois par une contraction de l'activité inédite et des mesures budgétaires importantes, de la période 2022-2023 où les ratios de dette publique ont baissé dans les grands pays. D'une part, les mesures de soutien budgétaires ont été moins massives que pendant la période Covid et, d'autre part, la croissance nominale a été suffisamment élevée pour permettre une réduction des ratios de dette.

Graphique 12. Dynamique de la dette publique 2019-2025



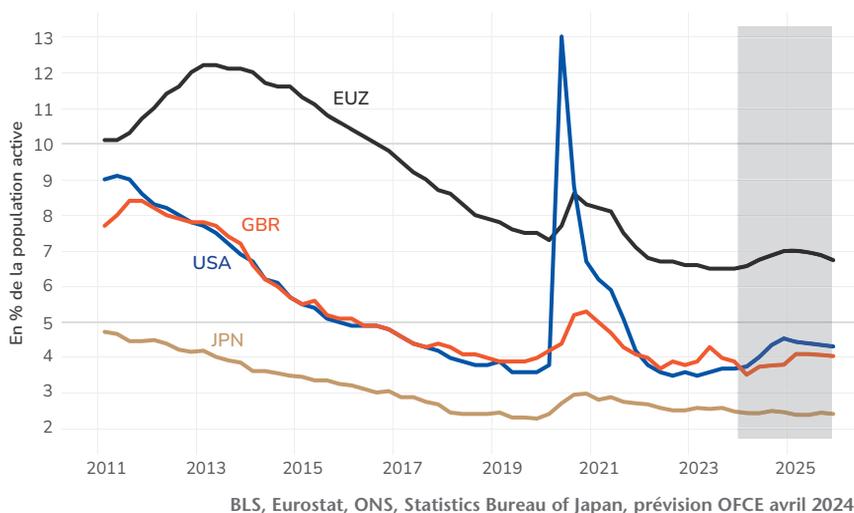
FMI (Fiscal Monitor, novembre 2023), Eurostat, ONS, prévision OFCE avril 2024.

Certains pays ont déjà annoncé des mesures structurelles de réduction des déficits allant de -0,1 point de PIB en Espagne à -2,3 points en Italie en 2024. L'Allemagne se distinguerait néanmoins des autres principaux pays européens. L'impulsion totale serait certes négative en 2024 mais uniquement du fait du retrait des mesures énergie et de certaines mesures Covid. Les mesures structurelles contribueraient plutôt à soutenir l'activité. Aux États-Unis, la politique budgétaire deviendrait restrictive en 2024 avec une impulsion de -1,2 point de PIB. Pour 2025, nous anticipons globalement la poursuite de la consolidation, particulièrement en Italie et au Royaume-Uni.

Rebond espéré pour 2025

Dans ces conditions, la croissance des pays industrialisés sera plus faible en 2024 qu'en 2023 en grande partie à cause du ralentissement au Japon et aux États-Unis (tableau 2). Dans la zone euro, la croissance se maintiendra à 0,5 % comme en 2023. Pour 2025, les perspectives sont plus favorables et la croissance des pays industrialisés remonterait à 1,7 %, tirée par le rebond de l'ensemble des principales économies. Cette dynamique se traduirait par une augmentation du chômage en 2024, suivie d'une légère baisse ou d'une stabilité en 2025 (graphique 13).

Graphique 13. Évolution du chômage dans les principales économies industrialisées



Cette dynamique du chômage serait par ailleurs marquée par un redressement de la productivité dans les principaux pays européens. En effet, depuis la crise sanitaire, l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne ont enregistré une baisse de la productivité du travail dont la croissance a été nettement inférieure à la tendance observée avant la crise, en particulier en France et en Allemagne. En prévision, nous supposons une fermeture progressive des cycles de productivité. Dans ces conditions, le rebond de l'activité ne se traduirait pas par de fortes créations d'emplois en 2025, d'où la stabilité du chômage en Espagne à 11,9 % de la population active et la légère baisse en Allemagne. Les pays de la zone euro se distinguent ici à nouveau des États-Unis dont la

productivité du travail s'est déjà redressée et progresserait à un niveau proche de sa tendance en 2024 et 2025.

Tableau 2. Croissance du PIB mondial

En %	PIB en volume		
	2023	2024	2025
DEU	-0,1	-0,2	1,4
FRA	0,9	0,5	1,2
ITA	0,9	0,4	0,9
ESP	2,5	1,7	1,9
EUZ	0,5	0,5	1,5
GBR	0,1	0,3	1,4
USA	2,5	1,8	2,1
JPN	1,9	0,4	0,9
Pays industrialisés	1,5	1,1	1,7
CHN	5,2	4,7	4,6
Reste du monde	4,0	3,7	3,8
Monde	2,9	2,6	2,8

FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE avril 2024.
Pondération selon le PIB et les PPA de 2014 estimés par le FMI.

En 2024, la croissance chinoise serait de 4,7 %, proche de l'objectif de 5 % fixé par le gouvernement, et serait de 4,6 % en 2025. La consommation resterait le principal soutien à la croissance, tandis que la progression de l'investissement continuerait d'être freinée par la poursuite de l'ajustement du secteur immobilier. Comme lors de nos précédentes prévisions, nous maintenons un scénario dans lequel le gouvernement parviendra à éviter des faillites en chaîne de promoteurs immobiliers. La contribution des exportations nettes à la croissance serait légèrement positive en 2024 et 2025, les exportateurs chinois bénéficiant d'une position compétitive favorable, à la suite de la baisse passée du taux de change effectif du yuan, et ayant par ailleurs une spécialisation porteuse sur des biens actuellement très demandés, dont les batteries pour les véhicules électriques et les composants électroniques. La poursuite de gains de parts de marché des exportateurs chinois à l'horizon 2025, poursuivant le mouvement qui s'est amorcé en 2023, permettrait, malgré une demande adressée peu dynamique, une contribution positive des exportations nettes à la croissance. Cela soulèverait cependant à nouveau la question du rééquilibrage de la croissance chinoise, le gouvernement chinois donnant la priorité aux investissements dans des secteurs porteurs de haute technologie,

plutôt qu'à des mesures en faveur de la consommation des ménages. Ce scénario inscrit une baisse de l'ordre de 0,5 point par an du taux d'épargne en 2024 et 2025, qui ne ramènerait pas ce dernier au niveau d'avant-crise, les ménages chinois gardant une épargne de précaution.

En 2024 et 2025, l'activité ralentirait en Inde mais resterait proche de 6,5 % tandis qu'elle augmenterait dans les pays d'Asie émergents (Corée, Taiwan et Singapour) et resterait stable dans les autres. Ces rythmes convergeraient vers leur niveau tendanciel observé avant la pandémie de 2020, ce qui maintiendrait une croissance de la zone stable à 4,9 %. En Amérique latine, le ralentissement se poursuivrait, reflétant cette année l'approfondissement de la récession en Argentine et le moindre soutien du Brésil et du Mexique à la croissance de la région. La détente progressive des conditions de financement sur les marchés financiers externes, la stabilisation du prix des matières premières, la reprise du commerce international combinée à des taux de change plus compétitifs devraient favoriser une reprise en 2025.

Ce scénario de croissance reste soumis à de nombreux aléas. L'incertitude géopolitique a légèrement augmenté du fait de la guerre entre Israël et le Hamas mais sans atteindre le niveau de mars 2022 au moment de l'invasion de l'Ukraine¹¹. Les tensions restent cependant vives sur les deux fronts et le risque de nouvelle escalade ne peut être exclu, ce qui se traduirait par une baisse de l'activité¹². Le principal aléa pourrait venir de la politique monétaire. Alors que les banques centrales pourraient accélérer la baisse des taux en cas de ralentissement plus marqué ou d'une baisse plus forte de l'inflation en 2024, les gouvernements pourraient inversement tenter de réduire plus rapidement leurs déficits budgétaires. Le contexte de taux longs plus élevés accroît de fait la charge de la dette et impose une contrainte supplémentaire par rapport à la situation qui prévalait avant 2022. Pour autant, à quelques rares exceptions, les économies n'ont pas forcément refermé les écarts d'activité, si bien qu'une contraction budgétaire plus forte risque d'amplifier les problèmes de demande et donc de reporter la fermeture de ces écarts. Enfin, du côté des ménages, la capacité à mobiliser l'épargne accumulée en 2020-2021 devrait être limitée, notamment parce que l'inflation a réduit en partie le pouvoir d'achat de cette épargne ou parce que dans un contexte

11. Voir Caldara et Iacoviello (2022) pour les détails de la construction de l'indicateur et <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm> pour sa mise à jour.

12. Voir Sampognaro (2023) pour une analyse du choc de 2022. Un pic d'incertitude au trimestre t se répercute négativement sur l'activité au cours des deux trimestres qui suivent.

d'incertitude accrue et de taux plus élevés, les ménages (notamment les ménages européens) ciblent désormais un taux d'épargne plus élevé qu'avant 2020.

Références

- Bergeaud A., G. Cette et S. Drapala, 2023, « Telework and Productivity Before, During and After the COVID-19 Crisis », *Économie et Statistique / Economics and Statistics*, n° 539, Juillet, p. 73-89. <https://doi.org/10.24187/ecostat.2023.539.2098>.
- Bloom N., P. Bunn, P. Mizen, P. Smietanka, et G. Thwaites, 2023, « The Impact of COVID-19 on Productivity », *The Review of Economics and Statistics*, p. 1-45. https://doi.org/10.1162/rest_a_01298.
- Caldara D. et M. Iacoviello, 2022, « Measuring Geopolitical Risk », *American Economic Review*, vol.112, n° 4, p. 1194-1225. <https://doi.org/10.1257/aer.20191823>.
- 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. <https://doi.org/10.24148/wp2022-19>.
- Sampognaro R. 2023, « Guerre en Ukraine et hausse des tensions internationales : quel impact sur le PIB ? », *Revue de l'OFCE*, n° 178, p 165-84. <https://doi.org/10.3917/reof.178.0165>.

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

	2024				2025				2023	2024	2025
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Taux de change											
1 €=...dollar	1,08	1,10	1,12	1,12	1,15	1,15	1,15	1,15	1,08	1,11	1,15
1 \$=...yen	151,0	160,0	160,0	160,0	160,0	160,0	160,0	160,0	141,9	158,0	160,0
1 £=...euros	1,17	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,16	1,15
Taux d'intérêt directeur des banques centrales*											
USA	5,50	5,42	5,17	4,92	4,42	4,08	3,75	3,75	5,31	5,25	4,00
JPN	-0,10	-0,00	-0,00	-0,00	-0,00	-0,00	-0,00	-0,00	-0,10	-0,00	-0,00
EUZ	4,50	4,50	4,42	4,17	3,92	3,67	3,42	3,25	4,13	4,40	3,56
GBR	5,17	4,92	4,67	4,42	4,17	3,92	3,67	3,50	4,94	4,79	3,81
Matières premières											
Prix du pétrole Brent, en \$*	83,0	85,0	85,0	85,0	85,0	85,0	85,0	85,0	82,6	84,5	85,0
Prix du pétrole Brent, en €	75,5	77,3	75,9	75,9	73,9	73,9	73,9	73,9	76,6	76,1	75,7

Prévision OFCE avril 2024.

* Moyenne sur la période.

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

États-Unis : la récession n'aura pas lieu¹

L'économie américaine a déjoué les pronostics tout au long de l'année 2023. Malgré la poursuite du resserrement monétaire, le ralentissement anticipé n'a pas eu lieu. Bien au contraire, l'activité a accéléré. Sur l'ensemble de l'année, la croissance a atteint 2,5 % après 1,9 % en 2022. Dans le même temps, l'inflation a nettement reflué, passant de 5,4 % en décembre 2022 à 2,6 % un an plus tard. Peut-on en déduire que la Réserve fédérale a réussi son pari de ramener progressivement l'inflation vers sa cible sans provoquer de récession ou de hausse significative du chômage ? Il faut néanmoins préciser que la dynamique de l'inflation fut en partie liée à celle des prix de l'énergie et aux contraintes d'approvisionnement et que ces éléments expliquent en partie sa baisse. Par ailleurs, la politique budgétaire a contribué à soutenir l'activité en 2023, compensant les effets négatifs du resserrement monétaire. En 2024, l'inflation poursuivrait sa convergence vers la cible de la banque centrale si bien que les taux devraient commencer à baisser. Pour autant, les effets des hausses de taux passées pèseraient encore sur l'activité en 2024, qui ne serait par ailleurs plus soutenue par la politique budgétaire. La croissance sera donc moins forte et le taux de chômage augmenterait pour atteindre 4,5 % en fin d'année.

La croissance résiste aux chocs...

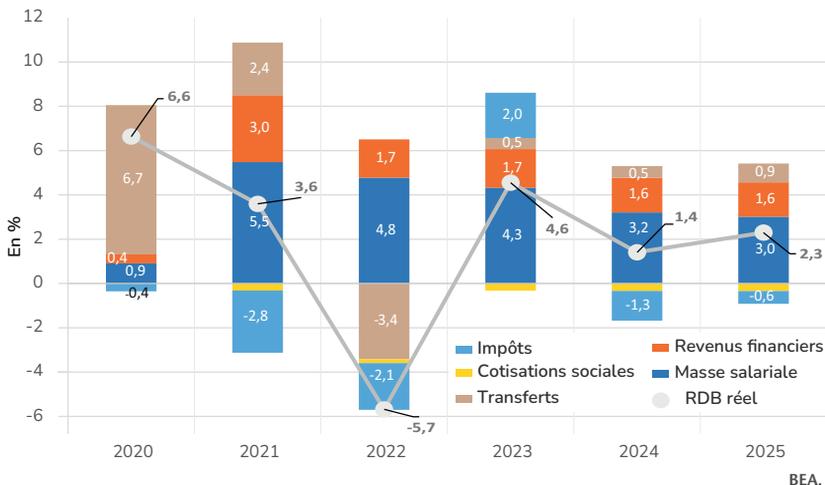
Contrairement aux pays européens, les États-Unis ont été plutôt épargnés par la crise énergétique. Moins sensibles au prix du pétrole que les pays européens et peu touchés par l'augmentation du prix du gaz, les ménages américains ont maintenu leurs dépenses grâce à une dynamique des salaires relativement favorable et en continuant à puiser dans l'épargne accumulée en 2020 et 2021. Il n'en demeure pas moins que la hausse des taux d'intérêt a sans doute pesé sur l'activité mais que ces effets ont pu être compensés par la politique budgétaire.

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

... soutenue par la demande privée et publique

Aux troisième et quatrième trimestres 2023, le PIB a progressé de 1,2 et 0,8 % respectivement, principalement soutenu par la demande intérieure tandis que la contribution du commerce extérieur est restée neutre et celle des variations de stock légèrement positive. La consommation privée a été dynamique tout au long de l'année en lien avec une augmentation du revenu disponible réel de 4,2 % (graphique 1). L'emploi dans le secteur privé a certes marqué le pas avec moins de 3 millions de créations contre plus de 6 millions en 2022, mais la masse salariale a été dynamique, reflétant l'augmentation des salaires. Après une collecte exceptionnelle l'année précédente, les impôts sur le revenu payés par les ménages ont nettement baissé en début d'année en raison de plus-values moindres et de délais de paiement octroyés dans les zones touchées par des catastrophes naturelles. Quant au taux d'épargne, il a légèrement augmenté : 4,5 % en moyenne annuelle en 2023 contre 3,3 % l'année précédente mais il reste toujours bien inférieur au niveau observé en 2019². Après une baisse sur huit trimestres consécutifs dans un contexte marqué par la hausse des taux d'intérêt hypothécaires, l'investissement-logement s'est redressé au troisième trimestre. Les permis de construire repartent timidement à la hausse depuis un an mais se situaient en janvier 2024 24 % en dessous du pic post-covid de décembre 2021.

Graphique 1. Le revenu disponible brut des ménages



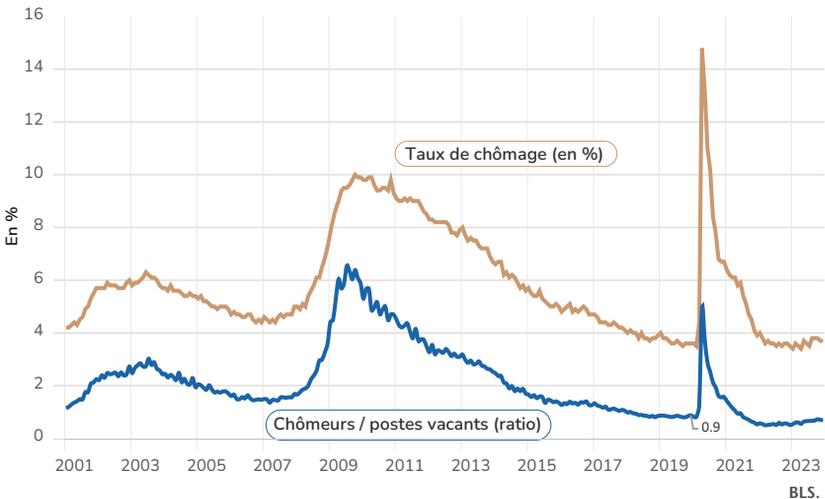
2. Il était en effet de 7,4 % en 2019. Le niveau actuel est néanmoins plus bas que celui observé en moyenne sur la période 2010-2019 (6,2 %).

Les dépenses publiques ont également fortement augmenté sur l'ensemble de l'année (4 % en volume) et contribué pour 0,7 point à la croissance annuelle. L'investissement public a été particulièrement dynamique dans les États et gouvernements locaux avec une progression de 11,7 % en 2023, ce qui s'explique par l'accord bipartisan de novembre 2021 prévoyant une enveloppe de 1200 milliards de dollars pour le financement de projets d'infrastructures (transports, énergie et climat) essentiellement réalisés à l'échelon local. Il en a résulté une hausse du taux d'investissement public de 0,3 point de PIB en un an³.

Marché du travail : les tensions s'atténuent malgré la croissance

Le dynamisme de l'activité ne s'est pas traduit par un accroissement des tensions sur le marché du travail. Le taux de chômage a même légèrement augmenté tout au long de l'année. Après un point bas à 3,4 % en avril 2023, il est remonté à 3,7 % en fin d'année (graphique 2). Cette situation reflète d'une part l'augmentation de la productivité et d'autre part l'évolution de la population active qui a augmenté de 1,7 % (après 1,9 % en 2022), que l'on retrouve

Graphique 2. Indicateurs de tensions sur le marché du travail



3. Sur l'ensemble de l'année, le taux d'investissement s'élève à 3,6 % du PIB, un niveau bien inférieur à celui observé au début des années 1960 (7 %) ou au milieu des années 1980 (5,3 %), périodes où les dépenses d'investissement pour la défense étaient plus importantes.

notamment dans les tranches d'âge inférieures à 45 ans⁴. Les autres indicateurs de tensions confirment ce diagnostic. Le ratio du nombre de chômeurs sur emplois vacants est passé d'un point bas autour de 0,5 en moyenne en 2022 à 0,7 en décembre 2023. Il reste cependant inférieur au niveau de décembre 2019, suggérant que le marché du travail reste tendu. Les enquêtes indiquent une baisse de 10 points du pourcentage d'entreprises déclarant des difficultés de recrutement depuis l'été 2022. Enfin, le taux d'emploi reste inférieur à celui observé en fin d'année 2019 : 60,2 % au dernier trimestre 2023 contre 61 %.

L'inflation a poursuivi sa baisse, reculant de trois points entre janvier 2023 et février 2024. La croissance du déflateur de la consommation (PCE), indicateur retenu par la Réserve fédérale pour son objectif de stabilité des prix, converge progressivement vers la cible de 2 %. L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) baisse également dans les mêmes proportions mais à partir d'un niveau plus élevé⁵. Le reflux de l'inflation est en partie lié à la baisse des prix de l'énergie qui contribue négativement à l'inflation depuis le deuxième trimestre 2023. L'inflation sous-jacente baisse également mais à un rythme plus modéré. Les tensions sur l'approvisionnement qui avaient particulièrement touché le secteur automobile se sont résorbées et l'indice de prix des voitures neuves stagne en janvier 2024 tandis que celui des véhicules d'occasion recule. L'inflation reste principalement alimentée par le coût du logement et des services de transport qui représentent 42,5 % de l'IPC et progressaient respectivement de 6 et 9,7 % en janvier 2024⁶. Hors coût du logement, l'inflation américaine serait inférieure à 2 % (graphique 3). Le rôle de la politique monétaire dans cette baisse de l'inflation semble donc moins important que celui des facteurs d'offre. De fait, les hausses de taux se transmettent via leur impact sur la demande. Dans la mesure où la croissance est restée soutenue, cet effet lié à la demande devrait être peu important. C'est également ce que suggère la décomposition du PCE, proposée par Shapiro (2022)⁷. Au pic d'inflation en juin 2022, les facteurs d'offre et de demande contribuaient pour respectivement 2,8 et 2,7 points pour

4. Cette hausse coïncide avec une augmentation du taux de participation sur le marché du travail de 1 point en deux ans. Elle pourrait être liée au retour sur le marché du travail de travailleurs découragés ou qui étaient en marge de la population active.

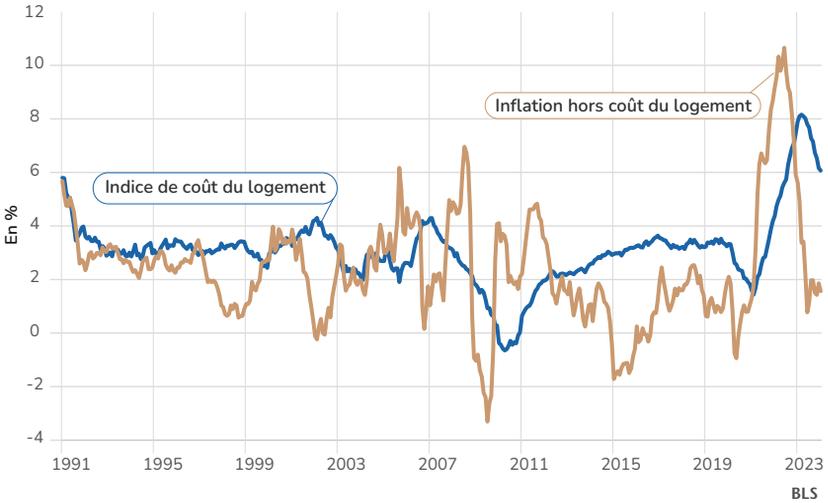
5. La baisse semble toutefois s'interrompre depuis octobre 2023 avec une inflation, mesurée par l'IPC, stable autour de 3,2 %.

6. Contrairement aux indices de prix calculés par les pays européens, l'IPC américain inclut le coût des logements occupés par leur propriétaire.

7. Voir la mise à jour des estimations disponibles [ici](#).

une inflation totale de 6,8 %⁸. En décembre 2023, la contribution de l'offre avait baissé de 1,8 point et celle de la demande de 1,5 point.

Graphique 3. Coût du logement et inflation américaine



Les États-Unis maintiennent le cap

Inversion du policy-mix

La stabilité du prix du pétrole en prévision et une légère remontée du chômage en 2024 contribueront à la convergence de l'inflation vers la cible de la Réserve fédérale. Nous anticipons une inflation moyenne sur 2024-2025 légèrement supérieure à 2 %, ce qui lui donnerait des marges de manœuvre pour un assouplissement de la politique monétaire à partir de juin 2024. Sur les deux années à venir la cible pour le taux des fonds fédéraux passerait de 5,5 % à 3,75 % fin 2025. Toutefois, l'activité resterait freinée par la hausse des taux passés en 2024.

Inversement, la politique budgétaire cesserait de soutenir l'activité. Après une dégradation du solde structurel primaire de 3 points de PIB en 2023, la politique budgétaire deviendrait légèrement restrictive en 2024 puis neutre en 2025. Pour 2025, le scénario de politique budgétaire dépendra nécessairement de l'issue des élections du mois de novembre. Une victoire de Trump s'accompagnerait certainement

8. Une partie de l'inflation ne peut être affectée ni à l'offre ni à la demande.

d'une baisse de la fiscalité alors qu'inversement, Joe Biden pourrait envisager une taxation plus importante des ménages les plus aisés. Dans les deux scénarios, l'orientation budgétaire dépendra aussi de l'évolution de la majorité au Congrès. Le début du mandat de Joe Biden avait été marqué par des décisions bien moins ambitieuses que celles annoncées pendant la campagne en raison des réticences, y compris dans le camp des démocrates, de voter certaines dépenses supplémentaires. Sur le volet des dépenses, une victoire de Trump pourrait conduire à une remise en cause de certains programmes sociaux ou environnementaux alors qu'inversement ils pourraient être renforcés en cas de poursuite du mandat de Joe Biden. À ce stade, nous prévoyons une impulsion neutre.

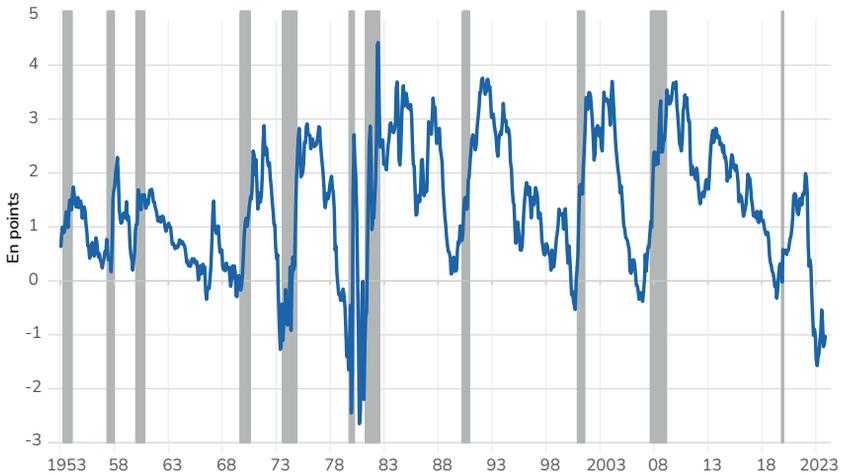
Un ralentissement caché

Pour le début de l'année 2024, les indicateurs conjoncturels de très court terme suggèrent que la croissance resterait encore bien orientée (+0,4 %) au premier trimestre avant de marquer légèrement le pas à partir du deuxième trimestre, ne dépassant pas 0,2 % jusqu'en fin d'année. En raison d'un acquis de croissance favorable, le PIB progresserait de 1,8 % sur l'ensemble de l'année. Contrairement à la zone euro, les États-Unis échappent non seulement à la récession mais aussi à un franc ralentissement de l'activité malgré le resserrement monétaire passé et l'inversion de la courbe des taux, souvent retenue comme indicateur avancé des récessions (graphique 4).

Le ralentissement serait principalement lié à celui de la consommation. Les ménages ne bénéficieraient plus de décalages d'imposition, si bien que le revenu disponible serait un peu moins dynamique : +1,3 % en termes réels (voir graphique 1). Nous supposons par ailleurs que leur taux d'épargne se stabiliserait autour de 4,0 % en 2024. Les dépenses publiques – consommation et investissement – seraient un peu moins dynamiques mais soutiendraient néanmoins la croissance de 0,4 point en 2024 et celle de l'investissement résidentiel cesserait d'être négative.

Ces freins se lèveraient en 2025, conduisant à une croissance trimestrielle moyenne de 0,7 % légèrement supérieure au rythme estimé par le CBO pour le PIB potentiel. De fait, les révisions récentes de la tendance de population active ont induit une hausse de la croissance potentielle, estimée désormais à 2,2 % sur les deux prochaines années. Le ralentissement de 2024 se traduirait par une légère dégradation de l'écart de croissance contribuant à expliquer une remontée du taux de

Graphique 4. Écart de taux et récession aux États-Unis



NBER, Refinitiv Eikon Datastream.

Les zones grisées correspondent aux périodes de récession identifiées par le NBER.

chômage qui atteindrait 4,5 % en fin d'année 2024 puis se stabiliserait à 4,4 % l'année suivante. Ce ralentissement conjoncturel atténuerait l'impact de la diminution du solde structurel anticipé pour 2024. Le déficit budgétaire (de l'administration fédérale et des États) passerait de 8,1 % en 2023 à 7,7 % en 2024 .

Du côté du commerce extérieur, les importations resteraient plus dynamiques que les exportations sur les deux années à venir : 0,7 % en moyenne trimestrielle contre 0,6 % pour les exportations. Il en résulterait une contribution à la croissance négative. Ce scénario n'intègre pas la possibilité d'une hausse des droits de douanes qui serait très certainement mise en œuvre en cas d'élection de Donald Trump, puisqu'il propose une augmentation cette fois-ci généralisée de 10 % des tarifs douaniers qui se traduirait probablement par un renchérissement des prix et un effet négatif sur la croissance (voir encadré)⁹.

9. Notons qu'une partie importante des mesures tarifaires introduites par Donald Trump n'ont pas été remises en cause par Joe Biden.

Encadré 1. Quels sont les effets des tarifs douaniers ?

La majorité des modèles économiques suggèrent que l'ouverture commerciale est favorable à la croissance et donc en corollaire que l'imposition de barrières tarifaires se traduit par plus d'inflation et moins d'activité. Notons que l'économiste Dani Rodrik (2011) a une vision plus nuancée. S'il ne remet pas en cause les gains du commerce, il affirme cependant que ceux-ci pourraient décroître à partir d'un certain niveau d'ouverture mais que les effets redistributifs resteraient importants¹⁰. Des travaux empiriques récents apportent également un éclairage sur cette question. Une étude réalisée sur 151 pays sur la période 1963-2014 par Furceri *et al.* (2020) montre qu'une hausse des tarifs douaniers de 10 % réduirait l'activité de 1,1 point au bout de cinq ans. L'effet serait par ailleurs non linéaire et d'autant plus élevé que la hausse des tarifs est importante. De fait, selon Amiti, Redding et Weinstein (2019), la hausse des tarifs mis en place par l'administration Trump en 2018 se traduit par un coût supplémentaire supporté par les ménages américains et les entreprises importatrices, évalué toutes choses égales par ailleurs à 3,2 milliards par mois, soit 0,2 point du RdB annuel de 2018. Il en résulte également une hausse des prix puisque les producteurs américains « protégés » par les mesures ont pu maintenir des prix et des marges plus élevés qu'en leur absence. Enfin, les mesures de rétorsions prises par les pays visés par ces décisions ont pu également perturber les chaînes d'approvisionnement et donc augmenter les coûts de production. Une analyse de York (2023) pour les États-Unis indique une perte à long terme de 166 000 emplois équivalent temps plein, soit 0,1 % de l'emploi total de 2023. Les effets sur le marché du travail des mesures adoptées depuis 2018 seraient donc négatifs mais relativement faibles. Néanmoins, des réallocations sectorielles de l'emploi pourraient être plus significatives sans que des estimations existantes permettent à notre connaissance de les quantifier. La perspective d'une nouvelle guerre commerciale pourrait donc réduire faiblement les perspectives de croissance, surtout qu'à l'impact des barrières tarifaires s'ajoute également le coût macroéconomique de l'incertitude de politique économique qui peut en résulter.

Notons enfin que la mise en place de mesures de protection n'a pas forcément contribué à réduire les importations américaines. On constate certes une baisse du taux d'ouverture mais qui avait commencé avec la crise financière de 2008. En 2017, les importations représentaient 14,9 % du PIB américain, soit déjà 2,5 points de moins qu'en 2008. En 2023, ce taux s'élevait à 14 %. Par contre, on observe clairement une réallocation géographique des échanges américains. Ainsi la part des importations en

10. L'analyse des gains de l'ouverture commerciale montre toujours qu'il y a des gagnants et des perdants, ce qui se traduit donc par des effets redistributifs qui peuvent rester significatifs même si les gains agrégés sont faibles.

provenance de Chine ne représente plus que 14 % du total en 2023 contre 22 % en 2017 (tableau). En contrepartie, les parts de la zone euro, du Mexique, des autres pays d'Asie et du reste du monde ont augmenté. Le solde des échanges de biens et services est de fait resté stable, autour de 2,8 % du PIB avec une réduction du déficit bilatéral vis-à-vis de la Chine compensée par une dégradation quasi équivalente du solde avec le Mexique.

Tableau. Provenance géographique des importations américaines

En %	2012	2017	2019	2023
Zone euro	13	15	16	17
Mexique	12	13	14	15
Canada	14	13	13	14
Chine	19	22	18	14
Asie*	5	6	6	7
Japon	6	6	6	5
Inde	2	2	2	3
Royaume-Uni	2	2	3	2
Reste du monde	26	22	22	24

Census Bureau.

Références

- Amiti M., S. J. Redding et D. E. Weinstein, 2019, « The impact of the 2018 tariffs on prices and welfare », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 33, n° 4, pp. 187-210.
- Furceri D., S. A. Hannan, J. D. Ostry et A. K. Rose, 2020, « Are tariffs bad for growth? Yes, say five decades of data from 150 countries », *Journal of Policy Modeling*, vol. 42, n° 4, pp. 850-859.
- Rodrik D., 2011, *The globalization paradox: Democracy and the future of the world economy*, New York, W. W. Norton & Company.
- Shapiro A. H., 2022, « How much do supply and demand drive inflation? », *FRBSF Economic Letter*, n° 2022-15, <https://www.frbsf.org/research-and-insights/publications/economic-letter/2022/06/how-much-do-supply-and-demand-drive-inflation/>.
- York E., 2023, « Tracking the economic impact of U.S. tariffs and retaliatory actions », Tax Foundation, 7 juillet, <https://taxfoundation.org/research/all/federal/tariffs-trump-trade-war/>.

Allemagne : panne de croissance¹

Au quatrième trimestre, le PIB allemand s'est contracté de 0,3 % par rapport au trimestre précédent, après avoir quasiment stagné au cours des trois premiers trimestres. Cette piètre performance s'explique essentiellement par le recul marqué de l'investissement en construction, et par la faiblesse de la demande extérieure et la perte de parts de marché. L'économie allemande continue à pâtir de conditions de financement restrictives et d'une perte de compétitivité-prix. Ainsi, l'industrie a continué de souffrir de la faiblesse de la demande étrangère : la contribution positive du commerce extérieur à l'évolution du PIB ne traduit pas un dynamisme de la demande extérieure, mais résulte d'un recul plus marqué des importations que des exportations. Sous l'effet de l'inflation, la consommation a également reculé sur l'ensemble de l'année à cause d'un acquis de croissance négatif et d'une contraction de 0,6 % au premier trimestre. Un point positif cependant : la baisse de l'inflation au cours de l'année, la robustesse du marché du travail et la croissance soutenue des salaires nominaux ont soutenu un léger rebond de la consommation privée réelle.

En prévision, les indicateurs avancés – calculés sur la base d'indicateurs conjoncturels, d'enquêtes et de données « dures » – plaident pour une poursuite de la récession au premier trimestre 2024, suivie d'une reprise timide au cours de l'année. Au total, le PIB devrait reculer de 0,2 % en 2024, essentiellement sous l'effet d'une poursuite du recul de l'investissement en construction et des exportations, et malgré une contribution positive de la consommation privée. Ce n'est qu'en 2025 que la croissance retrouverait des couleurs (+1,4 %) et dépasserait le taux de croissance potentielle (0,9 %) grâce à plusieurs facteurs positifs : une politique monétaire plus accommodante, la levée des incertitudes géopolitiques, ou encore la reprise du commerce mondial. Globalement, nous anticipons un franc recul de l'inflation, avec une hausse des prix à la consommation de 2,3 % en 2024 et 1,6 % en 2025. Compte tenu de la conjoncture, le marché du travail, qui avait bien résisté au prix d'une baisse de la productivité du travail, devrait se dégrader en 2024 avec une destruction de 400 000 emplois – soit une

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

baisse de 0,9 %. Les difficultés de recrutement de main-d'œuvre qualifiée, ainsi que le délai entre les négociations salariales et les augmentations effectives de salaires entraîneront paradoxalement une hausse marquée des salaires à l'heure où l'inflation reflue. Ainsi, les revenus disponibles réels augmenteront en 2024 pour la première fois depuis trois ans, ce qui stimulera la consommation privée, en particulier en 2025 lorsque le taux d'épargne retrouvera son niveau pré-Covid. Du côté des finances publiques, l'Allemagne devrait mener une politique budgétaire plutôt restrictive. En conséquence, le déficit public devrait stagner en 2024, mais baisser à 1,4 % du PIB en 2025. Quant à la dette publique, elle se stabiliserait autour de 64,2 % du PIB en 2025.

L'Allemagne engluée dans la récession

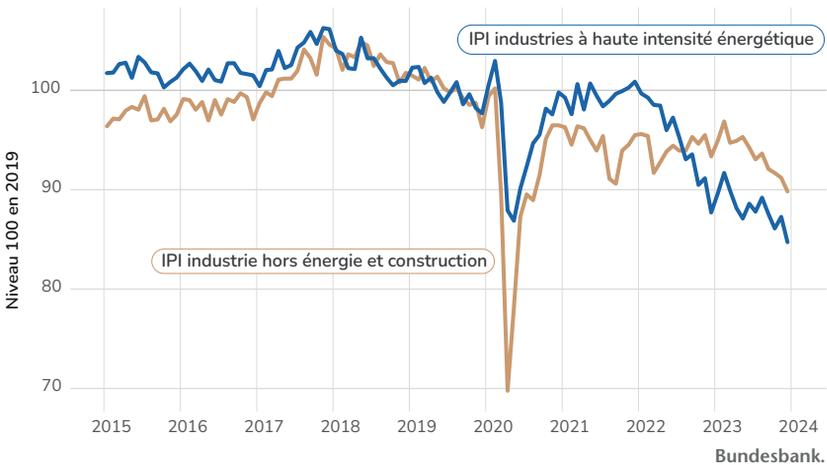
Recul du PIB au deuxième semestre 2023

En 2023, le PIB a reculé de 0,1 %, principalement du fait de la faiblesse de la consommation privée – qui s'est contractée de 0,6 % – et du fort recul de l'investissement en construction. En moyenne, l'inflation a atteint 5,9 %, et la croissance de l'indice des prix à la consommation a nettement baissé entre janvier et novembre 2023, passant de 8,7 % à 3,2 % en glissement annuel. Le léger rebond en décembre 2023 (avec une croissance de 3,7 % de l'IPC) s'explique uniquement par l'effet de base lié au versement par l'État d'avances aux ménages en décembre 2022, dans le cadre de la mise en place du bouclier tarifaire sur le gaz et l'électricité. Le déficit public atteint 2,0 % du PIB en 2023, après 2,5 % en 2022 ; il résulte essentiellement de l'extinction des mesures de soutien liées au Covid, dont l'impact surpasse celui lié au bouclier tarifaire sur le gaz et l'électricité. Malgré une progression des salaires réels (+0,6 % en 2023), le niveau des salaires bruts se situe à peine au-dessus de son niveau pré-Covid. Quant à l'emploi, il a atteint un nouveau record en 2023 (+0,7 %), porté par l'emploi salarié dans les services.

Le deuxième semestre 2023 a vu le PIB allemand reculer : après une croissance nulle au troisième trimestre, il s'est contracté de 0,3 % au quatrième trimestre 2023. Au quatrième trimestre 2023, par rapport à la période pré-Covid (quatrième trimestre 2019), la valeur ajoutée reste encore inférieure de 3,1 % dans l'industrie (hors construction), de 4,6 % dans le secteur « commerce, transports et hôtellerie-restauration », de 7,4 % dans les services aux ménages et de 9,8 % dans la

construction. Les entreprises ont surtout signalé des problèmes de demande : d'après l'institut IFO, la part des entreprises de l'industrie manufacturière souffrant d'un manque de commandes n'a cessé d'augmenter depuis avril 2023. En revanche, les difficultés d'approvisionnement se sont atténuées. Mais l'activité économique a également été freinée par un mois de décembre très enneigé et un taux d'arrêts maladie exceptionnellement élevé de 6,1 % – un niveau record depuis 1991². La valeur ajoutée du secteur manufacturier est toujours légèrement inférieure à son niveau pré-crise, essentiellement en raison des secteurs à forte intensité énergétique (voir graphique 1) : l'indice de production industrielle de ces cinq secteurs se situe, en décembre 2023, 15,3 points en dessous du niveau de 2019 – notamment 21,6 points pour la chimie, 18,7 points pour le papier-carton et 18,2 points pour la métallurgie³.

Graphique 1. Indices de production industrielle



2. D'après l'IAB, chaque employé aurait ainsi manqué en moyenne 15,2 jours de travail au cours de l'année.

3. Les cinq secteurs à haute intensité énergétique que nous considérons sont : alimentation, boissons, tabac (C10, C11, C12 dans la nomenclature NACE), papier-carton (C17), chimie (C20), cokéfaction-raffinage (C19), métallurgie (C24). Certes, les industries à haute intensité énergétique ne représentent que 30 % de la valeur ajoutée de l'industrie manufacturière, cependant ces cinq industries représentent une baisse de 5,5 % de l'indice de production de l'industrie manufacturière, par rapport au niveau pré-Covid.

La consommation privée, qui avait baissé au premier semestre 2023 (-1 %), a faiblement progressé au deuxième semestre (+0,2 %), sous l'effet d'une stagnation du revenu disponible réel des ménages. Ce dernier, quoique soutenu par la robustesse du marché du travail et la croissance des salaires réels, a pâti de la baisse des revenus des indépendants et du patrimoine, et surtout de l'inflation encore élevée. Ainsi, en glissement annuel, les salaires conventionnels ont augmenté de 3,6 % au quatrième trimestre 2023, notamment grâce aux primes compensatoires d'inflation exonérées de cotisations⁴. En valeur, en 2023, les salaires nets d'impôt sur le revenu et de cotisations ont augmenté de 8,9 %, les prestations sociales nettes de 6,4 %, contre seulement 1,7 % pour les revenus des indépendants et du patrimoine. Par conséquent, même si le revenu nominal net a progressé de 6,1 %, le revenu réel net a reculé de 0,3 % en raison de l'inflation élevée. Certains facteurs (hausse des taux d'intérêt nominaux, effet de richesse négatif...) ont en outre incité les ménages à l'épargne, ce qui explique l'atonie de la consommation.

L'augmentation des coûts de financement a également continué à freiner les investissements : au quatrième trimestre 2023, les investissements en bâtiments, en logements et en équipements industriels ont reculé. Soulignons l'impact spécifique lié à la suppression du bonus environnemental à destination des entreprises pour l'achat de véhicules électriques à partir du 1^{er} septembre 2023 : le nombre d'immatriculations de véhicules électriques a ainsi reculé de 10,5 % entre le troisième et le quatrième trimestre 2023 (source : VDA)⁵. Au quatrième trimestre 2023, les investissements en construction ont également reculé (de 1,5 % en glissement annuel), et particulièrement l'investissement logement (-2,7 %), en raison de la hausse des taux d'intérêt, de la hausse des coûts de construction et des conditions météorologiques défavorables. Dans le secteur de la construction, le climat des affaires s'est considérablement dégradé en fin d'année, le taux d'utilisation des capacités de production a baissé de près de 10 points entre janvier et décembre 2023, et les carnets de commande se sont dégarnis, passant de 4,5 mois en janvier 2023 à 3,6 mois en décembre 2023.

4. Hors primes compensatoires, les salaires conventionnels auraient augmenté de 2,5 %.

5. Pour les particuliers, la mesure de bonus environnemental a pris fin brutalement le 18 décembre 2023, en raison des contraintes budgétaires liées à la réduction du budget du fonds « climat et transformation » (*Klima- und Transformationsfonds*), consécutive à la décision de la Cour constitutionnelle. En rythme mensuel, l'impact a été fort avec un recul des immatriculations de 54 % entre août et septembre 2023, et de 49 % entre décembre 2023 et janvier 2024 (source : VDA).

Par ailleurs, le commerce extérieur a pâti de la faiblesse de la demande étrangère et de la perte de compétitivité-prix dans les secteurs énergivores. Au total, les exportations ont reculé de 2,2 % au second semestre 2023, notamment dans les secteurs comme la chimie et la pharmacie (-11,2 % en décembre 2023, en glissement annuel). Sous l'effet d'une baisse plus marquée des importations que des exportations – avec un recul notoire des importations en provenance de Chine (-21,2 % entre le quatrième trimestre 2022 et le quatrième trimestre 2023) ou des PECO (-19,3 %) –, le solde commercial a toutefois continué à se redresser, passant de 3,4 % du PIB au quatrième trimestre 2022 à 6,1 % au quatrième trimestre 2023.

Un marché du travail résilient

Le marché du travail s'est révélé étonnement résilient, compte tenu du contexte conjoncturel. Malgré le recul de l'activité économique, l'emploi a légèrement augmenté au cours du dernier trimestre, et il atteint un nouveau record en 2023 (45,9 millions de personnes), porté par l'emploi salarié dans les services. Ainsi, au quatrième trimestre 2023, l'emploi a augmenté sensiblement dans les secteurs de l'information et de la communication (+1,2 %), dans les services publics, l'éducation et la santé (+1,2 %) et dans le secteur commerce, transport, hôtellerie-restauration (+0,6 %), par rapport au quatrième trimestre de 2022. *A contrario*, la conjoncture a pesé sur le secteur immobilier (-1 %) et dans l'industrie manufacturière (-0,3 %). En outre, malgré une baisse de 13 % de la quantité d'emplois vacants sur un an, il existe toujours une importante pénurie de main-d'œuvre, avec 1,7 million d'emplois vacants au quatrième trimestre 2023 (source : IAB), ce qui accrédite l'idée que les problèmes de demande se doublent de problèmes d'offre. Du fait de la croissance de la population active, le taux de chômage a légèrement progressé passant de 3,0 % au premier semestre à 3,1 % au second semestre de 2023.

Inflation en baisse

Pour la première fois depuis fin 2020, les prix à la consommation mesurés par l'IPCH n'ont que faiblement augmenté à l'automne 2023, essentiellement en raison de la baisse des prix de l'énergie : au quatrième trimestre 2023, le taux d'inflation atteint 3,0 % en glissement annuel, contre 5,8 % au trimestre précédent. Le taux d'inflation sous-jacente (IPCH hors énergie et alimentation) a également fortement baissé, passant de 5,7 % à 3,7 %. Après une légère hausse en

décembre 2023, liée à des effets de base⁶, le taux de croissance de l'IPCH en glissement annuel a de nouveau baissé en janvier 2024. Le principal moteur du processus de désinflation est la baisse des prix de l'énergie : ainsi les prix du gaz naturel sur le marché au comptant (TTF) ont été divisés par près de trois entre le dernier trimestre 2022 et le dernier trimestre 2023, pendant que les prix du pétrole baissaient de 20 %. Étant donné la structure des prix et des contrats, la baisse ne se diffuse pas instantanément auprès des consommateurs. Cependant, la baisse des prix de l'énergie s'est matérialisée au quatrième trimestre 2023 avec un recul de 3,6 % (voir figure 2). Par ailleurs, la dynamique des prix de l'alimentaire et des biens industriels s'est tassée fin 2023.

2024-2025 : une reprise molle et tardive

L'orthodoxie budgétaire de retour

Après plusieurs mois consécutifs de durcissement de la politique monétaire, la remontée des taux par la BCE aurait un impact fort en 2024, amputant la croissance allemande de 0,9 point. En 2025, en revanche, nos hypothèses d'assouplissement de la politique monétaire devraient se traduire par un soutien à la croissance équivalant à 0,2 point de PIB.

En matière budgétaire, l'année 2023 a été encore marquée par les mesures de soutien énergétique et de soutien au pouvoir d'achat, dont le montant agrégé représentait encore 35 milliards d'euros en 2023 (0,9 point de PIB), et qui ont été essentiellement dirigées vers les entreprises. Les finances publiques allemandes se sont néanmoins améliorées en 2023 : le déficit public est passé de 2,5 % en 2022 à 2,1 % du PIB, en raison d'une impulsion budgétaire de -0,5 point de PIB, essentiellement due à la suppression des aides Covid, et d'une baisse du montant des mesures allouées à l'énergie par rapport à 2022, et malgré les mesures d'urgence votées fin 2023 (voir encadré).

En 2024, l'impulsion budgétaire serait négative (-0,3 point de PIB), marquée par la suppression totale des aides « Covid » et l'attrition des mesures « énergie ». Ainsi, l'arrêt du bouclier énergétique devrait

6. Cet effet de base s'explique par l'aide immédiate au chauffage au gaz naturel mise en place en décembre 2022, mesure d'urgence qui précédait la mise en place du bouclier sur le gaz et l'électricité et avait entraîné une baisse du prix de l'énergie en décembre 2022.

permettre à l'État de réduire les dépenses de 29,5 milliards d'euros ; l'État devrait également engranger davantage de recettes grâce à la fin de la TVA réduite sur le gaz naturel à compter du 1^{er} avril 2024 et dans la restauration (7,3 milliards) ou à l'augmentation de la taxation du CO₂ (4,6 milliards). En revanche, certaines mesures fiscales se poursuivraient pour les ménages, comme la loi sur la compensation de l'inflation qui prévoit une indexation du barème de l'impôt sur le revenu (12,8 milliards d'euros), et la suppression de la taxe EEG sur les énergies renouvelables (17 milliards d'euros). En 2024, le déficit conjoncturel devrait se dégrader, et au total, le déficit public devrait stagner autour de 2,1 % du PIB.

En 2025, la situation budgétaire de l'État s'améliorerait essentiellement sous l'effet d'une hausse des recettes fiscales, avec la disparition des dernières mesures de soutien temporaire – notamment la fin de l'exonération des primes de compensation de l'inflation. Au total, l'impulsion budgétaire serait à nouveau négative, et atteindrait -0,3 point de PIB (en tenant compte de l'effet des multiplicateurs budgétaires). Grâce à une amélioration de la situation conjoncturelle, le déficit se réduirait largement, atteignant 1,4 % du PIB en 2025, tandis que la dette publique baisserait à 64,2 % du PIB.

Encadré. Le coup de semonce de la Cour constitutionnelle de Karlsruhe

Le 15 novembre 2023, la Cour constitutionnelle de Karlsruhe a invalidé une manœuvre budgétaire inscrite dans la loi de finances rectificative de 2022. Cette dernière avait en effet transféré 60 milliards d'euros – issus du budget 2021 et destinés à la lutte contre la Covid – vers le fonds pour la transformation et le climat (KTF). La Cour a souligné que la capacité d'emprunt ne pouvait être utilisée qu'aux fins prévues, et uniquement jusqu'à la fin de l'exercice budgétaire (selon le principe d'annualité). En conséquence, les autorisations d'engagement au sein du fonds KTF ont été gelées, et seuls les engagements déjà pris seront honorés. En décembre 2023, le gouvernement a voté en urgence des dépenses excédentaires pour 2023 en suspendant, pour la quatrième année consécutive, le frein à l'endettement.

En réalité, le problème soulevé par la Cour concerne l'articulation entre la règle d'or budgétaire inscrite dans la Constitution (le frein à l'endettement), en vertu de laquelle le déficit budgétaire structurel doit être limité à 0,35 % du PIB – sauf en cas de « circonstances exceptionnelles » –, et les différents fonds spéciaux d'investissement (*Sondervermögen*), qui échappent aux

règles budgétaires normales. Ces fonds sont formellement soumis aux mêmes règles que le budget général, mais ils sont gérés et comptabilisés séparément. L'Allemagne compte 29 fonds spéciaux, qui représentent un volume financier de 869 milliards d'euros (22 % du PIB allemand), et dont les dépenses représenteraient, en 2023, les trois quarts des dépenses nettes du budget fédéral. Dans le calcul du frein à l'endettement, ces budgets spéciaux doivent normalement être comptabilisés. Mais ces principes ont été remis en question pendant la pandémie, lorsque le gouvernement a suspendu certaines restrictions budgétaires : le frein à l'endettement ne s'est pas appliqué et les ressources non utilisées dans certains fonds ont été réaffectées vers d'autres dépenses. Une intervention à court terme pour lutter contre la crise s'est transformée en un budget structurel à long terme.

La décision budgétaire de la Cour de Karlsruhe aura potentiellement des implications pour le financement d'autres fonds, comme le Fonds de stabilisation économique (WSF) créé en 2020 et doté de 200 milliards d'euros, qui a permis de financer le bouclier tarifaire sur le gaz et l'électricité. La contrainte budgétaire se trouve ainsi durcie par ces mesures, ce qui rend l'équation d'autant plus difficile à résoudre que le gouvernement a annoncé ne pas vouloir prolonger les circonstances exceptionnelles et vouloir revenir à la règle d'or du déficit structurel dès 2024.

Pas de reprise avant mi-2024

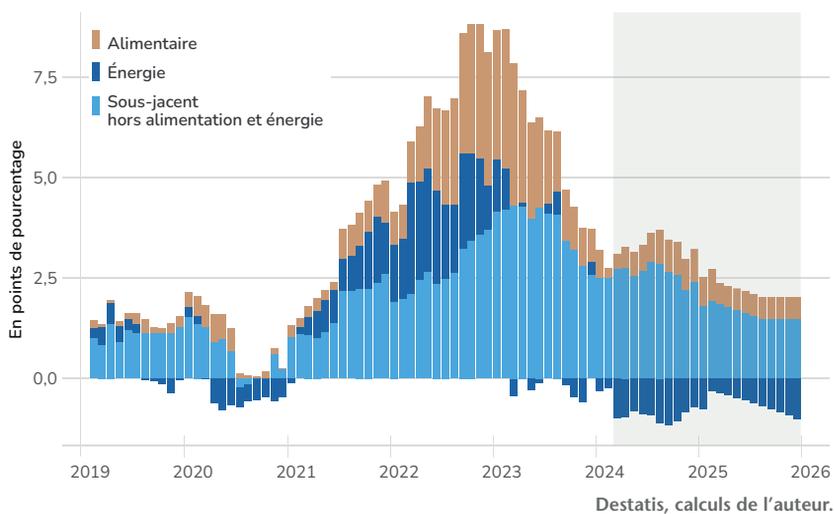
Les indicateurs avancés laissent entrevoir une dégradation de la situation au premier trimestre 2024, avec un recul du PIB de 0,2 %. La faiblesse de la conjoncture devrait mettre un terme à la création d'emplois et le chômage progresserait, passant de 3,0 % en 2023 à 3,6 % en 2024, notamment sous l'effet d'une amélioration de la productivité. Au total, à cause de plusieurs chocs négatifs (chocs monétaire et budgétaire, cycle mondial, incertitude et tensions géopolitiques), le PIB baisserait de 0,2 % en 2024, avant de progresser de 1,4 % en 2025.

Un franc ralentissement de l'inflation

Au mois de février 2024, l'IPC a crû de 2,5 % en glissement annuel, contre 8,7 % un an plus tôt. La baisse de l'inflation devrait se poursuivre à l'horizon de la prévision (voir graphique 2). En effet, les prix du gaz naturel et de l'électricité sur les bourses européennes ont considérablement reflué et nous faisons l'hypothèse que les indices de prix du gaz, du pétrole et de l'électricité évolueront comme les prix du marché à terme (avec un décalage temporel). La composante énergétique de l'inflation devrait donc franchement baisser au cours de la période de

prévision (-7,3 % en 2024, -6 % en 2025). Le taux d'inflation sous-jacent devrait quant à lui rester dynamique, en raison de la hausse des coûts salariaux inscrite en prévision. Cependant, l'effet du rattrapage des salaires nominaux sur l'inflation devrait rester limité, car la hausse des salaires devrait se faire au détriment des marges des entreprises, qui ont fortement augmenté depuis la période pré-Covid, passant de 35,4 % à 38 % de la valeur ajoutée. Au total, l'IPC devrait donc croître de 2,5 % en 2024 et 1,6 % en 2025⁷.

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



La consommation privée, principal moteur de la croissance à partir de mi-2024

Après une forte progression de 7 % en 2023, nous anticipons une poursuite de la dynamique des salaires en 2024 (+5,0 %), sous l'effet de plusieurs facteurs : une croissance des salaires conventionnels⁸ qui devrait atteindre des records (+ 6 %), les primes compensatoires de l'inflation qui sont exonérées de cotisations jusqu'à la fin 2024, ou encore l'augmentation du salaire minimum de 3,4 % au 1^{er} janvier 2024. Les salaires devraient ralentir en 2025 (+2,2 %), notamment en

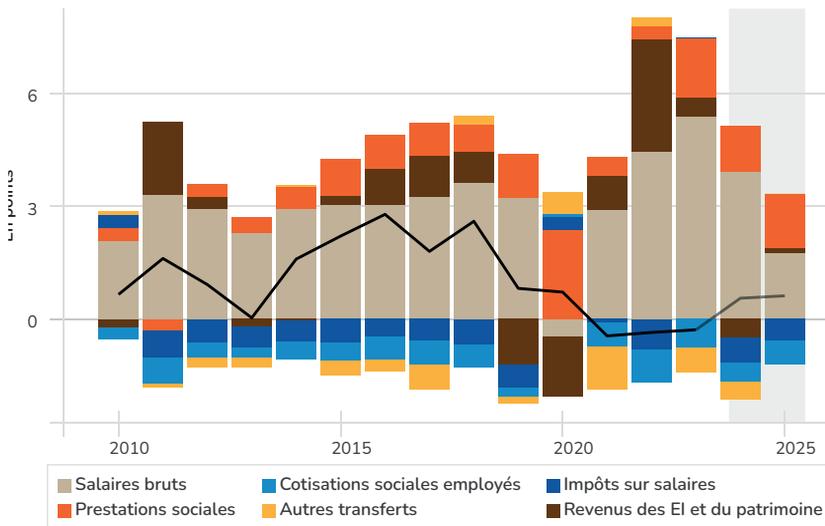
7. L'IPC harmonisé croîtrait quant à lui de 2,4 % en 2024 et de 1,6 % en 2025.

8. Notamment dans le secteur public territorial (au niveau des Länder), et malgré des négociations toujours inabouties dans le commerce de détail, de gros et le commerce extérieur.

raison de la baisse de l'inflation. Étant donné la réaction décalée des salaires à la hausse de l'inflation, les coûts salariaux unitaires réels avaient fortement reculé entre 2021 et 2023, ce qui explique sans doute la résistance de l'emploi malgré la croissance atone. En 2024, une forte augmentation des coûts salariaux unitaires réels se dessine.

À l'horizon de la prévision, les prestations sociales aux ménages devraient augmenter fortement, étant donné les mesures budgétaires en faveur de la santé et des retraites. En revanche, les revenus du patrimoine et des entreprises individuelles devraient se contracter en raison de la conjoncture. Ainsi, le revenu disponible nominal des ménages progresserait de 3 % en 2024 et de 2,1 % en 2025. Grâce au recul de l'inflation, le revenu disponible réel augmenterait de 0,6 % en 2024 et en 2025, après trois années de recul (voir graphique 3). En 2024, le taux d'épargne stagnerait, sous l'effet des taux d'intérêt nominaux élevés et d'un effet de richesse négatif, avant de baisser en 2025 ; il atteindrait 10,3 % au quatrième trimestre 2025 (contre 11,2 % un an plus tôt), ce qui permettrait à la consommation de progresser de façon dynamique et de soutenir la croissance.

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



Eurostat, prévisions OFCE avril 2024.

Emploi : repli en 2024

Au premier trimestre 2024, dans le sillage du recul du PIB, et malgré une quasi-stagnation de la productivité du travail, 240 000 emplois seraient détruits. La productivité horaire devrait graduellement se redresser sur la période de prévision : cela se traduirait d'abord par une destruction de près de 400 000 emplois entre le dernier trimestre 2023 et le dernier trimestre 2024, puis par des créations d'emplois en 2025 grâce à une reprise de l'activité plus dynamique. Le taux de chômage, quant à lui, devrait augmenter de 0,5 point courant 2024 pour atteindre 3,6 % de la population active, avant de baisser dans les mêmes proportions à l'horizon de fin 2025.

Panne d'investissement et érosion de parts de marché

Le recul du PIB en 2024 serait surtout lié au recul 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. Cette baisse de l'investissement serait également liée à la baisse du taux de marge, amorcée début 2023, et qui se poursuivrait en 2024, avant une stabilisation en 2025.

L'investissement en construction a baissé en 2023 pour la troisième année consécutive. L'investissement logement, particulièrement sensible aux taux d'intérêt, a principalement contribué à ce recul, avec une baisse de 2,9 % en 2023. Le nombre de permis de construire dans le secteur résidentiel a ainsi baissé de 25 % entre janvier 2023 et janvier 2024. Par ailleurs, le taux des nouveaux crédits à l'habitat est passé de 1,3 % à 4,1 % entre début 2022 et décembre 2023⁹. Malgré un chiffre en janvier 2024 en progression (+15 % sur un an), le volume des nouveaux crédits à l'habitat se situe près d'un tiers en dessous de sa moyenne de 2022. Par conséquent, pour 2024, nous prévoyons un recul des investissements dans la construction de 2,5 %, en raison de la persistance de taux d'intérêt élevés. Deux facteurs devraient toutefois contribuer à amortir le phénomène : la baisse du prix des matériaux et l'augmentation des rénovations énergétiques de logements résidentiels. Pour l'année 2025, nous prévoyons une augmentation des investissements en construction de 0,8 %, notamment en raison de la hausse du revenu disponible des ménages et de la baisse des taux.

9. Notons que d'après la Bundesbank le chiffre provisoire de janvier 2024 indique une légère baisse de taux (3,9 %).

Cependant, les indicateurs avancés donnent une image mitigée des investissements en biens d'équipement. Le taux d'utilisation des capacités des fabricants de biens d'investissement a légèrement augmenté début 2024, mais les coûts de financement élevés et l'évolution conjoncturelle devraient peser négativement sur les investissements. Au total, nous prévoyons un recul des investissements en biens d'équipement de 2,2 % en 2024, avant une progression de 1,2 % en 2025.

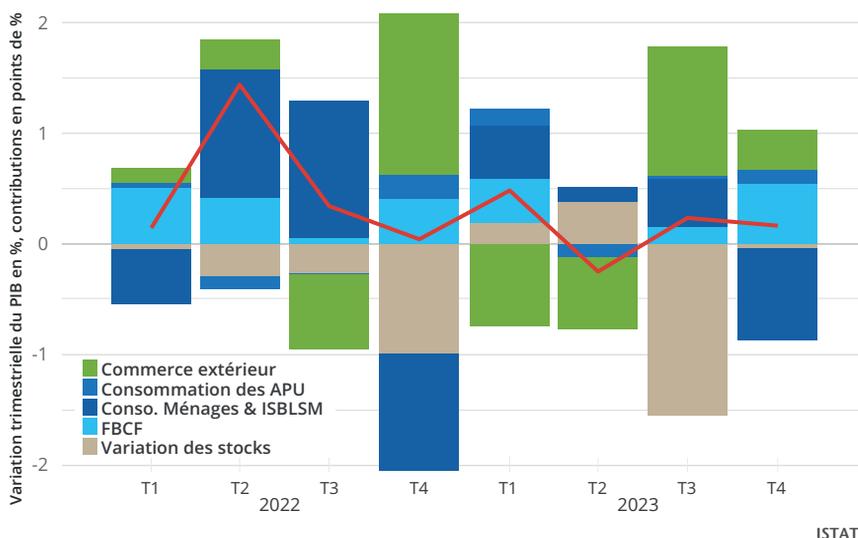
Enfin, le commerce international ne devrait pas fournir de soutien à la croissance allemande au cours des deux prochaines années. Les prévisions d'exportations de l'IFO se situent en janvier et février 2024 à un niveau inférieur à celui du quatrième trimestre 2023, et nous inscrivons une baisse des exportations de 0,2 % au premier trimestre. Les exportations devraient augmenter à nouveau à partir du deuxième trimestre, mais l'Allemagne perdrait des parts de marché à l'horizon de la prévision. Au total, les exportations baisseraient de 1,7 % en 2024, avant de croître de 1,9 % en 2025. Quant aux importations, nous faisons l'hypothèse d'une stabilité du taux de pénétration. Au total, la balance des transactions courantes devrait s'améliorer en 2025, sous l'effet d'une reprise plus marquée des exportations.

Italie : reprise fragilisée par la fin du Superbonus¹

Portée par l'investissement, la croissance résiste en 2023

Le PIB italien a augmenté de 0,9 % en 2023, porté par un bon premier trimestre (+0,5 %) et une croissance plus modeste au quatrième trimestre (+0,2 %), après un milieu d'année stagnant (-0,2 % puis +0,2 % aux deuxièmes et troisièmes trimestres). En termes de contributions à la croissance, le début d'année s'est caractérisé par des contributions négatives du commerce extérieur, compensées par la progression de la demande interne ainsi que les variations de stocks (graphique 1). Au troisième trimestre, les variations négatives de stocks ont presque entièrement effacé les gains de PIB liés au commerce extérieur (+1,2 %) et à la consommation des ménages (+0,4 %) ; la fin d'année a finalement vu l'activité être tirée par une forte croissance de l'investissement (+2,4 %) et une dynamique favorable du commerce extérieur, tandis que la consommation reculait fortement (-1,4 %).

Graphique 1. Croissance du PIB italien et contributions de ses composantes



1. Ce texte est rédigé par Benoît Williatte, Département analyse et prévision.

Globalement, le PIB italien en 2023 a été soutenu par une progression de la consommation des ménages et surtout de l'investissement – malgré la politique monétaire restrictive adoptée par la BCE – tandis que les variations de stocks (contribution de -1,3 %) tempéraient fortement l'effet de la demande intérieure sur la croissance. La dynamique positive de l'investissement en construction (+3,5 % en 2023) malgré la détérioration de l'accès au crédit s'expliquerait notamment par le soutien public de très grande ampleur apporté les aides à la rénovation de logements (voir encadré 1), et dans une moindre mesure par les premiers apports des projets financés par le volet italien du plan de relance européen². Les investissements en équipements productifs ont fortement progressé (+6,4 %) malgré la baisse des taux de marge et d'investissement des sociétés non-financières en 2023 (respectivement 44,2 % et 20,6 % au troisième trimestre contre 45,5 % et 21,7 % en début d'année). Ces développements a priori contradictoires s'expliqueraient par une baisse du déflateur des investissements en équipements (-1,8 %) ainsi que par l'augmentation de l'investissement public (+19,2 % de FBCF, en valeur, entre les troisième trimestres 2022 et 2023).

Marché du travail : des créations d'emplois plus dynamiques que l'activité

La résilience du PIB italien s'est accompagnée d'un marché du travail dynamique : selon les comptes nationaux, 407 000 emplois (salariés et non-salariés) ont été créés en Italie entre les quatrième trimestres 2022 et 2023 dont 136 000 au dernier trimestre de 2023 ; sur la même période, le taux de chômage a baissé de 0,5 point de pourcentage pour atteindre 7,5 %, soit le niveau le plus bas qui ait été observé depuis le premier trimestre 2009. Les tensions sur le marché du travail italien restent à un niveau élevé : le ratio de postes vacants par rapport au total des postes (vacants et occupés) était de 2,2 au quatrième trimestre 2023, contre 1,4 fin 2019 ; les enquêtes auprès des entreprises montrent que la proportion de celles-ci citant le manque de main-d'œuvre comme facteur limitant leur production reste largement supérieure à sa moyenne historique. Toutefois, ces

2. Selon l'enquête SAFE réalisée par la BCE, le solde d'opinion des entreprises à propos de l'accès au crédit bancaire était négatif durant les deux semestres de 2023 (-0,4 % et -3 %) ; d'après l'enquête auprès des banques (BLS), le solde d'opinion au sujet d'un durcissement des conditions d'accès était positif en 2023, bien qu'en baisse rapide depuis le pic du quatrième trimestre 2022 (36,4 % à 18,2 %).

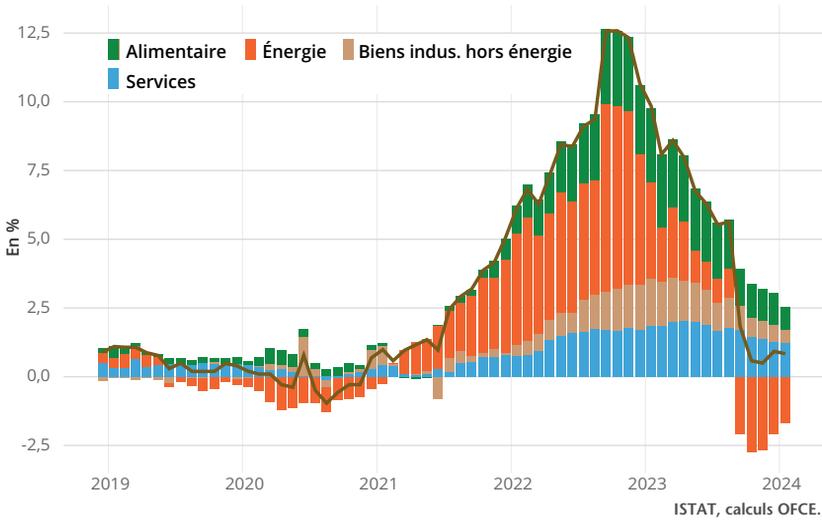
mêmes enquêtes signaleraient qu'un relâchement des pénuries de main-d'œuvre a eu lieu au cours du second semestre (excepté dans le secteur de la construction), là où le ratio de postes vacants est resté stable depuis 2022.

L'emploi a donc été plus dynamique que le PIB, résultant en une baisse de la productivité horaire (apparente) du travail tout le long de l'année 2023 : au quatrième trimestre 2023, celle-ci s'établissait 0,6 % en-dessous de la moyenne de 2019. L'augmentation de la durée moyenne du travail observée en 2022 s'est poursuivie en 2023, amenant une hausse de la productivité par tête (+2 % par rapport à la moyenne de 2019). Après une progression relativement forte en 2022, les salaires *nominaux* ont ralenti au cours de l'année 2023 (croissance des salaires nominaux de 1,3 % en 2023, contre 2,4 % en 2022) ; sous l'effet de la forte hausse des prix, et malgré la désinflation amorcée en 2023, au quatrième trimestre les salaires par tête et horaires déflatés de l'Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) étaient encore largement en-dessous de leurs niveaux (-5,9 % et -9 %) de 2019.

Prix : La baisse de l'inflation se poursuit

L'économie italienne était fortement exposée à la hausse des prix du gaz, du fait de la part importante de celui-ci dans le mix énergétique italien (environ 48 % de la production d'électricité et 51 % de la consommation d'énergie finale des ménages). L'inflation, au sens de l'IPCH, avait atteint un pic de 12,4 % au troisième trimestre 2022 ; le reflux des prix de l'énergie a ramené l'inflation autour de 5,8 % au troisième trimestre 2023 (graphique 2). Au quatrième trimestre, tandis que le déclin des prix énergétiques se poursuivait, les effets de base ont également contribué à la baisse de l'inflation (0,9 %). À mesure que les prix alimentaires et énergétiques ralentissaient, la contribution de l'inflation sous-jacente a été relativement importante en 2023. D'une part, sous l'effet des tensions globales sur les chaînes d'approvisionnement ainsi que le rôle du gaz comme intrant dans certains processus de production industrielle, les biens manufacturés ont contribué positivement à l'inflation globale ; au cours du second semestre 2023, l'inflation pour cette catégorie a fortement diminué (+2,2 % en glissement annuel à la fin de l'année, contre +5 % en juin). La diffusion des hausses de prix aux salaires et donc aux coûts salariaux s'est manifestée par une contribution croissante des services ; depuis le troisième trimestre de 2023, celle-ci est toutefois en baisse.

Graphique 2. Contributions au glissement annuel de l'IPCH



Le déflateur du PIB a dans une certaine mesure suivi les mouvements des prix à la consommation, ses mouvements à la hausse affichant une moindre amplitude mais davantage de persistance (+5,3 % en 2023 contre +3,6 % en 2022). Les taux de marges en 2022 des entreprises non-financières ont atteint leur pic à la fin de 2022 (46,6 %, contre une moyenne 2015-2019 de 42,7 %), avant d'entamer une correction tout le long de 2023 (44,2 % au troisième trimestre) qui a contribué au ralentissement du prix de la production intérieure (+0,5 % en variation trimestrielle au troisième trimestre).

Finances publiques : la facture des aides à la rénovation s'alourdit

Selon Istat, le solde public italien était de -7,2 % en 2023, tandis que le ratio de dette publique sur PIB était de 137,3 %. Le déficit a donc été légèrement réduit entre 2022 et 2023, mais reste relativement proche de ceux observés durant les phases aiguës des chocs Covid et énergétiques (respectivement 9,6 %, 8,8 % et 8 % en 2020-2022). Pourtant, la réduction des dépenses en termes de mesures d'urgence a bien eu lieu : extinction quasi-totale des mesures Covid et réduction des mesures énergie de 2,8 % du PIB en 2022 à 1 % en 2023.

L'ampleur du déficit pour 2023 s'expliquerait en grande partie par les effets inattendus des incitations à la rénovation de logements mis en

place en avril 2020, dont l'impact budgétaire pour 2023 s'élèverait à environ 3,8 % du PIB. En effet, le décret-loi de relance avait réformé les crédits d'impôts à la rénovation énergétique et sismique de logements, rendant ceux-ci plus généreux. Le dispositif dit du « Superbonus » proposait ainsi des crédits d'impôts à hauteur de 110 % du montant des travaux réalisés, pouvant être utilisés comme remises sur factures ou transférés à d'autres institutions (bancaires notamment) disposant d'une dette fiscale suffisante. Initialement prévue pour 2020-2021, la mesure a ensuite été étendue tandis qu'à partir de 2022, le gouvernement italien a tenté de réduire graduellement la générosité de ces aides à la rénovation et donc leur impact sur les finances publiques : réduction du taux à 90 % à partir de 2023 (puis 70 % et 60 % en 2024 et 2025), introduction de restrictions sur la transférabilité des crédits (avec toutefois l'ajout d'un certain nombre d'exceptions par les parlementaires).

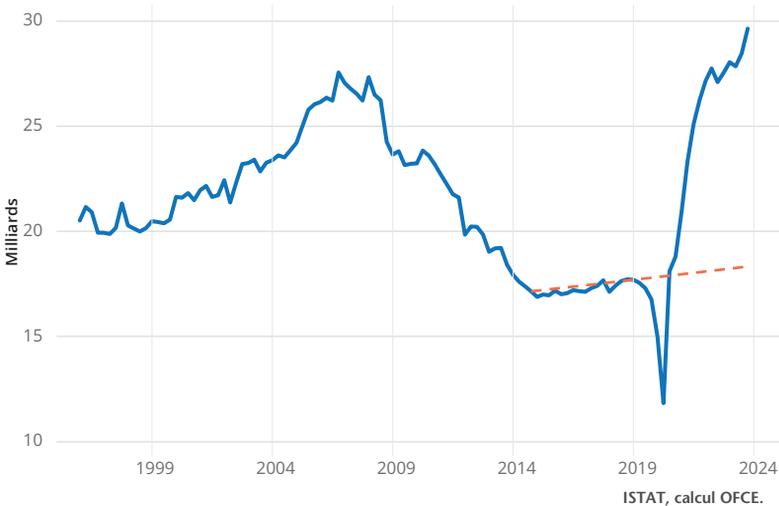
La générosité des aides combinées à l'absence de plafond ont fait que le coût de ces subventions a largement dépassé les montants initialement prévus. Le programme de stabilité présenté en avril 2023 estimait 72 milliards pour le seul Superbonus, et 112 milliards pour l'ensemble des aides à la rénovation. Le projet de loi de finances 2024 a ensuite révisé à la hausse le coût du dispositif pour 2023, à hauteur de 1,1 % du PIB supplémentaires, avec un solde public attendu à -5,3 %. Ce dernier a finalement été estimé par Istat à 7,2 %, portant le coût total des aides sur 2020-2023 autour de 178 milliards d'euros (environ 8,6 % du PIB 2023), dont 100 milliards pour le Superbonus. Toutefois, l'effet sur la dette publique résultant de la dégradation du solde sera graduel : étant données les caractéristiques des crédits d'impôts (transférabilité, délais de 10 ans pour leur utilisation) leur utilisation entière par leurs bénéficiaires semble probable. À ce titre, les crédits d'impôts pour la rénovation ont été comptabilisés comme dépenses entièrement affectées à l'année durant laquelle ils ont été générés ; en revanche, l'endettement supplémentaire induit par ces subventions (via la baisse des recettes) devrait avoir lieu au fur et à mesure de leur utilisation³. L'écart entre l'impact immédiat sur le déficit et celui différé sur la dette se traduira par une contribution accrue anticipée des ajustements stock-flux (prévus à 1,2 % du PIB sur 2024-2026 par le gouvernement italien) à moyen-terme.

3. Se référer aux échanges entre Eurostat et Istat, notamment Eurostat (2023), *Advice on recording 2023 Superbonus*, pour plus de détails sur le traitement comptable des crédits d'impôts.

Encadré 1. Les primes à la rénovation des logements et l'investissement en Italie depuis la Covid

La formation brute de capital fixe a connu une très forte augmentation (en volume) depuis 2019, très largement supérieure à celle observée au sein des autres économies majeures de la zone euro ; de plus, si l'on examine sa composition en termes d'actifs, le dynamisme de la construction apparaît tout à fait exceptionnel. L'« excès » d'investissement en construction résidentielle – par rapport à un scénario où se poursuivrait la croissance annuelle moyenne observée entre la fin 2014 et, à la fin 2019, représenterait environ 2,3 % du PIB en volume en 2023 (40,9 milliards d'euros de FBCF résidentielle supplémentaire sur un total de 193 milliards, en prix chaînés de 2015).

Graphique 3. Investissement en actifs résidentiels (volume)



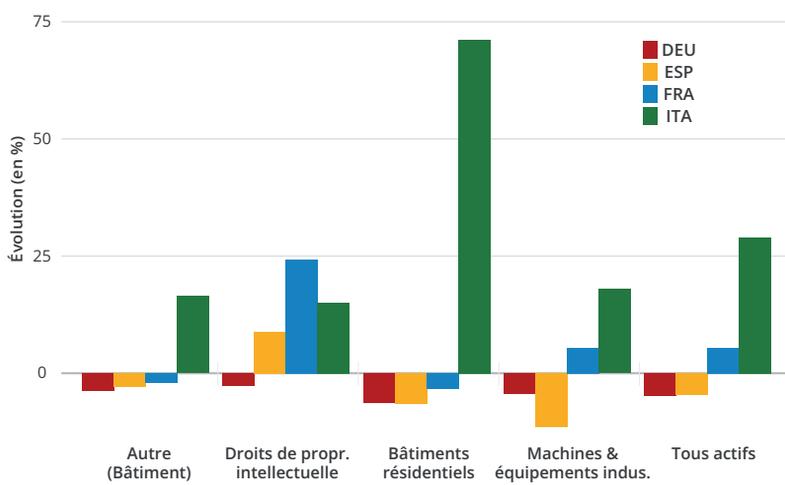
Note : la ligne pointillée correspond à la tendance calculée à partir de la croissance annuelle moyenne entre les quatre trimestres 2014 et 2019.

Dans quelle mesure cette croissance exceptionnelle s'explique-t-elle par le soutien de grande ampleur apporté à la rénovation des logements ? En effet, 178 milliards d'euros ont été dépensés en crédits d'impôts sur la période 2020-2023, tandis que la FBCF résidentielle « excédentaire » cumulée sur 2021-2023 représentait 136 milliards d'euros. Toutefois, la tendance 2014-2019 est problématique en tant que contrefactuel étant donnée l'évolution historique de l'investissement résidentiel en Italie. En effet, celui-ci a connu une forte expansion dans les années 2000, avant que la crise financière n'enclenche une période de contraction sévère qui ne prit fin qu'au quatrième trimestre 2014 ; fin 2019, la FBCF résidentielle était encore infé-

rieure de presque 25 % à ses niveaux moyens de 1996-1999. Une dynamique de reprise aurait donc pu être anticipée pour le début des années 2020 en l'absence de soutien public, et ce malgré la politique monétaire restrictive adoptée par la BCE à partir de 2022.

Certaines études ont déjà proposé des estimations – préliminaires – de l'effet des crédits d'impôts sur le PIB italien. En se basant sur un contrefactuel construit à partir de l'évolution de l'investissement estimée par le modèle macroéconométrique d'Istat, et les effets de *spillover* obtenus à partir des tables entrées-sorties, l'Office parlementaire du budget estime un multiplicateur proche de 1 pour les investissements réellement générés par la mesure (16,5 milliards d'euros sur 2021-2022). Une étude réalisée par Istat estime qu'environ la moitié des investissements ayant bénéficié des crédits d'impôts n'auraient pas pu être réalisés sans ces aides ; avec un multiplicateur d'environ 0.8 pour ces travaux supplémentaires, calculé également sur la base des tables *input-output*, le multiplicateur global serait donc autour de 0,4. Enfin, dans une audition au Sénat italien, la Banque d'Italie a présenté ses premières estimations obtenues via une approche de contrôle de synthèse, suggérant là aussi environ 50 % de travaux financés rendus possibles par l'obtention de crédits d'impôts. Sur la base des élasticités estimées par le modèle macroéconométrique de la Banque, le multiplicateur global – après prise en compte des effets d'aubaine – serait vraisemblablement proche de 1. Enfin, selon l'ANCE (association italienne des entreprises de construction), les travaux de rénovation représentaient 70 milliards d'euros en 2023 (environ 39 % de la FBCF résidentielle totale), contre 42 milliards en 2019.

Graphique 4. Évolution de l'investissement parmi les principales économies de la zone euro (T4 2019-T4 2023)



Eurostat, calculs OFCE.

Dans la mesure où le soutien budgétaire explique la bonne performance relative de l'Italie depuis 2019, les perspectives de croissance de l'économie italienne seraient affectées, étant donné la volonté affichée du gouvernement Meloni de réduire le déficit public et l'entrée en vigueur attendue du nouveau cadre budgétaire européen. Notons toutefois le dynamisme de l'investissement depuis 2020, au-delà des seuls actifs résidentiels, alors que les crises de 2008-2009 et 2011-2012 avaient durablement freiné leur accumulation en Italie (graphique 4).

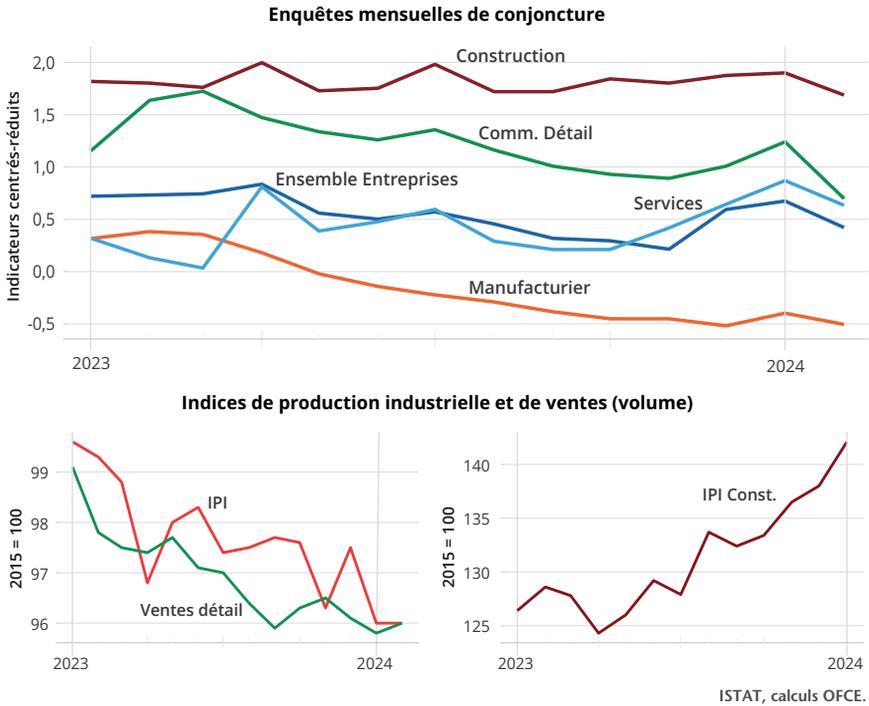
La construction en Italie tire l'activité vers le bas en 2024

Conjoncture : sur la lancée du T4 2023

Les dernières enquêtes emploi indiquent des créations d'emploi modestes au cours du premier trimestre 2024 (9570 emplois supplémentaires sur janvier-février) par rapport au dernier trimestre 2023. Par ailleurs, les enquêtes de conjoncture suggèrent que le premier trimestre 2024 s'inscrira dans la continuité du second semestre 2023, soit une croissance modeste (graphique 5). Selon l'indicateur synthétique calculée par ISTAT, la confiance des entreprises connaîtrait une légère amélioration depuis décembre 2023. Dans le détail sectoriel, le ressenti des entreprises manufacturières sur leur production passée et anticipée demeurerait stable. D'après les soldes d'opinions sur l'évolution de la production durant les trois derniers mois, les entreprises du bâtiment indiqueraient un accroissement considérable de l'activité fin 2023 qui s'inverserait à partir de février 2024. Le premier trimestre bénéficierait donc encore dans une certaine mesure des subventions aux rénovations⁴. L'indice de production industrielle laisse entrevoir un léger déclin de l'activité manufacturière en janvier, tandis que l'indice pour le secteur de la construction montre une activité en forte augmentation durant le premier mois de l'année.

4. Le taux à 90 % s'applique pour les travaux entamés jusqu'à la fin de l'année 2023. De plus, certaines exemptions aux modifications apportées aux crédits d'impôts en termes de taux ou de transférabilité demeureront valides pour les demandes déposées jusque mi-avril.

Graphique 5. Indices de confiance des entreprises et de production industrielle



La fin du Superbonus pèse sur l'investissement

Le scénario de politique budgétaire retenu verrait une forte réduction du soutien public à l'activité sous la forme des crédits d'impôts à la rénovation de logements. Outre la réduction du taux, déjà annoncée en 2023, à 70 % en 2024 et 65 % en 2025, les nombreuses exceptions consenties à la fin de la transférabilité des crédits annoncée en février 2023 ne devraient pas être reconduites en 2024-2025. Il en résulterait une baisse considérable de l'utilisation de ces crédits, et donc une impulsion négative sur l'investissement en construction. Celle-ci devrait toutefois être partiellement compensée par la montée en puissance des projets financés par le PNRR : selon l'Office parlementaire du budget, fin novembre 2023 seuls 28 milliards d'euros avaient été dépensés, sur un total de ressources attendues de 194 milliards (71,8 de subventions et 122,6 de prêts)⁵. Les délais importants dans

5. Ufficio Parlamentare di Bilancio (2023), *Memoria nell'ambito dell'esame della Relazione sullo stato di attuazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza*

l'utilisation des fonds seraient principalement dus aux difficultés rencontrées par les administrations locales dans la formulation de projets éligibles et la réalisation d'appel d'offres, plutôt que dans la faisabilité ou l'exécution même des projets. Enfin, parmi les mesures discrétionnaires annoncées pour 2024, la plus impactante devrait être la baisse ciblée de cotisations sociales pour les bas salaires (pour un coût estimé à environ 10 milliards d'euros, ou environ 0,5 % du PIB) qui renforcerait le pouvoir d'achat des ménages et la contribution de la consommation à la croissance. Comme expliqué précédemment, les crédits d'impôts octroyés ont jusqu'ici été comptabilisés immédiatement comme dépenses mais auront un effet différé sur l'endettement public. Malgré une amélioration attendue du solde primaire (-3,4 % en 2023, -0,4 % en 2024, 0,4 % en 2025), la dette publique rapportée au PIB devrait augmenter, sous l'effet du ralentissement du PIB en 2024 et surtout de l'utilisation des crédits d'impôts accordés : 137,2 % en 2023, 139,2 % en 2024, et 140,2 % en 2025.

Marché du travail et prix : hausse modeste du chômage et gains de pouvoir d'achat

La faible croissance du PIB en 2024 ainsi que les gains de productivité (en supposant une croissance tendancielle autour de 0,4 %) auront pour conséquence une légère augmentation du taux de chômage au cours de l'année 2024 (de 7,4 % fin 2023 à un pic de 7,9 % au second semestre 2024). L'accélération du PIB en 2025 ramènerait le chômage autour de 7,3 % d'ici la fin de l'année ; en moyenne annuelle, le taux de chômage resterait stable sur 2024-2025 (7,7 % et 7,6 %). Malgré une légère remontée du chômage, les salaires devraient être dynamiques en 2024 et durant la première moitié de 2025 : selon les indicateurs de tensions sur les négociations collectives calculés par ISTAT, en février 2024, environ 52 % des salariés du secteur privé étaient en attente d'un renouvellement de leurs conventions collectives, dont deux tiers parmi les employés d'entreprises de services et seulement 7 % des salariés du secteur manufacturier ; cependant les conventions collectives de celui-ci contiennent généralement des clauses d'ajustement *ex post* à l'inflation observée. Les salaires nominaux devraient ainsi croître de 3,5 % et 3,9 % en 2024 et 2025 ; les salaires réels progresseraient de 1,9 % et 2,2 %, pour atteindre fin 2025 des niveaux encore inférieurs de 5 % à ceux de 2019 (contre 9 % au quatrième trimestre 2023).

La désinflation énergétique attendue et l'hypothèse d'un retour de l'inflation alimentaire à sa tendance pré-Covid impliquent que l'inflation changerait de nature en 2024-2025, avec des augmentations de prix davantage déterminées par l'évolution des coûts salariaux. Étant donnée la faible croissance de la productivité italienne et le retour des taux de marges en 2023 à des niveaux proches de ceux d'avant-crise, les gains de salaires nominaux attendus auraient pour conséquence une augmentation temporaire de l'inflation hors énergie et alimentation. Dans l'ensemble, la dynamique désinflationniste observée au cours de l'année 2023 se poursuivrait lors du premier semestre 2024 ; l'inflation connaîtrait un rebond sur la fin 2024 et le début de 2025, à mesure que les augmentations de salaires se transmettent aux prix. En moyenne annuelle, l'inflation serait de +1,6 % en 2024, avec une légère accélération des prix en 2025 (+2,1 %).

La consommation prend le relais de l'investissement

Nous faisons l'hypothèse d'une correction en 2024 et 2025 de la progression exceptionnelle de l'investissement en rénovations de logement, particulièrement en 2024 avec l'entrée en vigueur de dispositions plus restrictives sur les crédits d'impôts. Par ailleurs, les effets des hausses de taux directeurs décidées par la BCE en 2023 devraient continuer à peser sur l'investissement en équipements des entreprises ainsi que les mises en chantier en 2024. La croissance du PIB en 2024 devrait donc être faible (+0,4 %) : étant donnés les effets contractionnaires des hausses de taux d'intérêt décidées en 2023 et la réduction considérable du soutien à la rénovation des logements, la baisse des investissements (-3,9 %) freinerait l'activité. Le dynamisme de la consommation, portée par les gains de pouvoir d'achat, et la possibilité pour l'Italie d'accroître ses exportations grâce à des coûts unitaires salariaux moins dynamiques qu'au sein des autres économies majeures de la zone euro, permettraient à l'Italie de connaître une croissance faible mais tout de même positive. En 2025, la baisse de la contribution des crédits tels que le *Superbonus* devrait se poursuivre ; toutefois, la transmission des hausses de taux décidées par la BCE devrait être achevée et la mise en œuvre de projets issus du PNRR s'accélérer. Ainsi, l'investissement dans la construction devrait donc poursuivre sa contraction (-2,1 %) en 2025, tandis que les dépenses en équipements industriels devraient croître à nouveau (+2 %) ; le regain de croissance (+0,9 %) serait porté par la consommation des ménages.

Références

Banca d'Italia, 2023, *Audizione sugli effetti macroeconomici e di finanza pubblica derivanti dagli incentivi fiscali in materia edilizia*.

Colabella A., E. Guglielminetti, C. Rondinelli, 2023, « The distribution and use of Italian households' savings after the pandemic », *Questioni di Economia e Finanza* no. 797.

Eurostat, 2023, *Advice on recording 2023 Superbonus*.

ISTAT, 2023, « Indagine conoscitiva sugli effetti macroeconomici e di finanza pubblica derivanti dagli incentivi fiscali in materia edilizia », *Audizione presso la V Commissione della Camera dei deputati (Bilancio, Tesoro e programmazione)*.

Ufficio Parlamentare di Bilancio, 2023, *Audizione sugli effetti macroeconomici e di finanza pubblica derivanti dagli incentivi fiscali in materia edilizia*.

Ufficio Parlamentare di Bilancio, 2023, *Memoria nell'ambito dell'esame della Relazione sullo stato di attuazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza*.

Royaume-Uni : l'annonce d'une embellie¹

L'économie britannique est entrée en récession au second semestre 2023, selon la définition technique de deux trimestres consécutifs de baisse d'activité : le PIB a baissé de 0,1 % au troisième trimestre et de 0,3 % au quatrième trimestre. Au début 2024, les indicateurs conjoncturels signalent cependant un léger rebond de l'activité. L'inflation, mesurée en termes d'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), n'était plus que de 3,4 % sur un an en février, contre 11 % en octobre 2022. Elle reviendrait à 2 %, soit au niveau de la cible d'inflation de la Banque d'Angleterre, au deuxième trimestre.

Cela conduirait la Banque d'Angleterre à abaisser son taux directeur à partir de l'été, d'autant plus que les tensions sur le marché du travail se sont allégées au cours des derniers mois, comme en témoignent les offres d'emplois non satisfaites qui, après avoir atteint un pic à 1,3 million en mai 2022, avaient baissé à 930 000 en décembre 2023, éloignant le risque d'un enclenchement d'une boucle prix-salaire. Alors que la politique monétaire s'assouplirait, la politique budgétaire serait restrictive à l'horizon de la fin 2025. La demande intérieure redémarrerait à partir du deuxième trimestre 2024, la consommation des ménages étant soutenue par les gains de pouvoir d'achat résultant du ralentissement de la hausse des prix, ainsi que par une baisse du taux d'épargne, tandis que la demande extérieure resterait peu porteuse. La croissance du PIB serait de 0,3 % seulement en 2024, du fait d'un acquis négatif (après 0,1 % en 2023) et de 1,4 % en 2025. Notre scénario est celui d'une embellie, qui serait cependant soumise à de nombreuses incertitudes. Parmi elles, citons celles qui entourent les baisses à venir du taux directeur de la Banque d'Angleterre, ainsi que l'évolution du taux d'épargne des ménages, qui reste jusqu'à présent supérieur à son niveau d'avant la crise Covid.

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

La croissance sur un fil

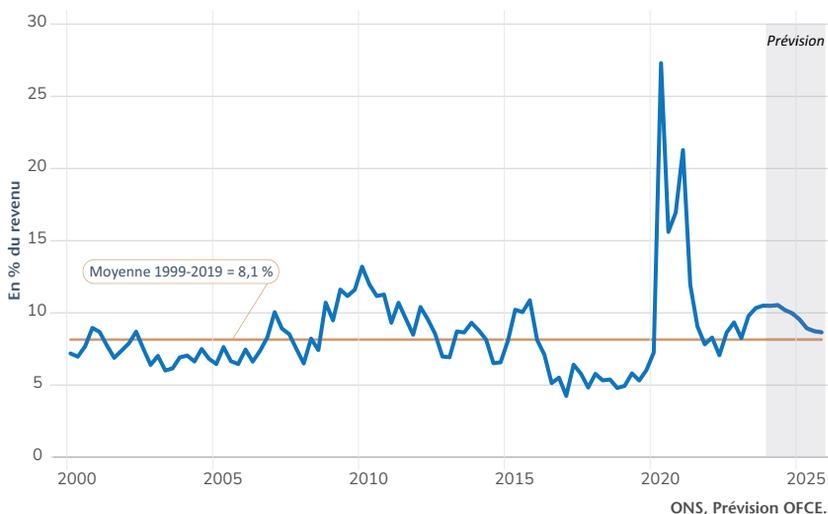
Le Royaume-Uni a connu une hausse des prix plus forte que la plupart des autres grands pays industrialisés en 2022-2023, principalement du fait d'une hausse plus élevée des prix de l'énergie, amplifiée par la mise en place tardive de boucliers tarifaires. La hausse des prix à la consommation, qui n'était de 0,5 % sur un an à l'automne 2020, a ainsi dépassé 5 % fin 2021, pour atteindre 11 % à l'automne 2022. Les 14 relèvements du taux directeur de la Banque d'Angleterre, de 0,1 % en novembre 2021 à 5,25 % en août 2023, destinés à ramener l'inflation vers 2 %, dans une économie sortie de la crise Covid avec un taux de chômage faible et des tensions sur le marché du travail, ont freiné l'activité, alors que le soutien budgétaire s'amenuisait.

Activité en repli

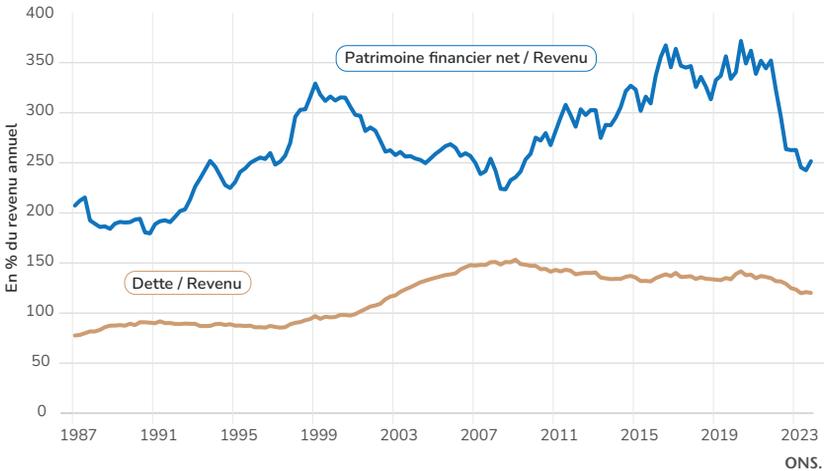
Après un fort rebond à la sortie de la crise Covid, le PIB britannique s'est stabilisé au début de 2022. En 2023, le PIB n'a augmenté que de 0,2 % au premier trimestre, est resté stable au deuxième avant de baisser de 0,1 % au troisième et de 0,3 % au quatrième trimestres, conduisant à un acquis de croissance de -0,3 % pour 2024. Au second semestre 2023, la consommation des ménages a été le principal frein à la croissance (baissant respectivement de 0,9 % et de 0,1 %, tableau annexe). L'investissement des entreprises privées s'est aussi replié. Cela était attendu, depuis l'annonce, à compter du 1^{er} avril 2023, de l'arrêt des déductions fiscales sur les investissements, qui avaient été mises en place en avril 2021, pour relancer l'investissement des entreprises à la sortie de la crise Covid. L'investissement en logement des ménages a continué de baisser, sous l'effet de la hausse des coûts d'emprunt résultant de la hausse des taux d'intérêt, dans un marché immobilier où les prix avaient atteint des niveaux historiquement élevés en 2022, avant de commencer à se replier. Au total, la demande intérieure privée hors stocks a contribué à baisser la croissance de 0,9 point au second semestre, tandis que la consommation publique et l'investissement public contribuaient à hauteur de 0,6 point. La demande intérieure hors stocks aura donc contribué à réduire la croissance de 0,3 point au second semestre, auquel s'est ajouté -0,1 point de variations de stocks. Le recul de la demande intérieure a entraîné une baisse un peu plus prononcée des importations. Cette baisse s'est avérée plus forte que celle des exportations, conduisant à une contribution du commerce extérieur légèrement positive de près de 0,2 point.

En 2023, les ménages britanniques ont de nouveau augmenté leur taux d'épargne, de 1,2 point entre le quatrième trimestre 2022 et le quatrième trimestre 2023 pour le porter à 10,5 % (graphique 1). En moyenne sur l'année, la consommation des ménages n'a augmenté que de 0,5 % en volume, alors que le revenu des ménages augmentait de 1,8 % en termes réels. Jusqu'au printemps 2023, l'accélération de l'inflation avait certes conduit à une baisse des salaires réels, mais cela n'était plus le cas en fin d'année. En moyenne sur l'année, les rémunérations ont contribué à une hausse des revenus de 1,3 point en termes réels (dont 1,1 point pour les seuls revenus des entrepreneurs individuels), les impôts contribuant à baisser le revenu de 0,7 point (en l'absence de relèvement des tranches du barème de l'impôt sur le revenu), et les prestations sociales nettes à l'augmenter de 1,2 point (la plupart des prestations ayant été revalorisées). Les ménages ont augmenté leur taux d'épargne, dans une situation de ralentissement de l'activité, d'accélération de l'inflation et de hausse des taux d'intérêt nominaux. Ils ont sans doute aussi cherché à compenser les effets de l'inflation sur l'érosion de leur patrimoine financier : celui-ci représentait 350 fois leur revenu annuel en 2021, mais 250 seulement en 2023, soit un ratio proche du précédent point bas atteint lors de la crise financière de 2007 (graphique 2).

Graphique 1. Taux d'épargne des ménages



Graphique 2. Patrimoine financier des ménages



Marché du travail : un allègement des tensions

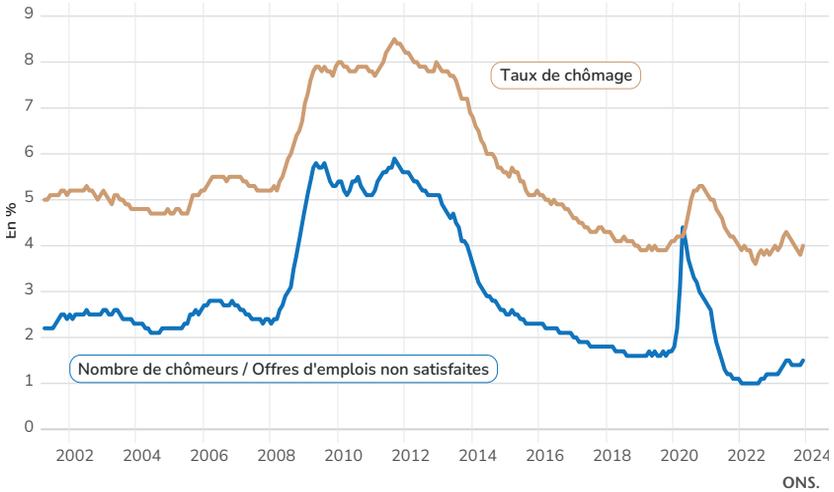
Le Royaume-Uni était entré dans la crise Covid avec un faible taux de chômage, de 4 % seulement (au sens du BIT). Le taux d'activité avait atteint un point haut à plus de 64 % et le nombre d'offres d'emplois non satisfaites était plus élevé qu'au cours des vingt années précédentes, à 800 000, soit un ratio de 1,6 pour le nombre de chômeurs rapporté aux offres d'emplois non satisfaites (graphique 3). Les dispositifs de maintien dans l'emploi mis en place pendant la crise Covid ont permis de limiter la hausse du taux de chômage, qui est ensuite rapidement revenu à près de 4 %.² Le taux d'activité a baissé d'un point pour fluctuer autour de 63 %, reflétant en partie des retraits du marché du travail à la sortie de la crise Covid pour des raisons de santé (Covid longs).

Les offres d'emplois non satisfaites ont fortement augmenté à la sortie de la crise Covid, pour atteindre un pic à 1,3 million au printemps 2022, mais elles ont nettement baissé ensuite, à 900 000 à la fin de 2023, une situation restant cependant plus tendue, en termes de nombre de chômeurs rapporté à ces offres, qu'avant le début de la crise Covid.

2. Précisons que l'analyse du marché du travail est devenue délicate au cours des derniers mois, du fait des difficultés rencontrées par l'ONS dans la collecte de l'enquête sur les forces de travail (les faibles taux de réponse depuis la sortie de la crise Covid ayant conduit l'ONS à suspendre la publication de l'ensemble des résultats de l'enquête en octobre dernier et à entreprendre une refonte du système de collecte).

A l'été 2023, le cycle de productivité ne s'était pas complètement refermé, au regard d'une tendance de longue période de 0,89 % par an. Les créations d'emplois ont marqué le pas, progressant de 0,3 % sur un an en glissement, soit légèrement plus que le PIB (0,2 %).

Graphique 3. Indicateurs de tensions sur le marché du travail



Les salaires horaires moyens avaient accéléré en termes nominaux en 2023, passant d'une hausse de 6,5 % sur un an en début d'année à 8,5 % sur un an à l'été, mais nettement moins rapidement que les prix à la consommation. Ils ont ralenti depuis et étaient en hausse de 5,6 % sur un an en janvier 2024. Corrigés de l'inflation, les salaires étaient en baisse de 2,7 % sur un an en début d'année 2023 et en hausse de 1,5 % sur un an en janvier 2024. 2023 a été une année de revalorisations des rémunérations dans le secteur public, visant à rattraper partiellement les retards pris au fil des ans par rapport aux rémunérations du secteur privé, ce alors que l'inflation accélérât.

Par ailleurs, le gouvernement a annoncé une hausse de 9,8 % du salaire minimum horaire adulte à compter du 1^{er} avril 2024, ce qui devrait porter ce salaire à 66 % du salaire médian cet automne, conformément à l'objectif fixé en 2019 (encadré). Cet objectif, qui vise à ce que le « travail paie », fait l'objet d'un large consensus. Pour 2025, le gouvernement souhaite que le taux adulte soit maintenu à 66 % du salaire médian.

Encadré. Salaire minimum des adultes, objectif 66 % du salaire médian atteint

Le 1^{er} avril 2024, le salaire minimum horaire des adultes de plus de 21 ans (*National Living Wage, NLW*) a été porté à 11,44 livres, soit une hausse de 9,8 %. Au Royaume-Uni, le salaire minimum est revalorisé chaque année par le gouvernement, selon les recommandations de la *Low Pay Commission* (LPC), commission paritaire comprenant des représentants des salariés, des employeurs, ainsi que des experts. Depuis 2019, le gouvernement a donné pour mandat à la *Low Pay Commission* de proposer des évolutions annuelles du NLW permettant à celui-ci d'atteindre 66 % du salaire médian en octobre 2024. Cet objectif est en passe d'être atteint.

Ainsi, le salaire minimum, qui avait été mis en place pour la première fois au Royaume-Uni par le New Labour, à la suite de son élection en 1997, se trouve désormais, du moins pour le taux adulte, et suite aux objectifs fixés par des gouvernements conservateurs, parmi les plus élevés de l'OCDE.

Le gouvernement a modifié le mandat de la *Low Pay Commission* cette année : l'objectif de 66 % du salaire médian étant atteint pour le taux adulte, la LPC devra en octobre prochain proposer un taux qui maintienne le salaire minimum adulte à 66 % du salaire médian en avril 2025. La LPC, remarquant que l'écart entre les taux jeunes et le taux adulte s'est accru au fil du temps, considère qu'il faudrait proposer des hausses pour les taux « jeunes » qui permettent de réduire ses écarts en veillant, comme précédemment, à limiter les impacts négatifs que ces hausses pourraient avoir sur l'emploi de ces tranches d'âge. Actuellement, le salaire minimum est de 6,40 £ pour les apprentis et les 16-17 ans (il a augmenté de 21,2 % au 1^{er} avril) et de 8,60 £ pour les 18-20 ans (+14,8 %). La LPC considère qu'il pourrait être envisagé d'abaisser l'âge minimum du taux adulte à 18 ans, sans nuire à l'emploi des 18-20 ans, si le salaire médian de cette tranche d'âge continue à augmenter plus rapidement que le salaire minimum (voir : « *The National Minimum Wage Beyond 2024, A report by the Low Pay Commission* », mars 2024)

Malgré une revalorisation plus rapide du taux adulte que du salaire moyen au cours des dernières années, les emplois au salaire minimum ne représentaient en 2023 qu'un peu plus de 6 % de l'emploi total, contre 8 % avant le début de la crise Covid. Ceci pouvant s'expliquer, selon la *Low Pay Commission* par les tensions présentes sur le marché du travail (voir : *National Minimum Wage, Low Pay Commission Report 2023*, mars 2024).

Prévisions 2024/2025 : Une embellie

Policy-mix

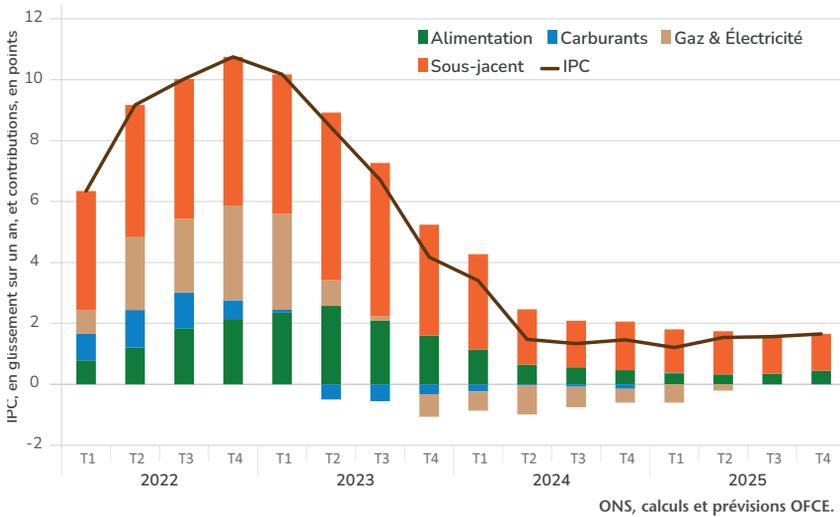
L'inflation, mesurée selon l'indice des prix à la consommation harmonisé, avait atteint un pic à 11,1 % sur un an en octobre 2022, sous l'effet de la hausse de prix de l'énergie et de l'alimentation (graphique 3). Elle a ralenti depuis, initialement sous l'effet de la baisse des prix de l'énergie et de l'alimentation. L'inflation sous-jacente, après avoir atteint un pic à 7,1 % sur un an en mai 2023 (alors qu'elle n'était que de 1,1 % sur un an au premier trimestre 2021), a ralenti depuis et n'était plus que de 4,4 % en février 2024. La hausse des prix n'était alors que de 3,4 % sur un an.

La Banque d'Angleterre, dans son rapport paru en février dernier, prévoyait que l'inflation reviendrait à 2 % au deuxième trimestre. Ceci, associé au ralentissement de la hausse des salaires et à l'allègement des tensions sur le marché du travail pourrait la conduire à abaisser son taux de base à partir de l'été.

Notons cependant que les membres du Comité de politique monétaire (CPM) restent en grande majorité très prudents sur les perspectives de baisses de taux. Depuis qu'il a commencé à relever le taux de base à la fin de 2021, le CPM s'est en effet montré préoccupé du risque de l'enclenchement d'une boucle prix-salaire. Lors de sa réunion du 20 mars 2024, le CPM a indiqué qu'il serait prématuré de baisser les taux – 8 membres votant pour une stabilité du taux et 1 seul votant pour une baisse de 0,25 point. Pour la majorité des membres du CPM, la politique monétaire doit rester restrictive tant que l'inflation ne sera pas revenue à 2 %, bien que l'écart de production soit légèrement négatif (-0,25 point au premier trimestre 2024, selon la Banque d'Angleterre). Les membres du CPM observent le ralentissement de l'activité et l'allègement des tensions sur le marché du travail, mais ils relèvent que l'inflation dans les services est encore de 6,1%. Une seule membre, Swati Dhingra, a voté pour une baisse de 0,25 point lors de la réunion de février, mettant en avant le ralentissement déjà en cours et afin d'éviter un surajustement à la baisse de la croissance et de l'inflation, compte tenu des délais de transmission de la politique monétaire.

Selon notre scénario, la baisse du taux de base serait d'1,75 point à l'horizon de la fin 2025. L'activité resterait freinée cette année par l'effet des hausses de taux passées.

Graphique 4. Royaume-Uni : Contributions à l'évolution de l'inflation



La politique budgétaire a fortement soutenu l'activité pendant la crise Covid. Les dépenses budgétaires liées aux seules mesures Covid ont été de 7,7 points de PIB en 2020 et de 5,2 points en 2021. En 2022, elles auraient encore représenté 0,9 point de PIB auxquelles se sont ajoutées des mesures de soutien face à la hausse des prix de l'énergie de l'ordre de 1,3 point de PIB, soit un total de 2,1 points de PIB de mesures exceptionnelles. En 2023, l'ensemble de ces mesures représentait 1,8 point de PIB ; elles ont pris fin en 2024.

Le budget 2024, présenté en mars dernier, a mis en avant une nouvelle baisse des cotisations sociales salariés, de 2 points à partir d'avril, qui s'ajoutent à une baisse de 2 points en janvier 2024 du taux principal, ramené à 6 %, soit une baisse de plus de 10 milliards de livres en année pleine, représentant 0,5 point de revenu des ménages. Mais le budget comprend d'autres mesures qui freineront le revenu, dont l'absence d'indexation, comme l'an dernier, des tranches de l'impôt sur le revenu.

Au total, les dépenses publiques baisseraient de 45,3 % du PIB en 2022-2023 (exercice budgétaire débutant en avril) à 43,5 % du PIB en 2025-2026 ; tandis que les recettes augmenteraient de 40,3 % du PIB à 40,8 % du PIB. L'impulsion budgétaire cumulée serait de -2,3 points de PIB.

Nous avons retenu ces évolutions globales, même si elles seront sans doute modifiées à partir de 2025. Des élections générales doivent en effet se tenir d'ici janvier 2025, probablement à l'automne. Les Travailleurs font depuis des mois la course en tête dans les sondages, et pourraient l'emporter avec une majorité écrasante. L'orientation générale de la politique budgétaire en serait sans doute peu modifiée en 2025, les Travailleurs se disant déterminés à présenter un programme rigoureux en matière budgétaire.

Selon nos hypothèses de croissance, le déficit public serait, en termes calendaires, de l'ordre de 5,5 % du PIB en 2023 et reviendrait vers 3,8 % en 2025. La dette publique, proche de 100 % du PIB en 2023, approcherait 106 % du PIB en 2025.

Un certain redémarrage

Les indicateurs conjoncturels disponibles pour les premiers mois de 2024 suggèrent une légère amélioration de l'activité. Le PIB mensuel a affiché une hausse de 0,2 % sur un mois en janvier 2024. Les perspectives de production dans l'industrie se sont légèrement améliorées. Les ventes de détail, qui avaient chuté en fin 2023, se sont nettement redressées en janvier (+3,6 % sur un an), mais se sont stabilisées en février.

En 2024, la consommation des ménages pourrait dans un premier temps être soutenue par une progression plus forte du revenu - hausse des salaires réels du fait du ralentissement des prix et baisse du taux de cotisations sociales. La baisse des taux d'intérêt allégera ensuite le coût des emprunts, ce qui freinera la chute de l'investissement en logement, alors que les prix de l'immobilier semblent se stabiliser. Cependant, la remontée du taux de chômage, sous nos hypothèses de croissance, de légère remontée des taux d'activité et de gains de productivité horaire de près de 1 % en rythme annuel, ainsi que les incertitudes sur les perspectives de croissance et d'inflation, inciteraient les ménages à la prudence. Le taux d'épargne baisserait de 0,5 point en 2024 et atteindrait 10 % au quatrième trimestre, et continuerait de baisser en 2025, pour atteindre 9 % en fin d'année : la poursuite de la baisse de l'inflation, les baisses du taux directeur de la Banque d'Angleterre, la baisse des taux hypothécaires, déjà amorcée en septembre, réduiraient l'épargne des ménages et entameraient légèrement le stock de la surépargne accumulée au plus fort de la pandémie.

Les débouchés extérieurs resteraient limités pour les exportateurs britanniques, du fait d'une faible demande intérieure chez les principaux partenaires commerciaux de l'UE (Allemagne en tête) et de la poursuite de baisses tendancielle de parts de marché.

Le gouvernement de Rishi Sunak s'est félicité du passage de l'inflation en dessous de 5 %, indiquant que le premier objectif qu'il s'était donné, celui de ramener l'inflation de 10 % à 5 %, était atteint. Son deuxième objectif, celui du retour de la croissance semble s'amorcer. Mais il est peu probable que le bilan macroéconomique permette aux Conservateurs de se maintenir au pouvoir l'an prochain, après 13 ans à la tête du gouvernement britannique.



Japon : malgré un *policy-mix* favorable le Japon flirte avec la récession¹

Au contraire des autres grands pays développés, la hausse des prix des matières premières depuis 2021 et leur transmission aux prix à la consommation constituait une opportunité pour le Japon qu'un cercle vertueux s'enclenche enfin avec des augmentations salariales plus importantes et une dynamique de consommation plus élevée. Mais la hausse des salaires nominaux n'a pas été suffisante pour compenser l'inflation, ce qui a pesé sur la consommation privée au second semestre 2023. Le gouvernement et la Banque du Japon (BoJ), qui ont appelé de leurs vœux depuis deux ans cette augmentation des salaires nominaux, après plusieurs décennies de déflation et de faible croissance, se montrent désormais confiants. En effet, les résultats préliminaires des négociations salariales de 2024 laissent présager des augmentations nominales plus importantes qu'en 2023. Étant donné la moindre progression des prix attendue, les salaires réels progresseraient enfin². C'est dans ce contexte que la BoJ a décidé le 19 mars 2024 de remonter son taux directeur, mettant ainsi fin à sa politique de taux négatif et de ne plus donner de référence explicite pour le taux public à 10 ans (contrairement au contrôle strict de la courbe des taux en place précédemment). Quant au gouvernement, il a annoncé en novembre 2023 la poursuite des mesures de soutien aux ménages les plus modestes et de subvention des prix de l'essence et de l'électricité pour limiter la perte de revenu des ménages en termes réels, même si le montant distribué serait moindre qu'en 2023. Nous faisons l'hypothèse que l'augmentation des salaires nominaux, combinée à la baisse concomitante de l'inflation, permettraient à la consommation des ménages d'accélérer un peu en 2024 et 2025. Les importations asiatiques accélérant à nouveau au début de l'année 2024, ceci soutiendrait la reprise de l'investissement productif. La croissance du PIB atteindrait 0,4 % en 2024 puis 0,9 % en 2025 et l'inflation resterait proche de 2 % à l'horizon de notre prévision.

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

2. En février 2024, les salaires réels étaient inférieurs de 4,9 % par rapport au niveau moyen de 2019 et de 3,3 % par rapport au niveau moyen de 2021.

Coup de frein au second semestre 2023

Malgré le soutien de la politique monétaire et de la politique budgétaire, la consommation et l'investissement des ménages ont baissé au second semestre 2023. En effet, l'inflation élevée a pesé sur le revenu réel des ménages. Le commerce extérieur n'a que légèrement soutenu la croissance malgré la dépréciation du yen.

Une consommation des ménages en berne mais un investissement productif qui résiste

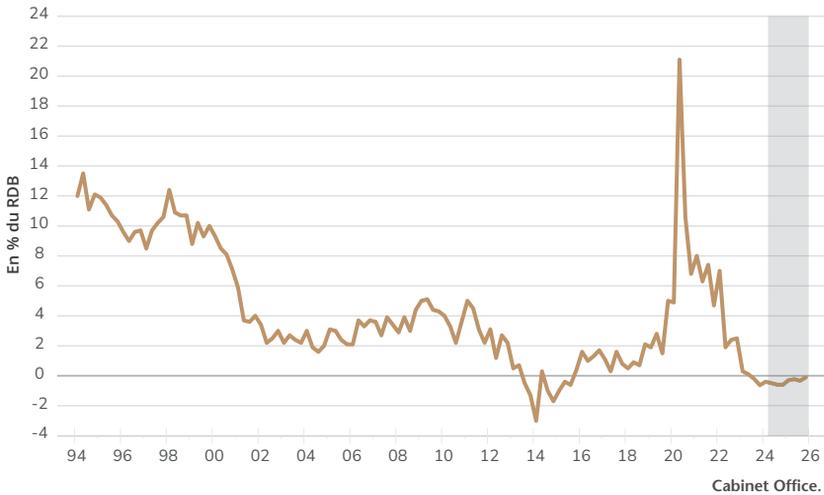
Après une faible croissance en 2022 (0,9%), le PIB japonais a progressé de 1,9 % en 2023. Mais derrière ce chiffre annuel relativement bon se dessine une situation économique mitigée. En effet, le PIB a reculé nettement au troisième trimestre 2023 (-0,8 %) et sa croissance a été quasi-nulle au quatrième trimestre (+0,1 %). Fin 2023, le niveau du PIB est donc proche de son niveau du 3^e trimestre 2019 (avant la récession du 4^e trimestre 2019 due à des facteurs exogènes et la récession du 2^e trimestre 2020 due à l'épidémie de covid-19) et du contrefactuel (voir : Synthèse : l'Europe décroche).

Ce mauvais second semestre s'explique par le recul de la consommation des ménages, de l'investissement résidentiel et des variations de stocks, qui a largement compensé le soutien de l'investissement productif et des exportations au PIB. La consommation des ménages s'est contractée depuis le deuxième trimestre 2023 en lien avec la baisse du revenu disponible réel, malgré la baisse du taux d'épargne sur cette période. La contribution des variations de stock a aussi amputé la croissance au deuxième semestre. En revanche, les exportations ont été relativement dynamiques : 2,5 % en moyenne depuis le deuxième trimestre 2023, après un mauvais premier trimestre. L'investissement productif s'est aussi relevé au dernier trimestre après deux trimestres de recul.

Du côté des ménages, la remontée de la consommation de services après la chute brutale liée au covid-19 (et aux divers confinements) s'est poursuivie jusqu'au 3^e trimestre 2023, avant de connaître sa première baisse en fin d'année. La consommation de biens durables a en revanche soutenu la croissance en fin d'année. La consommation privée décevante s'explique par la baisse du revenu nominal des ménages depuis le début de l'année 2023, de 0,2 % en moyenne chaque trimestre par rapport au trimestre précédent : la masse salariale a peu progressé, les profits des non-salariés ont reculé et les prestations

sociales ont globalement pesé sur le revenu (voir *supra* pour l'évolution des salaires par tête). En termes réels, la chute atteint même 0,9 % en moyenne chaque trimestre³. C'est la forte baisse du taux d'épargne qui a limité la baisse de la consommation privée. Ce dernier est ainsi passé de 2,6 % fin 2022 à -0,3 % fin 2023. Les ménages japonais qui avaient reçu beaucoup de prestations durant la période de la covid-19 et peu consommé, avec pour conséquence un taux d'épargne de 21,1 % au deuxième trimestre 2020, consomment désormais beaucoup au regard de leur revenu nominal. Mi-2023, leur taux d'épargne est ainsi revenu au niveau de 2019 et est même devenu négatif fin 2023. Il faut souligner que le Japon se caractérise par un faible taux d'épargne des ménages depuis le début des années 2000, avec un taux déjà négatif en 2014 et 2015 (graphique 1).

Graphique 1. Taux d'épargne des ménages japonais



Note : le taux d'épargne est calculé sur la base du revenu disponible corrigé de l'ajustement au titre des variations des droits à pension.

L'excédent brut d'exploitation des entreprises a augmenté nettement en 2023 par rapport à 2022 mais cela s'est peu répercuté sur la dynamique de l'investissement productif. Le profil heurté de l'investissement productif au second semestre 2023 (léger recul au troisième trimestre 2023, avant un net rebond au dernier trimestre

3. Le déflateur de la consommation des ménages a progressé de 0,7 % en moyenne chaque trimestre en 2023.

2023) tient à celui de l'investissement en autres machines et équipement. L'investissement en équipement de transport a continué de se redresser modérément, tandis que l'investissement en produits de la propriété intellectuelle a poursuivi sa croissance : c'est la composante de l'investissement qui a le plus progressé depuis fin 2019 (+8,2 %).

Au second semestre 2023, le commerce extérieur a contribué positivement à la croissance. Le dynamisme des importations a été compensé par la nette croissance des exportations. Cette dernière a essentiellement été portée par les exportations de services. Le tourisme est remonté en flèche depuis la fin des restrictions en octobre 2022. En février 2024, le nombre de touristes au Japon a même dépassé celui de février 2019. La faiblesse du yen rend le Japon particulièrement attrayant et le nombre de touristes chinois est en forte progression depuis le début de l'année 2023 et la fin des restrictions sanitaires. Les exportations de biens ont peu progressé, pâtissant notamment de la baisse des exportations de véhicules au dernier trimestre 2023, mais aussi des biens intermédiaires. Elles se sont néanmoins redressées vers la Chine, après plusieurs trimestres de recul entre fin 2022 et mi-2023.

Une légère baisse du taux de chômage et un rebond temporaire de l'inflation

L'emploi a accéléré au second semestre malgré la conjoncture dégradée (+0,3 % par rapport au second semestre 2022, contre +0,1 % au premier semestre), se traduisant par une dégradation de la productivité, au contraire du premier semestre 2023. La population active ayant progressé à un rythme un peu plus faible que l'emploi, le taux de chômage a légèrement diminué à 2,5 % au dernier trimestre 2023 (-0,1 point par rapport au troisième trimestre 2023). En moyenne, sur l'ensemble de l'année 2023, l'emploi a progressé de 0,4 % et la productivité de 1,5 %.

Les salaires nominaux ont progressé, dans le sillage des résultats des négociations salariales du printemps 2023. Pour les salariés à temps plein, l'augmentation des salaires de base a été autour de 2 % en moyenne ; pour les salariés à temps partiel, elle a été proche de 3 %, étant donné les tensions sur le marché du travail et l'augmentation du salaire minimum de 4,6 % en moyenne en octobre 2023⁴. A nouveau, les bonus ont été particulièrement dynamiques : un certain nombre

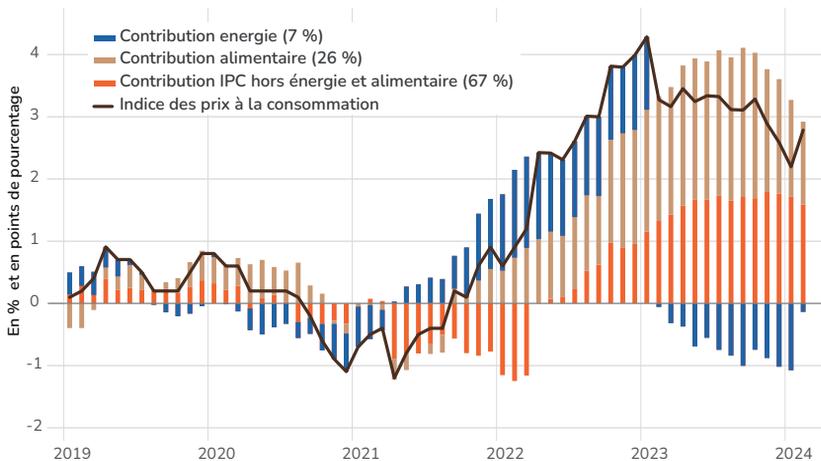
4. Ce sont les préfetures qui décident du niveau du salaire minimum en s'orientant sur la décision du conseil central du salaire minimum.

d'entreprises ont versé des primes liées à l'inflation. Malgré cela, les salaires réels par tête au niveau macroéconomique (y compris primes) ont continué de baisser, même si ce fut dans une moindre mesure que précédemment.

L'impact de la hausse passée des prix des matières premières s'atténuant, la croissance sur un an de l'indice des prix à la production de biens a nettement ralenti depuis les pics de fin 2022 autour de 10 % et est proche de 0 % depuis novembre 2023. L'indice de prix dans le secteur des services croît légèrement au-dessus de 2 % depuis août 2023, poussé à la hausse par l'accélération des salaires.

Du point de vue de l'indice des prix à la consommation, ce dernier avait progressé de 4,4 % en janvier 2023 en glissement annuel, en lien avec l'accroissement de l'inflation des produits alimentaires et de l'énergie. L'inflation avait ensuite reflué dès février 2023 à 3,3 % grâce aux mesures gouvernementales sur les tarifs d'électricité et de gaz pour les ménages⁵. Depuis septembre 2023, face à la hausse du prix du pétrole en yens, le gouvernement a réintroduit une subvention pour limiter la hausse des prix à la pompe comme cela avait été le cas en

Graphique 2. Taux d'inflation au Japon et contributions des principales composantes à l'évolution de l'indice des prix à la consommation



Statistics Bureau, Ministry of Internal Affairs and Communication.

Les chiffres entre parenthèses représentent la part de chaque composante dans l'indice global.

5. En ce qui concerne les tarifs d'électricité, les mesures ont permis de les réduire de 7 yens par kilowattheure (une réduction de 20 % par mois par ménage en moyenne) pour la période de février à septembre 2023, et de 3,5 yens par kilowattheure depuis octobre 2023. Concernant les tarifs du gaz, des mesures à peu près similaires ont été mises en place pour alléger la facture des ménages.

2022⁶. Plus récemment l'inflation alimentaire a ralenti, contribuant à la désinflation au Japon. L'inflation atteignait ainsi 2,2 % en janvier 2024. Le rebond à 2,8 % en février 2024 est dû aux effets de base énergétiques (graphique 2). L'inflation sous-jacente a contribué pour 1,6 % à l'inflation totale en février 2024, en léger ralentissement mais toujours proche de l'objectif de la BoJ de 2 %.

2024-2025 : enclenchement timide d'une boucle prix-salaires

Vers la normalisation de la politique monétaire

Malgré plusieurs mauvaises nouvelles conjoncturelles (notamment le recul de la production industrielle et des immatriculations), la décision du 19 mars 2024 de la BoJ de mettre fin aux taux directeurs négatifs et au contrôle de la courbe des taux⁷ n'a pas été une surprise pour les marchés financiers qui s'y étaient préparés. La publication début mars de premiers résultats de négociations salariales dynamiques pour 2024 a conforté la banque centrale dans sa volonté de normaliser la politique monétaire : elle considère en effet que, dans le contexte actuel tendu sur le marché du travail, les augmentations des salaires effectifs devraient être d'autant plus importantes d'ici la fin 2024 et que les augmentations passées des salaires, même modérées, ont participé à la progression des prix des services. Dorénavant, pour la BoJ, le cercle vertueux entre salaires et prix semble enclenché et son objectif de progression durable des prix autour de 2 % devrait être atteint d'ici fin 2025 (encadré). Elle restera néanmoins attentive à ce que la hausse des prix dans le secteur des services se poursuive et à la répercussion des hausses de coûts salariaux sur les prix de vente des petites et moyennes entreprises⁸.

Nous prévoyons que la BoJ resterait prudente et ne remonterait pas ses taux à l'horizon de la prévision. Elle réduirait aussi ses achats d'actifs, comme elle l'a déjà annoncé. Elle a indiqué lors de la réunion du 19 mars 2024 qu'elle maintiendrait des conditions financières

6. Ces subventions sont accordées aux distributeurs et importateurs de pétrole pour contenir les prix de vente lorsque la moyenne nationale des prix de détail de l'essence dépasse le prix de référence (168 yens le litre). Introduites en 2022, elles avaient été progressivement réduites à partir de janvier 2023.

7. Voir le communiqué de presse du 19 mars sur les changements du cadre de politique monétaire : « [Changes in the Monetary Policy Framework](#) ».

8. Voir la publication suivante sur sa décision du 19 mars 2024 : « [Summary of opinions at the Monetary Policy Meeting on March 18 and 19, 2024](#) ».

accommodantes⁹. La légère remontée des taux courts n'a pas permis de freiner la dépréciation du yen, qui était proche de 150 yens pour un dollar fin mars 2024. Ce dernier devrait rester faible par rapport au dollar et à l'euro, étant donné la persistance d'un fort écart entre les taux d'intérêts américains et européens d'une part et japonais d'autre part.

La politique budgétaire soutiendra toujours l'activité, mais moins qu'en 2023. Les principales mesures prévues sont les suivantes : une réduction des impôts sur le revenu en juin 2024, au moment du versement des bonus habituels par les entreprises, une aide à court terme pour les ménages aux plus faibles revenus, des dispositions fiscales pour inciter aux augmentations de salaires dans les PME et des aides pour les investissements jugés stratégiques (comme les semi-conducteurs). Le déficit budgétaire se dégraderait à 6 % du PIB en 2024 étant donné la faible croissance, avant de diminuer à 5 % du PIB en 2025. La dette publique resterait légèrement supérieure à 250 % du PIB à l'horizon de la prévision.

Retour vers la croissance potentielle

L'acquis de croissance pour l'année 2024 s'élève à -0,1 % étant donné le mauvais second semestre. La croissance serait quasi-nulle au premier trimestre : les premières données disponibles sont mitigées tant du point de vue de la demande des ménages que de la production industrielle. La production dans l'industrie manufacturière a reculé en janvier et février 2024 par rapport à décembre 2023, particulièrement touchée par l'arrêt de la production dans plusieurs usines Toyota (à la suite d'irrégularités dans les tests de certification des moteurs diesel et de problèmes liés à des tests de sécurité en cas de collision). La production devrait repartir en mars, mais ne compenserait pas les pertes de début d'année selon le ministre de l'Économie, entraînant un recul de l'investissement productif au premier trimestre. La confiance des consommateurs continue de se redresser, mais reste touchée par des évolutions de prix à la consommation toujours plus élevées que celles des salaires nominaux à court terme, ce qui se traduirait par une faible croissance de la consommation privée au premier trimestre 2024. D'autant que les nouvelles immatriculations d'automobiles se sont effondrées en février et mars 2024, en raison de l'arrêt de la production

9. Même si la BoJ décidait de relever ses taux directeurs, ce serait un mouvement de faible ampleur et l'impact sur l'activité économique serait marginal.

et des ventes chez certains constructeurs automobiles. Le commerce extérieur contribuerait légèrement à la croissance.

À partir du troisième trimestre 2024, la croissance accélérerait un peu, soutenue par le revenu des ménages et bénéficiant toujours d'une contribution positive du commerce extérieur. Le PIB progresserait de 0,3 % par trimestre au second semestre 2024, avant de ralentir autour de 0,2 % par trimestre en 2025. Finalement, la croissance serait de 0,4 % en 2024 puis de 0,9 % en 2025. Elle serait proche de sa croissance potentielle, estimée à 0,7 % pour 2023 par la Boj¹⁰.

Un rattrapage des salaires attendu

La consommation privée bénéficierait d'ici fin 2024 et en 2025 de l'accélération des salaires nominaux. Début mars 2024, Rengo, la plus importante confédération de syndicats a indiqué que les augmentations de salaires demandées par ses syndicats dans le cadre des négociations de printemps (« shunto ») atteignaient 5,8 % en moyenne (contre 4,5 % en 2023 et 3% en 2022), dont 4,3 % pour les salaires de base et 1,6 % additionnel en prenant en compte l'ancienneté. Les résultats intermédiaires des progressions déjà accordées début avril et qui reflètent généralement assez bien les résultats définitifs qui seront connus en juillet font état de hausses de salaires accordées de 5,2 %, dont 3,6 % pour les salaires de base. Elles devraient être largement supérieures à celles de 2023 (respectivement 3,6 % et 2,1 %). La majorité des salariés ne sont pas couverts par ces négociations, mais ces dernières se transmettent en partie aux autres salariés. Les salariés bénéficieraient enfin de progressions de salaires supérieures à l'inflation. L'emploi continuerait de croître faiblement et le chômage se stabiliserait à 2,5 %. Les ménages bénéficieraient des mesures de baisse d'impôt sur le revenu et de la taxe d'habitation à la suite des mesures supplémentaires annoncées en novembre 2023 pour soutenir le pouvoir d'achat des ménages¹¹.

10. Les estimations de la Boj conduisent à une remontée de la croissance potentielle depuis 2021. Ceci s'explique par l'augmentation de la productivité, au regard de la digitalisation accrue et des investissements en capital humain, ainsi que de l'augmentation du stock de capital (avec la hausse de l'investissement, soutenu par les mesures gouvernementales pour la digitalisation et par les conditions financières accommodantes). Mais la croissance potentielle reste relativement faible, étant donné la baisse de la population (-0,5 % au 1^{er} octobre 2023 sur un an), contrairement à la plupart des grands pays développés, à l'exception de l'Italie. Ainsi, selon les données de l'OCDE, la population a progressé de 0,5 % aux États-Unis et en Espagne entre 2018 et 2022 en moyenne, de 0,3 % en France, en Allemagne et au Royaume-Uni et a reculé de 0,4 % au Japon et en Italie.

11. Ces mesures ont été présentées par le gouvernement dans le cadre du plan suivant : « Comprehensive Economic Measures to Completely Break Free from Deflation ».

Le gouvernement a annoncé qu'il prolongerait la période de mise en œuvre des subventions à l'essence au-delà de l'échéance initiale de fin avril 2024. Concernant les mesures relatives aux tarifs de l'électricité et du gaz, les aides actuelles continueront à être appliquées jusqu'en mai 2024, puis seront réduites de moitié en juin avant d'être interrompues. Étant donné nos hypothèses sur le prix du pétrole et les mesures de soutien aux ménages, l'inflation ralentirait pour atteindre 1,8 % fin 2024 et se stabiliserait en 2025. La combinaison de salaires nominaux plus dynamiques et d'une moindre inflation conduirait à une progression des salaires réels à partir du troisième trimestre 2024.

Le taux d'épargne convergerait progressivement vers zéro à l'horizon de la prévision.

Du côté des entreprises, les résultats de l'enquête *Tankan* de mars 2024 qui interrogeait pour la première fois les entreprises sur leurs projets d'investissements pour l'année fiscale 2024 (avril 2024 à mars 2025) font état d'une croissance positive, mais en retrait par rapport à l'année fiscale 2023. Nous inscrivons dans nos prévisions une croissance modérée de l'investissement (1 % en 2024, comme en 2025).

La demande adressée à l'économie japonaise, dont la croissance avait nettement ralenti en 2023, accélérerait dès le premier trimestre 2024 à 1,1 % puis progresserait à un rythme de 0,9 % par trimestre jusqu'à la fin de l'année 2025. Nous faisons l'hypothèse que les exportations croîtraient au même rythme et que les parts de marché se stabiliseraient à leur niveau de fin 2023.

Encadré. Fin du contrôle de la courbe des taux et des taux d'intérêt courts négatifs

La BoJ prévoit désormais d'atteindre son objectif d'inflation autour de 2 % de façon durable d'ici fin 2025. Ainsi, dans ses prévisions de janvier 2024, elle a indiqué qu'elle attendait une inflation (hors produits frais alimentaires) de 2,4 % pour l'année fiscale 2024 (après 2,8 % pour l'année fiscale 2023) et de 1,8 % pour l'année fiscale 2025, soit proches de son objectif¹². C'est pourquoi elle a décidé de normaliser sa politique monétaire en mars 2024. Ce changement de cadre fait suite à un an et demi de modifications progressives de sa politique.

Depuis décembre 2022, la BoJ avait peu à peu assoupli sa politique stricte de contrôle de la courbe des taux qui consistait en : un taux directeur à -0,1% et des taux longs à 10 ans proche de 0 % (avec une bande de fluctuation de -0,25 à 0,25 %), en débutant par les taux longs. Elle a ainsi élargi, en décembre 2022, la bande de fluctuation autour de 0 % des taux des obligations publiques à 10 ans (JGB : Japan Government Bonds), entre -0,5 et 0,5 point de pourcentage. Puis elle a augmenté le plafond des taux longs à 1 % le 28 juillet 2023. Le 31 octobre 2023, la BoJ a indiqué que le taux de référence pour les taux publics à 10 ans était désormais de 1 %, avec des fluctuations possibles autour de ce niveau. Enfin, le 19 mars 2024, elle a mis fin à cet objectif sans donner de cible précise et considère que le taux de long terme n'est plus un outil actif de politique monétaire. Elle poursuivra néanmoins ses achats réguliers de JGB pour un montant équivalent à celui en place précédemment car elle juge qu'il est nécessaire de maintenir des taux bas, tout en laissant davantage d'espace au marché pour déterminer ces taux. Elle n'a d'ailleurs pas fixé de date pour la réduction des achats de JGB et a indiqué qu'elle pourrait mener des opérations d'achat à taux fixe de JGB, indépendamment du planning mensuel officiel d'achats de JGB¹³, en cas de remontée trop rapide des taux d'intérêt à long terme.

Depuis les premières annonces de décembre 2022, les taux à 10 ans ont fluctué au gré des annonces de la BoJ, des anticipations des marchés financiers sur la politique monétaire future et de l'évolution de l'inflation (graphique 3).

Du point de vue des taux d'intérêt à court terme, la BoJ a mis un terme à la politique de taux d'intérêt négatif qu'elle avait introduite en 2016 avec la fixation d'un taux de -0,1 % sur une fraction des réserves excédentaires détenues par les banques commerciales. Depuis le 19 mars 2024, le taux

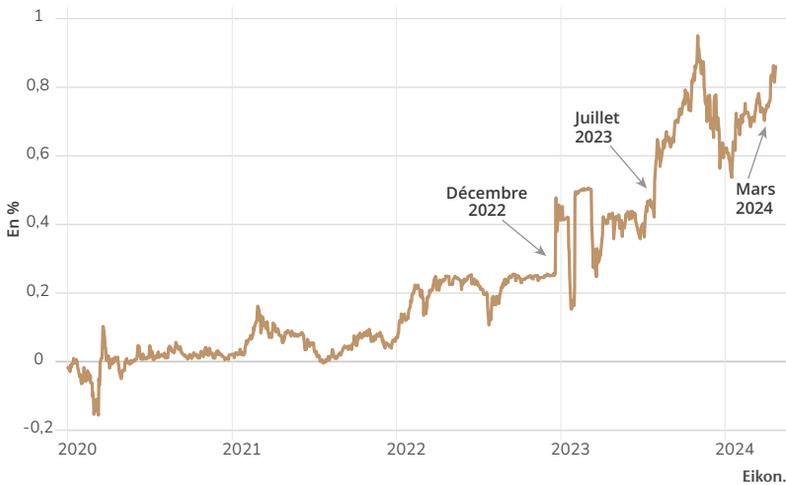
12. Dans sa prévision d'avril 2024, elle a légèrement remonté ses prévisions d'inflation (hors produits alimentaires frais) pour l'année fiscale 2024 : de 2,4 % à 2,8 %, tout en révisant à la baisse ses prévisions de croissance économique pour la même année (de 1,2 % à 0,8 %).

13. La Banque a aussi précisé qu'elle cessera d'acheter des fonds négociés en bourse (ETF) et des fonds de placement immobilier japonais (J-REIT) et qu'elle réduira progressivement le montant des acquisitions de « commercial papers » et d'obligations d'entreprises et cessera ces achats dans environ un an.

d'intérêt à court terme redevient son principal outil pour répondre aux évolutions de prix et d'activité économique, comme c'est le cas des autres grandes banques centrales. La BoJ a fixé un nouvel objectif pour ce taux au jour le jour qui devrait fluctuer entre 0 et 0,1 %.

Le gouverneur Kazuo Ueda a indiqué récemment que malgré trois décennies de politique monétaire non conventionnelle, les anticipations d'inflation étaient tellement ancrées autour de zéro que de légères variations de coût ou de demande ne suffisaient pas pour engendrer des modifications des prix à la consommation : les entreprises pensaient que leurs concurrents n'augmenteraient pas leurs prix et en conséquence maintenaient leurs propres prix et salaires inchangés¹⁴. Une économie dans cette situation, comme le Japon, a eu besoin d'un choc aussi important que la période inflationniste post-covid-19 pour entraîner une hausse des anticipations d'inflation. L'épisode de forte inflation mondiale entre 2021 et 2023 a créé un changement progressif dans le comportement des entreprises en matière de prix. Elles ont ajusté leurs anticipations sur les prix de vente fixés par leurs concurrents, ce qui a permis un « pass-through » plus important entre les prix à l'importation et les prix à la consommation. Cette répercussion accrue de la hausse des coûts sur les prix a par la suite entraîné une accélération de la croissance des salaires nominaux.

Graphique 3. Taux sur les obligations publiques japonaises à 10 ans



14. Voir : « On the Recent Changes in the Bank of Japan's Monetary Policy Framework », 19 avril 2024.

Chine : l'esquive¹

La croissance chinoise a été de 5,2 % en 2023, après 3 % en 2022. L'objectif du gouvernement est de maintenir une croissance autour de 5 % en 2024. Au printemps 2024, la question est de savoir si cet objectif pourra être atteint grâce au soutien de la demande intérieure, et en particulier de la consommation des ménages, alors que l'ajustement du secteur immobilier se poursuit, ou si le gouvernement comptera sur la demande extérieure pour tirer la croissance. Cela mettrait en suspens le rééquilibrage de la croissance chinoise en faveur de la demande intérieure. Les exportations chinoises ont en effet renoué avec un fort dynamisme dans la période récente, soutenues par une évolution favorable de la compétitivité-prix. Il semble qu'à court terme, le gouvernement chinois choisira cette voie, et n'impulsera pas de mesures d'amélioration du système de protection sociale, qui soutiendraient le revenu et à la consommation des ménages.

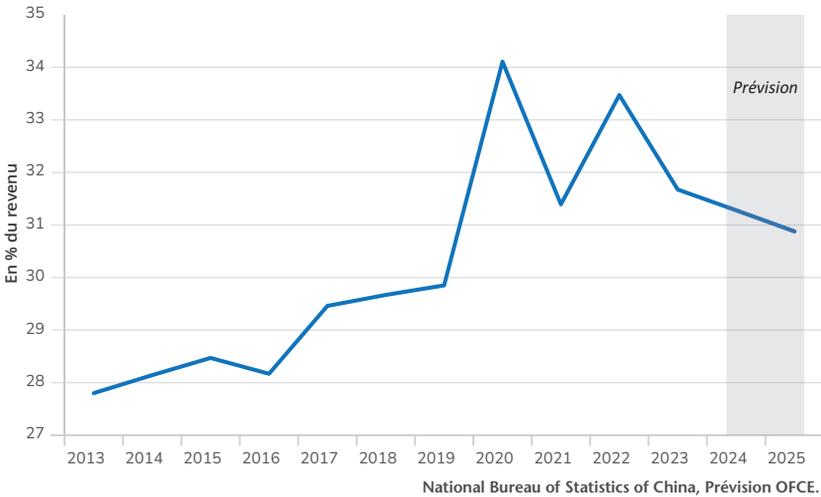
Croissance : 2023, objectif 5 % atteint...

Le PIB chinois a augmenté 5,2 % en 2023, après 3 % en 2022. L'objectif d'une croissance « autour de 5 % » qu'avait fixé le gouvernement chinois pour 2023, en mars de la même année, a donc été atteint. La consommation a été le principal moteur de la croissance, contribuant à hauteur de 4,3 points (après 1,5 point seulement en 2022), tandis que l'investissement contribuait à hauteur de 1,5 point (comme en 2022) et que les exportations nettes contribuaient à faire baisser le PIB de 0,6 point (après une hausse de 0,5 point en 2022, tableau annexe).

En 2023, la consommation des ménages a été soutenue par la progression des revenus ainsi que par une baisse de 1,8 point du taux d'épargne, revenu à 31,7 %. La fin des restrictions sanitaires a permis aux ménages d'augmenter nettement leur consommation de services de voyages (transport, hôtellerie-restauration). En 2023, le taux d'épargne des ménages restait cependant supérieur à son niveau pré-covid, qui était légèrement inférieur à 30 % (graphique).

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

Graphique 1. Taux d'épargne des ménages



Alors que la croissance a été plus soutenue en 2023 qu'en 2022, il est difficile de se faire une idée de l'évolution du marché du travail. L'Institut national des statistiques chinois (*National Bureau of Statistics of China*, NBSC) publie en effet peu d'informations conjoncturelles sur le marché du travail. Les seuls indicateurs publiés mensuellement sont les taux de chômage (estimés selon les concepts du NBSC). Le taux de chômage urbain a baissé en 2023 : passant de 5,6 % en février à 5 % en novembre. Mais il est légèrement remonté depuis, à 5,2 % en février 2024. Le NBSC avait par ailleurs suspendu, en juillet 2023, la publication du taux de chômage des jeunes, généralement considéré comme un meilleur indicateur de l'évolution des tensions sur le marché du travail en Chine, que le taux de chômage urbain. Or le taux de chômage des jeunes avait nettement accéléré à partir de la fin de 2022, passant de 17,1 % en novembre à 21,3 % en juin 2023, alors que le taux de chômage urbain s'affichait en légère baisse. Après plusieurs mois de suspension, le NBSC a recommencé à publier un taux de chômage des jeunes, dont il précise qu'il exclue les étudiants, à compter de décembre 2023 : le taux de chômage des 16-24 ans, alors de 14,9 %, est passé à 14,6 % en janvier 2024 puis à 15,3 % en février. Les deux indicateurs de taux de chômage ont donc connu une légère remontée au tournant 2023/2024.

Les prix à la consommation ont été orientés à la baisse en 2023, l'indice des prix à la consommation affichant un recul de 0,8 % sur un

an en janvier 2024, contre +1 % un an plus tôt. Ce sont les prix des produits alimentaires qui ont connu les plus fortes baisses (-5,9 % sur un an en janvier), dont les prix de la viande (-12,7 %) et ceux des fruits frais (-9,1 %). Hors énergie et alimentation, l'indice des prix à la consommation était en hausse de 0,4 %. Le point bas pourrait cependant avoir été atteint en début d'année, les prix à la consommation affichant une hausse de 0,7 % sur un an en février 2024, malgré un recul de 3,4 % pour les produits alimentaires, et une hausse de 1,2 % hors énergie et alimentation.

Poursuite de l'ajustement du secteur immobilier

Le secteur immobilier, qui avait été très dynamique en Chine dans les années 2000, a poursuivi son ajustement engagé depuis le durcissement de la législation sur l'endettement immobilier en août 2020. Pour limiter les faillites de promoteurs, dont certains comme Evergrande sont porteurs d'un risque systémique, le gouvernement s'est rapidement 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 2023, la valeur ajoutée du secteur de la construction représentait 7 % de la valeur ajoutée totale, celle des services immobiliers 6 %. Selon Rogoff et Yang², l'ensemble du secteur immobilier chinois représentait près de 30 % de la valeur ajoutée sur la base des tableaux entrées-sorties de 2016. Rogoff et Yang estimaient 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.

Les investissements des promoteurs immobiliers, qui avaient chuté de 10 % en 2022, ont à nouveau chuté de 9,6 % en 2023 (dont une baisse de 9,3 % pour les bâtiments résidentiels, qui représentent 75 % des investissements immobiliers, de 9,4 % pour les bureaux et de 16,9 % pour les surfaces commerciales). Les ventes de bâtiments ont baissé de 6 %, tandis que les surfaces mises en chantier chutaient de 20 %. Sur les deux premiers mois de 2024, les investissements des promoteurs immobiliers restaient en baisse de 9 % sur un an. Mais plusieurs indicateurs connaissaient alors une nouvelle dégradation, dont les surfaces mises en chantier en baisse de près de 30 % sur un an. L'ajustement est loin d'être achevé.

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

Un policy-mix sous contraintes

Le gouvernement continue d'éviter que l'ajustement du secteur immobilier prenne trop d'ampleur. Ainsi, la Banque Populaire de Chine a progressivement baissé ses taux d'intervention au cours des derniers mois, dont la dernière fois en février, lorsqu'elle a abaissé le taux de référence des emprunts hypothécaires de 4,25 % à 3,95 %, en maintenant à 3,45 % celui des emprunts à un an. A l'horizon de la fin 2025, la Banque centrale continuerait d'adapter sa politique monétaire pour limiter les risques de faillites en chaîne des promoteurs immobiliers. Sa tâche pourrait s'avérer un peu plus délicate si la Réserve fédérale américaine ne baissait pas ses taux en cours d'année, le creusement de l'écart des taux entre les deux pays risquant de conduire à une nouvelle chute du yuan vis-à-vis du dollar, ce que la Chine ne souhaite pas actuellement, ne serait-ce que pour éviter d'accroître davantage les tensions avec les États-Unis.

La politique budgétaire, après avoir légèrement freiné la croissance en 2023, avec une impulsion budgétaire de -0,3 point de PIB selon le FMI (Fiscal Monitor, octobre 2023), serait neutre cette année et légèrement restrictive l'an prochain (de -0,2 point). Sous les hypothèses de croissance du FMI d'octobre dernier (4,2 % en 2024, 4,1 % en 2025), le déficit public, qui avait atteint 7,3 % du PIB en 2023 serait de 7,5 % du PIB en 2025 ; la dette publique rapportée au PIB augmenterait de 9 points entre 2023 et 2025, où elle atteindrait 92 % du PIB.

2024-2025 : Objectif 5 %

Vers une croissance de 5 %

Après avoir augmenté de 1,5 % au troisième trimestre et de 1 % au quatrième trimestre 2023, la croissance pourrait se poursuivre à un rythme trimestriel moyen de 1,2 % en 2024. Les indicateurs conjoncturels signalent une certaine accélération de la production industrielle au cours des derniers mois : en février 2024, celle-ci était hausse de 7 % sur un an, contre 2,4 % seulement un an plus tôt. Dans la seule industrie manufacturière (+7,7 % sur un an), la production de batteries pour les véhicules électriques et de composants électroniques est particulièrement dynamique (avec des hausses de plus de 40 % sur un an).

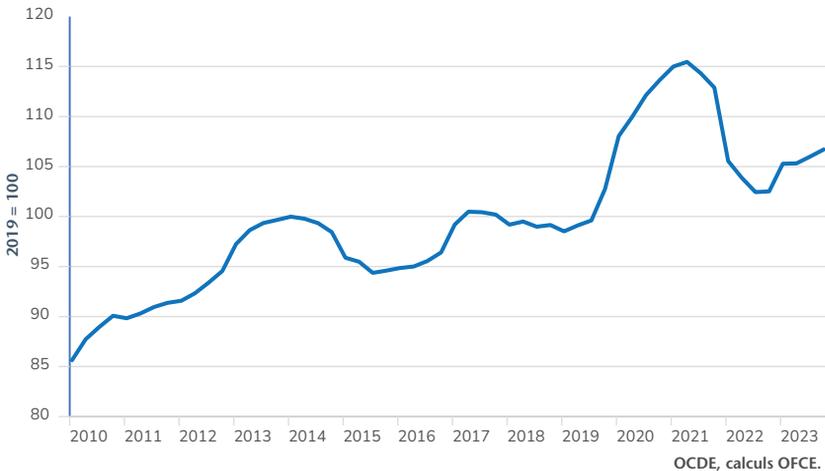
Les investissements étaient pour leur part en hausse de 4,2 % sur un an en février 2024, contre 5,2 % il y a un an. Mais la hausse est de plus de 9 % si l'on exclue les investissements des promoteurs immobiliers.

Les ventes de détail étaient en hausse de 5,5 % sur un an en février, contre 3,5 % un an plus tôt, une normalisation s'étant engagée après le point haut de 18 % sur un an en mai 2023, portée par la forte accélération des ventes de services, notamment dans la restauration et les voyages. Ces ventes restent cependant dynamiques (en hausse de 12 % sur un an en février).

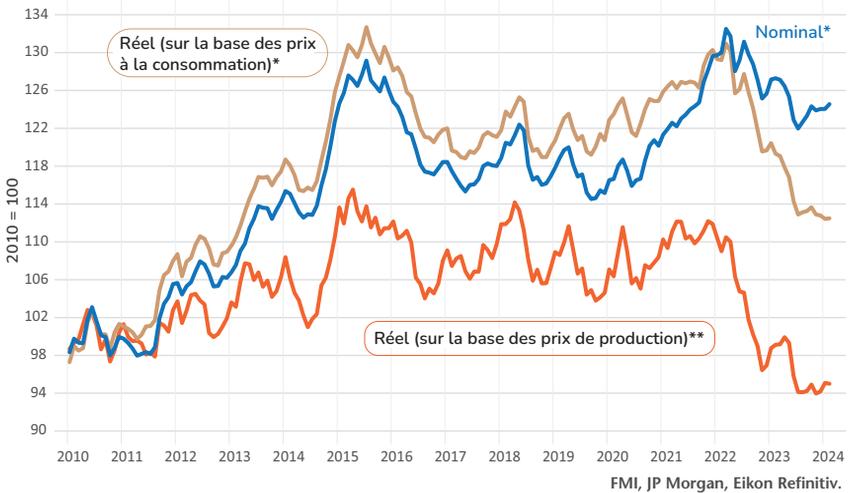
Qui serait facilitée par les exportations

Les exportateurs chinois avaient connu de forts gains de parts de marché pendant la période COVID, lorsque les usines chinoises produisaient des produits fortement demandés par le reste du monde (équipements informatiques et électroniques, matériels de protection sanitaire). Ce mouvement s'était inversé à la sortie de la crise COVID. Mais, au cours des derniers mois, les exportateurs chinois ont de nouveau gagné des parts de marché (graphique 2). Cela a été facilité par une amélioration de leur compétitivité-prix : de l'été 2022 à l'automne 2023, le taux de change effectif du yuan s'est déprécié de plus de 6 %, tandis que dans le même temps les prix de production chinois augmentaient moins vite que ceux de leurs concurrents étrangers (soit une baisse supplémentaire de 6 %, graphique 3). Par ailleurs, les producteurs chinois bénéficient d'une spécialisation porteuse sur des biens actuellement très demandés, dont les biens électroniques et informatiques. Ils se sont aussi rapidement spécialisés dans la production de batteries et véhicules électriques, et ont pris de l'avance sur leurs partenaires nord-américains et européens.

Graphique 2. Parts de marché chinoises (biens et services, volume)



Graphique 3. Chine : Évolution des taux de change effectifs



En 2024, la croissance chinoise serait de 4,7 %, proche de l'objectif de 5 % fixé par le gouvernement, et de 4,6 % en 2025 (tableau). La consommation resterait le principal soutien à la croissance, tandis que la progression de l'investissement continuerait d'être freinée par la poursuite de l'ajustement du secteur immobilier. Comme lors de nos précédentes prévisions, nous maintenons un scénario dans lequel le gouvernement parviendra à éviter des faillites en chaîne de promoteurs immobiliers. La contribution des exportations nettes à la croissance serait légèrement positive en 2024 et 2025, les exportateurs chinois tirant parti de leur position compétitive favorable et de leur spécialisation porteuse sur des biens actuellement très demandés. La poursuite de gains de parts de marché des exportateurs chinois à l'horizon 2025, permettrait, malgré une demande adressée peu dynamique, une contribution positive des exportations nettes à la croissance.

Ceci soulèverait cependant à nouveau la question du rééquilibrage de la croissance chinoise. Le gouvernement chinois compte avant tout sur la poursuite de la montée en gamme de la Chine dans des secteurs porteurs de haute technologie, qui permet à court terme d'exporter massivement et assurera à moyen terme l'approvisionnement du marché intérieur. La montée en puissance récente des producteurs chinois de véhicules et de batteries électriques, aujourd'hui en position dominante sur les marchés à l'exportation, fait cependant ressurgir des tensions entre l'administration américaine et la Chine, surtout si les

Républicains, menés par Donald Trump, emportent les prochaines élections américaines, et dans une moindre mesure entre l'UE et la Chine.

À l'horizon 2025, le principal risque à la baisse de la croissance chinoise reste, sur le plan intérieur, celui d'une accélération de la chute du secteur immobilier. Le principal aléa à la hausse serait un soutien supplémentaire à la croissance provenant d'une baisse plus nette du taux d'épargne des ménages. Notre scénario inscrit en effet une baisse de l'ordre de 0,5 point par an du taux d'épargne des ménages en 2024 et 2025, qui ne ramènerait pas ce dernier au niveau d'avant crise, les ménages chinois gardant une certaine prudence, en particulier au vu de l'ajustement en cours dans le secteur immobilier. Sur le plan extérieur, le risque existe d'une demande moins dynamique que prévu, notamment en provenance d'Europe, et de montée des tensions géopolitiques, qui freineraient les exportations chinoises, rendant l'objectif de croissance de 5 % moins facilement atteignable.

Chine : résumé des prévisions

En %

	2021	2022	2023	2024	2025
PIB	8,4	3,0	5,2	4,7	4,6
Consommation	9,0	1,8	8,0	6,0	5,6
Investissement	3,8	3,7	3,5	3,1	3,3
Exportations	18,3	3,3	2,3	4,0	4,5
Importations	9,0	1,0	6,4	4,4	4,6
<i>Contributions</i>					
Consommation	4,9	1,0	4,3	3,3	3,2
Investissement	1,7	1,5	1,5	1,3	1,3
Exportations nettes	1,9	0,5	-0,6	0,1	0,1
Exportations	3,3	0,7	0,5	0,8	0,9
Importations	1,5	0,2	1,0	0,7	0,7

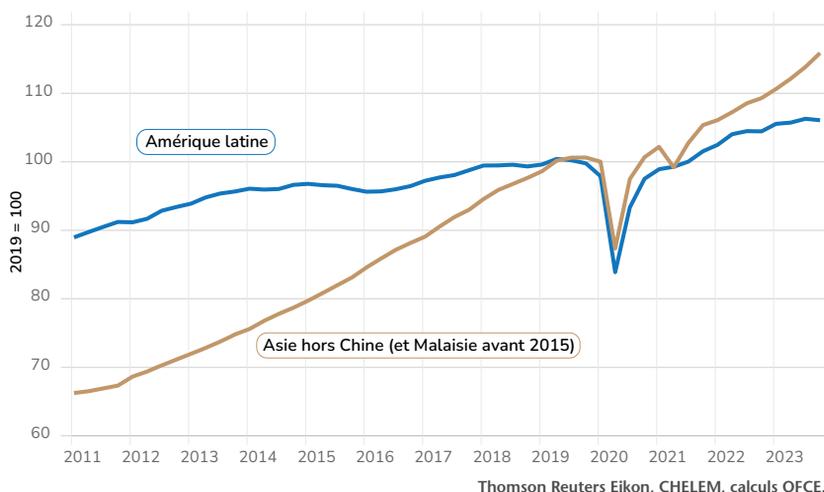
National Bureau of Statistics of China, Prévision OFCE avril 2024.

Note : estimations OFCE pour les exportations et les importations.

Pays émergents d'Asie (hors Chine) et d'Amérique latine : ralentissement sous contrôle¹

En 2023, la croissance des économies émergentes s'est maintenue à 4 %, affichant une résilience certaine face à un environnement dégradé. Elle a notamment été soutenue par le dynamisme asiatique (hausse de la croissance en Chine et maintien sur un rythme de 5,2 % dans les autres pays de l'Asie émergente) et la reprise de l'activité en Russie et ses pays satellites. Les autres zones émergentes ont affiché un net ralentissement. En Amérique latine, la croissance est passée sous la barre des 2 % en 2023 après 4,2 % en 2022 (graphique 1).

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



Si le PIB en Asie a dépassé son niveau de 2019 dès mi-2020, soit un an avant l'Amérique latine, et que depuis la crise sanitaire, la croissance y est plus forte, il n'en demeure pas moins qu'au regard des tendances passées, les performances récentes sont relativement moins bonnes en Asie (graphique 1). Comparée à la croissance moyenne observée sur la période pré-Covid (2013-2019), la croissance moyenne entre 2020 et

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

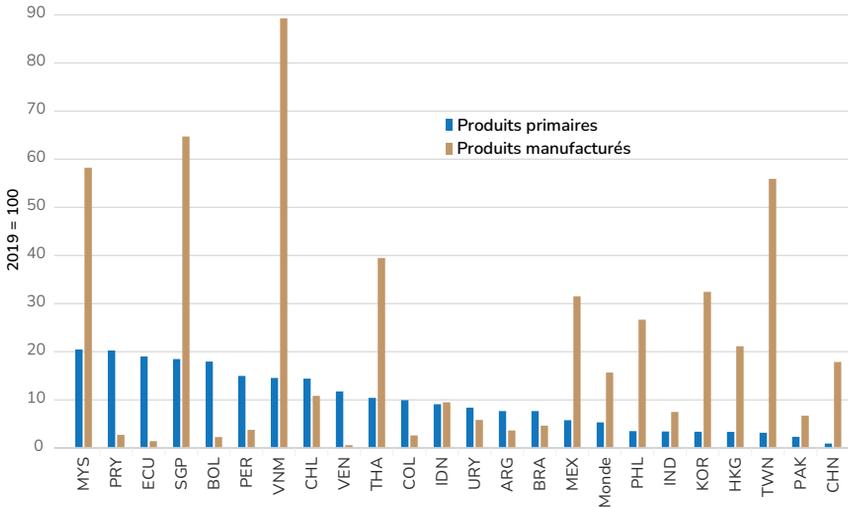
2023 a été inférieure en Asie et supérieure en Amérique latine. Dit autrement, le PIB de 2023 reste inférieur en Asie et supérieur en Amérique latine au niveau qu'il aurait atteint si la croissance s'était maintenue au rythme moyen passé, ce qui pourrait laisser supposer un impact relativement plus marqué de la crise sanitaire en Asie.

Cette situation s'explique notamment par le fait que jusqu'en 2022, la région d'Amérique latine a tiré profit d'un environnement international particulièrement porteur. La forte demande en matières premières qui avait accompagné la reprise mondiale puis la flambée des cours ont permis à cette région productrice de ces produits d'engranger d'importantes recettes d'exportation et de prospérer (graphique 2). À l'inverse, l'Asie principalement exportatrice de produits manufacturés a pâti de la moindre demande extérieure liée à la sous performance de l'économie chinoise. Fin 2022, le ralentissement de la conjoncture mondiale change radicalement le contexte. La demande extérieure faiblit et le prix des matières premières (énergétiques, agricoles et surtout industrielles) chute. En Asie, la croissance chinoise reprend en 2023 au profit des pays voisins. Il est peu probable toutefois que faute d'une accélération suffisante de la demande de biens manufacturés, chinoise notamment, adressée aux pays de la région, la perte de production passée soit compensée.

Au-delà de la dégradation du commerce international, les pays émergents subissent la pression des politiques monétaires restrictives qu'ils ont mises en place dès 2021 pour faire face à l'envolée inflationniste (graphique 3). Commencée en mars 2021 au Brésil, la hausse des taux directeurs a été suivie dans tous les pays d'abord d'Amérique latine puis d'Asie en 2022 (sauf en Corée où la hausse a eu lieu dès août 2021). Aujourd'hui dans tous les pays à l'exception de l'Argentine et du Venezuela, l'inflation a reflué notamment sous l'effet du repli du prix des matières premières. Après des pics compris entre 9 % et 14 % selon les pays, elle est redescendue entre 3 et 4,5 % (en Colombie, elle reste encore élevée à 7,4 % en mars), soit un rythme proche des limites définies par les banques centrales dans le cadre de leur politique d'*inflation target*. Les taux d'intérêt ont baissé partout, d'abord au Chili en juillet 2022 et enfin au Mexique en mars dernier. Mais corrigés de l'inflation, ils se situent à des niveaux encore élevés, en mars 2024 – entre 3 % et 7 %, soit supérieurs à ceux d'avant crise. En Asie, l'inflation est revenue à l'intérieur de la bande cible mais les taux d'intérêt n'ont pas entamé le mouvement de détente et les taux réels sont à leur niveau de moyen terme, compris entre 0 et 3,5 %. Ces mouvements n'ont pas pesé sur

les monnaies qui sont restées à peu près stables vis-à-vis du dollar en 2023 (légère dépréciation en Asie, stabilité, voire légère appréciation en Amérique latine) après une forte pression à la baisse en 2022.

Graphique 2. Part des exportations de produits primaires et manufacturés dans le PIB en 2019



CHELEM.

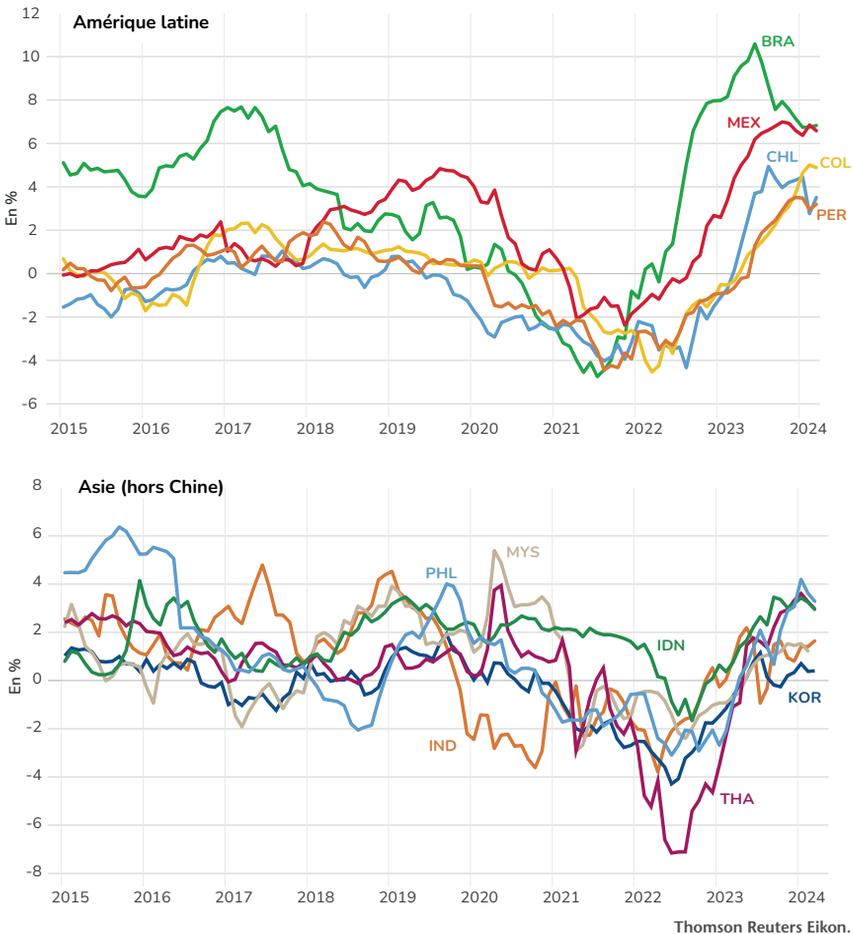
Note : les produits primaires incluent les produits liés à l'alimentation et l'agriculture, les minerais et l'énergie.

La croissance en 2024 va être fortement impactée par les contraintes monétaires et financières qui vont peser sur la demande intérieure, notamment en Amérique latine où la politique monétaire est la plus restrictive. La légère baisse du dollar attendue en 2024 devrait permettre la détente des taux sans entraîner de sorties de capitaux déstabilisantes pour les monnaies. Les monnaies devraient donc rester relativement stables et les pays préserver leurs gains de parts de marché acquis en 2022-2023. Quant aux spreads sur les achats de titres obligataires, ils sont revenus à leur niveau d'avant crise dans tous les pays, à l'exception de la Colombie, des Philippines, et de l'Argentine.

Dans ce contexte, la croissance restera solide en Asie en 2024 et 2025 mais ne permettra pas d'effacer les stigmates de la crise passée. La croissance baisserait en Inde mais devrait rester forte autour de 6,5 %. Elle augmenterait dans les pays d'Asie les plus développés (Corée, Taiwan et Singapour) et resterait stable dans les autres. Ces rythmes convergeraient vers leur niveau tendanciel observé avant la

pandémie de 2020, ce qui maintiendrait une croissance de la zone stable à 4,8 %. En Amérique latine, la croissance devrait baisser à 1,4 % au Brésil et en Colombie, et avoisiner 2 % dans la plupart des autres pays d'Amérique latine. L'Argentine, confrontée à une inflation attendue autour de 300 % cette année et un programme d'ajustement budgétaire très restrictif, devrait connaître une deuxième année de récession. En 2025, la détente progressive des conditions de financement sur les marchés financiers internationaux, la stabilisation du prix des matières premières, la reprise du commerce international combinée à des taux de change plus compétitifs devraient favoriser une reprise plus soutenue en 2025 dans les deux régions.

Graphique 3. Taux directeurs réels dans les pays émergents



Asie : moteur de la croissance mondiale

Après la levée des restrictions liées à la pandémie, la croissance en Asie a rebondi à 5,0 % en 2023 après 3,4 % en 2022. Toutefois en 2023 les effets de la réouverture post-Covid-19 se sont rapidement atténués dans la région. La demande interne a ralenti. Les prix de l'immobilier ont stagné, les ventes au détail demeurent sur une tendance inférieure à celle de la période pré-Covid et le niveau d'investissement des entreprises reste faible. La crise immobilière en Chine n'a pesé que partiellement sur l'Asie. Dans certains pays d'Asie (Singapour, Corée du Sud, Inde) la croissance économique a baissé en 2023, en partie à cause de la faiblesse du commerce international de marchandises ; mais cette baisse a été partiellement atténuée par le renforcement des exportations de services, stimulées par la reprise en cours du tourisme international. Dans la plupart des économies de la région, la faiblesse de la demande extérieure a été compensée par la demande interne avec une consommation des ménages robuste, soutenue par le dynamisme du marché du travail et un ralentissement de l'inflation. Les secteurs des services ont joué un rôle croissant dans le développement de la région, dont la croissance était traditionnellement tirée par le secteur manufacturier. Les exportations de services ont augmenté plus rapidement que les exportations de biens. Et la croissance de l'investissement direct étranger dans les services a été cinq fois supérieure à celle dans l'industrie manufacturière en Chine, en Indonésie, en Malaisie, aux Philippines et en Thaïlande.

En Inde aux troisième et quatrième trimestres 2023 le Pib a progressé en rythme annuel de 8,1 % et 8,2 %, soutenu par une forte croissance de l'investissement public et de la consommation privée. La FBCF a crû, en glissement annuel, de 11 % au T3 après 6 % au T2, portant le taux d'investissement à un niveau exceptionnellement élevé de 35 % du PIB. En effet, l'État a lancé en 2019 un plan de relance visant à développer les infrastructures pour un montant de 1 400 Mds USD pour la période 2020-2025 (7 à 8 % du PIB). En raison d'événements météorologiques extrêmes et de la détérioration des perspectives internationales, la situation s'est légèrement dégradée début 2024. Les exportations de services restent plus dynamiques que celles de l'industrie manufacturière. La moindre demande adressée au pays a entraîné une baisse des exportations (-3,3 % en fin d'année 2023 contre 13,6 % en 2022 en glissement annuel). Malgré les interventions du gouvernement pour bloquer certains prix, les pressions inflationnistes ont pesé sur la croissance du quatrième trimestre 2023.

Asie : résumé des prévisions de PIB

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2023	2024	2025
Corée du Sud	6,8	1,3	2,3	2,5
Asie en développement rapide	20,3	3,4	4,0	4,1
Taiwan	3,9	1,3	3,2	2,7
Hong Kong	1,5	3,2	2,9	2,9
Singapour	0,9	1,1	2,3	2,5
Thaïlande	3,6	1,9	3,0	3,4
Indonésie	6,0	5,0	4,8	5,0
Malaisie	1,7	3,7	4,3	4,6
Philippines	2,6	5,6	5,7	5,8
Chine	48,5	5,2	4,7	4,6
Inde	24,4	7,7	6,5	6,5
Asie hors Chine	51,5	5,2	5,0	5,0
Total	100,0	5,2	4,8	4,8

CEIC, calculs et prévision OFCE avril 2024.

L'inflation se situe autour de 6,1 % à la fin de l'année. La forte hausse des prix du pétrole et une mousson inférieure à la normale entretiennent les tensions inflationnistes et pèsent sur le déficit commercial. En effet, la faiblesse de la mousson a un impact sur les récoltes et renchérit les produits de base comme le sucre, les légumineuses, le riz et les légumes, ce qui accroît l'inflation alimentaire. La Banque centrale a été contrainte de durcir sa politique monétaire et a fortement relevé son principal taux directeur, de 4 % en avril 2022 à 6,5 % en février 2023. Néanmoins, en dix ans, le gouvernement indien a plus que triplé ses investissements, passés de 63 milliards d'euros en 2015 à 208 milliards d'euros en 2024. L'effort a été particulièrement intense pour les infrastructures. Le gouvernement a aussi mis en place la GST, la taxe unifiée sur les biens et les services, qui lui rapporte de précieuses recettes fiscales. Janvier a d'ailleurs été un mois record, avec 19 milliards d'euros récoltés grâce à la GST, contribuant à la réduction du déficit. Ces éléments se combinent pour donner une impulsion à l'activité économique du pays dans les années à venir. Par conséquent, au cours de l'exercice 2024-2025, la croissance du PIB sera probablement proche de 6,5 %.

En 2023, la croissance se maintient en **Corée** en dépit des perturbations, avec une croissance du PIB de 0,6 % au dernier trimestre 2023. Le PIB a ralenti en 2023 (1,3 %, après 2,6 % en 2022). Les principales causes de ce ralentissement sont les dépenses de consommation privée qui baissent de 0,3 % au quatrième trimestre et des investissements qui connaissent un nouveau recul (-1,4 %). La hausse des taux longs (0,3 % au quatrième trimestre) a conduit à un ralentissement des dépenses des ménages déjà très endettés. Malgré la faiblesse de la demande intérieure (-0,2 % au quatrième trimestre), la croissance reste robuste, grâce à l'augmentation des exportations de produits tels que les semi-conducteurs et les automobiles (+3,6 % au quatrième trimestre 2023). Pour l'ensemble de l'année 2023, la production industrielle de la Corée du Sud a progressé de 0,7 % en glissement annuel contre 4,6 % en 2022. En 2023, la demande accrue de semi-conducteurs et de voitures à l'exportation a compensé la baisse des ventes au détail et de l'investissement. L'inflation a continué de ralentir (+1,4 % en 2023 contre +2,5 % en 2022). Malgré le ralentissement de la production, le taux de chômage coréen se maintient à un faible niveau (3,1 % en 2023). Début 2024, le rebond des exportations coréennes devrait atténuer l'impact du ralentissement de la consommation privée sur la croissance. La hausse des exportations de semi-conducteurs et d'automobiles devrait favoriser la dynamique du marché du travail où près de 220 000 emplois supplémentaires sont attendus cette année. Sur l'ensemble de l'année 2024, la croissance atteindrait 2,3 % puis augmenterait à 2,5 % en 2025.

La croissance économique de **Singapour** au quatrième trimestre 2023 est restée modérée (+2,2 %), prolongeant ainsi une hausse déjà faible au trimestre précédent (+1,0 %). La faiblesse de la croissance externe, les tensions géopolitiques et les pressions inflationnistes ont pesé sur la croissance. L'industrie manufacturière, l'un des principaux moteurs de la croissance de Singapour, a chuté de 7,8 % en novembre par rapport à l'année précédente, ce qui représente sa quatorzième contraction trimestrielle consécutive. En effet l'économie singapourienne a souffert en 2023 d'une demande en berne dans ses marchés clés comme la Chine et les États-Unis. La reprise des liaisons aériennes après le Covid-19 a cependant dynamisé la demande intérieure. L'indice global des prix à la consommation de Singapour a augmenté à 3,7 % en glissement annuel en décembre 2023, contre 3,6 % le mois précédent, en raison d'une hausse des prix des transports privés et des services. Début 2024 Singapour a bénéficié d'un commerce extérieur

favorable permettant de stimuler le redressement de l'activité manufacturière. Ces conditions devraient avoir un impact positif sur les perspectives économiques de Singapour si bien que nous anticipons une croissance de + 2,3 % en 2024.

Avec +5,6 % au dernier trimestre 2023, la croissance des **Philippines** a été la plus faible depuis deux ans, mais reste l'une des plus rapides de la région d'Asie du Sud-Est. Le secteur des services continue de soutenir la croissance, grâce aux retombées de la réouverture de la Chine. La reprise du tourisme international a contribué à dynamiser la croissance des services de transport, d'hébergement, de restauration et du commerce de gros et de détail. La croissance a été également soutenue par la production industrielle, avec une hausse de +4,8 % en décembre, moindre cependant qu'en novembre (+5,9 %). L'indice PMI a atteint en décembre son niveau le plus haut depuis sept mois (à 53,5). L'inflation a ralenti (+4,1 % en décembre) mais reste au-dessus de l'objectif de 2 à 4 % fixé par la banque centrale. Pour 2024, nous anticipons une croissance de +5,7 %.

En 2023, la baisse des prix des matières premières et la baisse de la demande mondiale ont lourdement pesé sur les exportations **indonésiennes**. En effet, après une croissance des exportations de 12,2 % au T2 2023, celles-ci ont diminué de 2,8 % au T3 2023. Néanmoins, la croissance économique indonésienne est restée solide : 5,0 % en 2023. L'activité a été portée par la demande intérieure. La consommation des ménages, soutenue par le rebond du tourisme et la décreue du chômage, s'est redressée depuis la pandémie pour s'accélérer et croître de 5,2 % en 2023. Le 14 février 2024, 204 millions d'Indonésiens ont été appelés aux urnes dans le cadre de la tenue d'élections présidentielle et législatives. Le programme de Prabowo devrait s'inscrire dans la continuité de celui de son prédécesseur. Le risque politique pour l'Indonésie ne devrait donc pas être significatif. La situation macro-économique de l'archipel restera stable en 2024 avec une croissance à 4,8 % qui ne doit cependant pas masquer l'appauvrissement de la population.

Après une croissance exceptionnelle en 2022 (+8,7 %), la **Malaisie** s'essouffle, avec une croissance de +3,7 % en 2023. La demande intérieure en a été le principal moteur, alors que les exportations se sont sensiblement contractées. En effet, l'économie malaisienne reste très dépendante de l'environnement international et du marché électronique mondial. La production industrielle de produits électriques et

électroniques s'est encore contractée en novembre, pour le sixième mois consécutif (-6,8 % en glissement annuel). L'indice de la production industrielle de la Malaisie a légèrement augmenté de 0,6 % en novembre 2023, bien plus lentement que la hausse de 2,4 % du mois précédent. Grâce à des dépenses de consommation robustes et à un rebond des exportations de produits électroniques, nous prévoyons une croissance de + 4,3 % en Malaisie en 2024.

Le PIB de la **Thaïlande** a crû de seulement 1,9 % en 2023, après 2,6 % en 2022. Soutenue par des aides fiscales aux ménages et un marché du travail dynamique, la consommation des ménages est restée le principal moteur de la croissance, en accélération constante jusqu'à s'accroître de + 7,9 % en glissement annuel au troisième trimestre et de +7,4 % au quatrième trimestre 2023. Les revenus liés au tourisme ont continué leur progression, mais à un rythme bien moins rapide qu'attendu. Pour l'année 2023, la Thaïlande a accueilli un peu plus de 28 millions de touristes de moins qu'en 2019. Les exportations se sont contractées pour le quatrième trimestre consécutif (-2,0 % au troisième trimestre), en dépit du fort rebond touristique dû à la réouverture de la Chine. L'inflation, après avoir culminé à 6,1 % en 2022 (1,2 % en 2021 et -0,8 % en 2020) est revenue en 2023 à +1,2 %. Depuis 2021, la Thaïlande a engagé un ambitieux programme d'investissements dans ses infrastructures de transport et une stratégie de modernisation économique pour tenter de relancer son économie. En 2024, la croissance devrait rebondir pour atteindre 3,0 %, tirée par la reprise continue du tourisme (34,5 millions de visiteurs attendus).

Au dernier trimestre 2023, le PIB de **Taiwan** a progressé de 4,9 % en glissement annuel, contre + 2,1 % au troisième trimestre. Le pays avait connu une récession en début d'année avec -3,5 % au premier trimestre. La production industrielle de Taïwan a continué de baisser en 2023 (-3,9 % en décembre 2023) : la baisse est due au déclin de 8,1 % dans le secteur des mines et des carrières, de 0,5 % dans la fourniture d'électricité et de gaz et de 4,2 % dans le secteur manufacturier. Les indices PMI du secteur manufacturier restent demeurent dégradés en début d'année 2024 (inférieurs à 45). La consommation privée reste le moteur de la croissance, bénéficiant encore d'effets de rattrapage post-Covid. Les incertitudes liées aux tensions géopolitiques fragilisent les investissements étrangers. Pour 2024, grâce à une accélération du commerce mondial, les exportations taiwanaises devraient croître de 5,9%, favorisant la croissance (+ 3,2 % en 2024).

L'économie de **Hong Kong** a progressé de 3,2 % en 2023, grâce à l'augmentation du tourisme et de la consommation privée, qui a rebondi à la suite de l'assouplissement des mesures sanitaires. Les prix de l'immobilier à Hong Kong, qui figuraient autrefois parmi les plus élevés du monde, ont chuté de 20 % depuis le sommet atteint en 2021, en raison de la fragilité du marché et de la hausse des taux d'intérêt. L'économie de Hong Kong devrait croître de 2,9 % en 2024. Le gouvernement déploiera plus d'un milliard de dollars HK (127 millions de dollars) de mesures de soutien pour son industrie touristique en difficulté, qui a entraîné une baisse du nombre de visiteurs en provenance de la Chine continentale.

La croissance dans les pays d'Asie est restée forte en 2023, atteignant 5 %. L'affaiblissement du billet vert et la baisse des taux d'intérêt pourraient être favorables aux marchés asiatiques, car ils réduisent la dette en dollars des États et des entreprises asiatiques, et attirent des flux de capitaux vers la région, à la recherche de meilleurs rendements. Autre facteur positif : la reprise des commandes pourrait stimuler l'activité manufacturière, la surabondance des stocks mondiaux accumulés pendant la Covid-19 étant épuisée. De plus, malgré les récents événements géopolitiques au Moyen-Orient, les prix du pétrole sont restés sous contrôle dans la région. Les tensions entre Taiwan et la Chine demeurent un point sensible après les élections taiwanaises qui ont confirmé le parti au pouvoir, son président s'étant prononcé en faveur de l'indépendance de Taiwan. La croissance dans le reste de la région (Asie avec Chine) devrait légèrement progresser pour atteindre 4,8 % en 2024, la reprise de la croissance mondiale et l'assouplissement des conditions financières compensant l'impact du ralentissement de la croissance en Chine.

Amérique latine : un environnement contraignant

Si les performances diffèrent selon les pays, la croissance globale de l'Amérique latine marque un fort ralentissement en 2023. Après 7,3 % en 2021 et 3,9 % en 2022, la croissance passe à 1,9 % en 2023. Les perspectives pour cette année prolongent cette tendance avec 1,1 % attendu, avant une légère reprise anticipée en 2025 à 2 %. Le retournement de la demande internationale, combinée au repli du cours des matières première en 2022 et 2023, ont donné un coup d'arrêt aux exportations dont la région est de plus en plus dépendante (30 % du PIB en moyenne). Ainsi, en 2021, les produits issus de l'agriculture

représentaient entre 50 et 70 % des exportations totales de l'Argentine et des petits pays, et 35 % de celles du Brésil, les minerais représentaient 35 % des exportations totales du Pérou, du Chili et du Venezuela, les hydrocarbures plus de 45 % de celles de la Colombie. Au total, la part des recettes d'exportations tirées des produits primaires varie entre 60 et 90 % des exportations totales selon les pays. Mais au-delà du retournement de l'environnement international, la chute du pouvoir d'achat à cause de l'inflation passée et les politiques monétaires très restrictives mises en place jusqu'au milieu de l'année dernière ont largement contraint la demande intérieure. À l'exception de l'Argentine, l'inflation a reculé dans tous les pays et, en mars 2024, se situe autour de la limite supérieure de la bande définie par les banques centrales nationales. Seule, la Colombie reste avec une inflation encore très supérieure. Cette situation a permis une détente des taux d'intérêt dans tous les pays, le dernier pays à l'avoir fait étant le Mexique le 11 mars dernier. Pour autant, les taux d'intérêt réels restent très élevés et devraient peser plus lourdement sur l'activité en 2024. Les deux principales économies, le Mexique et le Brésil qui avaient bien résisté en 2023, devraient voir leur croissance baisser en 2024 à 1,2 % et 2,1 % respectivement. L'Argentine, confrontée à un nouveau programme d'ajustement structurel d'inspiration très libéral, devrait connaître une nouvelle récession de 3,3 % tandis les autres petits pays, après une année de stagnation, verraient leur croissance repartir lentement autour de 2 %.

Amérique latine : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2023	2024	2025
PIB	100,0	1,9	1,1	2,0
Brésil	37,4	2,9	1,2	1,9
Mexique	30,9	3,2	2,1	2,0
Argentine	12,4	-1,6	-3,0	1,1
Colombie	8,8	0,6	1,4	2,6
Chili	5,6	0,3	2,0	2,4
Pérou	5,1	-0,6	2,2	2,7

FMI, calculs et prévision OFCE avril 2024.

Au **Brésil**, la croissance est restée dynamique à 2,9 % en 2023. Après un très bon premier semestre, l'activité a stagné au second sous l'effet d'une contribution du commerce extérieur très négative et d'une légère baisse de l'investissement. Néanmoins, la consommation des ménages reste soutenue et le marché du travail toujours ferme (le taux de chômage continue de baisser à 7,6 % au début de l'année 2024). Surtout l'inflation a fortement décru et a atteint 4,5 % en février, soit le haut de la cible visée par la Banque centrale (3 +/- 1,5 point) pour cette année. L'inflation sous-jacente (4 % en février) continue de baisser. Ce mouvement a permis depuis août 2023 de ramener le taux directeur SELIC à 10,75 %, soit 3 points de moins qu'en juillet 2023. Le relâchement de la politique monétaire devrait se poursuivre car les taux réels restent encore très élevés (6,8 % en février) mais la prudence devrait demeurer. Du côté des finances publiques, l'objectif de revenir à un déficit primaire nul est maintenu (2,3 % en 2023) et inscrit dans les nouvelles règles budgétaires adoptées en août 2023 (les dépenses pourront augmenter, non plus sur la base de l'inflation mais devront être compensées par une hausse équivalente des recettes). Simultanément, la réforme fiscale est engagée. Le premier volet, adopté par le Congrès en décembre dernier et promulgué le 19 mars 2024 vise à simplifier le mode d'imposition, notamment par la création de la TVA en remplacement des 5 impôts indirects prélevés jusqu'alors au niveau fédéral, étatique et municipal. Les discussions se poursuivent sur le niveau des taux (réduit et majorés, produits). Un taux 0 % serait mis en place sur un panier de biens alimentaires de base. Le deuxième volet porte sur la fiscalité directe sur les ménages et entreprises afin de la rendre plus progressive. Mais sa présentation a été repoussée à fin 2024. Toutefois, en décembre dernier, ont déjà été adoptés le relèvement du seuil d'exonération de l'impôt sur le revenu et la hausse de la fiscalité sur le capital et les plus hauts revenus. En 2024, l'activité ralentira, notamment sous le poids de la politique monétaire qui reste très restrictive et de la conjoncture mondiale, mais la morosité de la croissance qui avait suivi la crise de 2014-2016 semble être révolue. Les agences de notations ont salué les réformes et les spreads de taux sur les marchés financiers sont revenus à des niveaux très bas.

C'est au **Mexique** que la croissance a été la plus forte en 2023. Avec une hausse du PIB de 3,2 %, le pays affiche une bonne résilience malgré la dégradation de son environnement. Le pays exporte près de 40 % de sa valeur ajoutée, dont 80 % vers les États-Unis. Or la contraction du marché nord-américain a fait chuter les exportations du

Mexique de 7 %. Par ailleurs, face à la poussée inflationniste post Covid et liée à la guerre en Ukraine, la politique monétaire s'est fortement durcie et, malgré la baisse de l'inflation depuis fin 2022, les taux ont continué d'augmenter jusqu'au début 2023. Les taux d'intérêt réels sont à un niveau historiquement élevé (7 %). En février, l'inflation était encore au-dessus de la limite supérieure de 4 % (3 % +/- 1 point) mais un premier relâchement des taux directeurs a été observé le 22 mars dernier. Dans ces conditions, c'est l'investissement et la consommation qui ont été les moteurs de la croissance en 2023 avec respectivement une croissance de 19,4 % et 2 %. Et surtout le Mexique bénéficie d'un phénomène de *nearshoring* à savoir la relocalisation d'activités de production et de commercialisation proche du pays d'origine de l'entreprise. Ce phénomène est largement encouragé par le gouvernement qui multiplie les incitations fiscales dans les secteurs prioritaires (baisse de l'IS, simplification des procédures). En 2023, plus de 100 milliards d'IDE auraient été réalisés dans ce cadre, le Mexique étant le premier pays récipiendaire, et le mouvement devrait se poursuivre dans les prochaines années. La croissance devrait malgré tout continuer à ralentir en 2024 en dépit d'un budget expansionniste, année électorale oblige. Le déficit pourrait augmenter autour de 5 % du PIB sous l'effet de la hausse des dépenses sociales, du maintien des dépenses en infrastructure et de la baisse des recettes, notamment tirées des revenus pétroliers. Toutefois, l'activité devrait bénéficier de la hausse de la demande en provenance des États-Unis et de l'assouplissement monétaire en devenir.

L'Argentine, troisième puissance d'Amérique latine, fait face à nouveau à la récession en 2023 (- 1,6 %), à la suite d'une terrible sécheresse au premier semestre qui a fait plonger les exportations de 5,6 % sur l'année mais aussi à l'onde de choc due aux réformes souhaitées par le nouveau Président Milei pour lutter contre l'inflation. Les perspectives sont pires en 2024 : une baisse de 3 % du PIB accompagnée d'une nouvelle poussée hyperinflationniste rappelant la période des années 80 et la hausse de la paupérisation de la population. L'inflation, qui s'était accélérée à l'été 2023 avec la dévaluation de 22 % du peso, s'est envolée en décembre avec la deuxième dévaluation (soit 54 % sur l'année) et la libéralisation des prix domestiques (transport, logement, électricité). En février 2024, l'inflation atteint 276 %, contre 102 % un an plus tôt. Elle pourrait avoisiner les 300 % cette année en moyenne, avant de se normaliser en 2025. Simultanément, le déficit public s'est creusé à 5,2 % du PIB en 2023 et la dette publique, presque

exclusivement indexée ou libellée en monnaie étrangère, a explosé à 154 % du PIB, après 84,7 % en 2022. La dette extérieure quant à elle atteint 113,7 % du PIB en 2023, après 58,8 % en 2022. Le pays étant coupé des marchés financiers internationaux et les arriérés de paiements auprès des fournisseurs se multipliant, la principale source de financement vient du FMI dont un décaissement de 4,7 milliards de \$ est attendu cette année au titre de l'accord de 44 milliards sur 30 mois conclu en mars 2022. Le parti du gouvernement n'ayant pas la majorité au Congrès (il n'y est que la troisième force politique représentée) peine malgré tout à faire passer son plan de dérégulation de l'économie présenté fin décembre. Dans le domaine financier, a été introduit un nouveau régime de change basé sur l'ancrage du peso au dollar avec des ajustements mensuels de 2 % et, malgré l'inflation, la Banque centrale a abaissé son taux directeur de 133 % fin décembre 2023 à 100 % puis 80 % le 11 mars dernier pour détourner les investisseurs des passifs rémunérés qui plombent son bilan.

Dans les autres pays, l'heure est à la stagnation. Après deux années d'embellie due à la forte demande en matières premières liée à la reprise de l'économie mondiale et l'envolée du cours des matières premières qui l'avait accompagnée, la croissance a été rattrapée par le retournement de l'environnement international, la hausse de l'inflation et le resserrement des politiques monétaires. Ainsi, au **Chili**, en **Colombie** et au **Pérou**, la croissance s'est arrêtée en 2023 avec respectivement 0,3 %, 0,6 % et -0,6 % de variation du PIB. Partout, la demande intérieure s'est contractée. Au Chili, la hausse des dépenses sociales pour répondre au mécontentement de la rue n'a pas empêché la chute de 5,2 % de la consommation des ménages. Si l'inflation reste encore élevée en Colombie (7,7 % en février), elle est revenue autour de 3-4 % au Chili et au Pérou, soit dans la bande visée par les banques centrales.

3. ANNEXE TABLEAUX

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

	2024				2025				2023	2024	2025
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Taux de change ¹											
1 €=...dollars	1,10	1,10	1,12	1,12	1,15	1,15	1,15	1,15	1,08	1,11	1,15
1 \$=...yens	160,0	160,0	160,0	160,0	160,0	160,0	160,0	160,0	141,9	160,0	160,0
1 £=...euros	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15	1,15
Taux d'intérêt directeurs des banques centrales¹											
USA	5,50	5,42	5,17	4,92	4,42	4,08	3,75	3,75	5,31	5,25	4,00
JPN	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
EUZ	4,50	4,50	4,42	4,17	3,92	3,67	3,42	3,25	4,13	4,40	3,56
GBR	5,17	4,92	4,67	4,42	4,17	3,92	3,67	3,50	4,94	4,79	3,81
Matières premières											
Prix du pétrole Brent, en \$ ¹	83,0	85,0	85,0	85,0	85,0	85,0	85,0	85,0	82,6	84,5	85,0
Prix du pétrole Brent, en € ¹	75,5	77,3	75,9	75,9	73,9	73,9	73,9	73,9	76,6	76,1	75,7

Prévision OFCE avril 2024.

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 %

	2024				2025				2023	2024	2025
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	0,4	0,1	0,1	0,2	0,7	0,7	0,7	0,7	2,5	1,8	2,1
PIB par habitant	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,6	0,5	0,5	0,5	2,0	1,2	1,3
Consommation des ménages	0,4	0,1	0,1	0,3	0,7	0,7	0,7	0,7	2,2	1,6	2,1
Consommation publique	0,5	0,2	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	2,8	1,7	1,7
FBCF totale dont :	0,2	0,3	0,3	0,3	0,9	0,9	0,9	0,9	0,4	2,9	2,7
<i>productive privée</i>	0,0	0,0	0,0	0,1	0,7	0,7	0,7	0,7	4,4	1,0	1,9
<i>logement</i>	0,8	1,0	1,0	1,0	1,6	1,6	1,6	1,6	-10,7	3,2	5,6
<i>administrations publiques</i>	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	8,9	5,5	2,8
Exportations de biens et services	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	2,7	2,4	2,3
Importations de biens et services	0,6	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	-1,7	2,2	3,0
Contributions											
Demande intérieure hors stocks	0,4	0,1	0,2	0,3	0,8	0,8	0,8	0,8	2,0	1,9	2,3
Variations de stocks	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0
Commerce extérieur	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	-0,1	-0,2
Prix à la consommation (IPCH), t/t-4*	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	2,1	2,1	3,7	2,2	2,2
Taux de chômage	3,8	4,0	4,4	4,5	4,4	4,4	4,4	4,3	3,6	4,2	4,4
Solde courant, en % du PIB									-3,0	-2,7	-2,3
Solde public, en % du PIB									-8,1	-7,7	-8,0
Dette publique, en % du PIB									124,3	126,9	129,4
Impulsion budgétaire, en points de PIB									3,0	-1,2	0,0
PIB zone euro	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	1,5

Bureau of Economic Analysis (BEA), Bureau of Labor Statistics (BLS), prévision OFCE avril 2024.

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

A3. Zone euro : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2024				2025				2023	2024	2025
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	1,5
PIB par habitant	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,2	0,2	1,3
Consommation des ménages	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,6	1,0	1,5
Consommation publique	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,8	1,2	0,9
FBCF totale	-0,3	-0,5	-0,2	0,0	0,5	0,5	0,6	0,7	1,0	-1,1	1,2
Exportations de biens et services	0,3	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	-0,9	0,5	2,7
Importations de biens et services	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	-1,7	0,0	2,5
<i>Contributions</i>											
Demande intérieure hors stocks	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,7	0,6	1,2
Variations de stocks	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	-0,4	0,0
Commerce extérieur	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4	0,3	0,2
Prix à la consommation (IPCH), t/t-4*	2,6	1,9	2,1	2,0	2,2	1,8	1,6	1,6	5,4	2,2	1,8
Taux de chômage	6,6	6,7	6,8	7,0	7,0	6,9	6,9	6,7	6,5	6,8	6,9
Solde public, en % du PIB									-3,6	-2,9	-2,2
Dette publique, en % du PIB									88,6	89,2	89,3
Impulsion publique, en points de PIB									0,0	-0,9	-0,4
PIB États-Unis	0,4	0,1	0,1	0,2	0,7	0,7	0,7	0,7	2,5	1,8	2,1

Eurostat, prévision OFCE avril 2024.

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

A4. Allemagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2024				2025				2023	2024	2025
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,4	0,5	0,5	0,5	-0,1	-0,2	1,4
PIB par habitant	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,4	0,4	0,5	0,5	-1,0	-0,4	1,3
Consommation des ménages	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,6	0,8	1,3
Consommation publique	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,4	0,4	-1,5	0,6	0,8
FBCF totale dont :	-0,4	-0,2	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	-0,2	-1,8	1,3
<i>productive privée</i>	-0,3	-0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6	1,3	-1,4	1,5
<i>logement</i>	-0,3	-0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6	-2,9	-3,7	0,8
Exportations de biens et services	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	1,5	1,5	1,2
Importations de biens et services	-0,2	0,2	0,3	0,3	0,6	0,7	0,7	0,7	-1,7	-1,7	1,9
Variations de stocks, en points de PIB	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	-3,0	-1,6	1,5
Contributions											
Demande intérieure hors stocks	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	-0,7	0,2	1,1
Variations de stocks	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0
Commerce extérieur	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,6	-0,1	0,3
Prix à la consommation (IPCH), t/t-4*	2,6	2,2	2,0	2,2	2,1	1,8	1,3	1,1	6,0	2,3	1,6
Taux de chômage	3,2	3,4	3,5	3,6	3,6	3,5	3,4	3,3	3,0	3,4	3,4
Solde courant, en % du PIB									6,8	6,8	7,2
Solde public, en % du PIB									-2,1	-2,1	-1,4
Dette publique, en % du PIB									64,4	64,7	64,2
Impulsion budgétaire, en point de PIB									-0,5	-0,3	-0,3
PIB zone euro	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	1,5

Bundesbank, Statistisches Bundesamt, prévision OFCE avril 2024.

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

A5. France : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2024				2025				2023	2024	2025
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	0,1	0,2	0,3	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4	0,9	0,5	1,2
PIB par habitant	0,0	0,1	0,3	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5	0,2	0,8
Consommation des ménages	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,6	0,9	1,4
Consommation des APU	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,7	0,0
FBCF totale dont :	-0,6	-0,5	-0,3	0,0	0,2	0,3	0,4	0,5	1,1	-1,6	0,5
<i>productive privée</i>	-0,9	-0,6	-0,3	0,1	0,3	0,3	0,4	0,5	2,7	-1,7	0,6
<i>logement</i>	-1,3	-0,9	-0,6	-0,4	-0,2	0,1	0,2	0,3	-5,1	-4,3	-0,8
<i>administrations publiques</i>	0,6	0,6	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	4,5	2,3	1,4
Exportations de biens et services	0,3	1,3	1,5	0,4	0,9	0,9	0,9	0,9	1,5	2,5	3,7
Importations de biens et services	0,9	0,2	1,2	1,3	1,0	0,8	0,7	0,6	-0,1	0,7	3,8
Contributions											
Demande intérieure hors stocks	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,8	0,3	0,9
Variations de stocks	0,3	-0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,3	0,4
Commerce extérieur	-0,2	0,4	0,1	-0,3	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,5	0,6	-0,1
Prix à la consommation (IPCH), t/t-4*	3,1	2,5	1,9	1,8	2,2	1,9	1,9	2,1	6,4	2,3	2,0
Taux de chômage	7,7	7,8	7,9	8,2	8,2	8,2	8,2	8,1	7,3	7,9	8,2
Solde courant, en % du PIB											
Solde public, en % du PIB									-5,5	-5,0	-4,4
Dette publique, en % du PIB									110,6	111,9	112,8
Impulsion budgétaire, en points de PIB											
PIB zone euro	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	1,5

INSEE, comptes trimestriels ; prévisions OFCE, *e-mod.fr*, 2024-2025, avril 2024.

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

A6. Italie : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2024				2025				2023	2024	2025
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	0,1	-0,2	0,1	0,1	0,4	0,3	0,3	0,4	0,9	0,4	0,9
PIB par habitant	0,1	-0,2	0,1	0,1	0,4	0,3	0,3	0,4	0,9	0,4	0,9
Consommation des ménages	0,7	0,7	0,8	0,6	0,1	0,1	0,1	0,1	1,2	0,8	1,2
Consommation publique	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	0,4	0,1
FBCF totale dont :	-0,6	-2,1	-1,6	-1,2	1,3	0,8	0,8	1,0	4,7	-1,1	0,3
<i>productive privée</i>	-0,9	-4,7	-3,9	-3,1	1,3	1,5	1,5	1,8	3,5	-4,3	-2,0
<i>logement</i>	0,0	0,5	0,7	0,8	0,4	0,4	0,4	0,5	6,4	1,5	2,1
Exportations de biens et services	0,1	0,3	0,4	0,5	0,9	0,9	0,9	1,1	0,2	1,9	3,0
Importations de biens et services	0,8	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8	-0,5	1,3	2,9
Contributions											
Demande intérieure hors stocks	0,3	-0,1	0,1	0,1	0,3	0,2	0,2	0,3	2,0	0,3	0,8
Variations de stocks	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,3	-0,1	0,0
Commerce extérieur	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3	0,2	0,1
Prix à la consommation (IPCH), t/t-4*	1,0	0,9	2,3	1,9	3,3	2,2	1,7	1,4	5,9	1,6	2,1
Taux de chômage	7,4	7,8	7,9	8,1	7,9	7,9	7,9	7,9	7,6	7,9	7,8
Solde courant, en % de PIB									0,5	1,3	1,4
Solde public, en % de PIB									-7,2	-4,5	-3,9
Dettes publiques, en % du PIB									137,3	139,2	140,2
Impulsion budgétaire, en points de PIB									-0,6	-3,3	-0,7
PIB zone euro	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	1,5

ISTAT, calculs de l'auteur, prévision OFCE avril 2024.

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

A7. Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2024				2025				2023	2024	2025
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	0,5	0,3	0,2	0,2	0,5	0,6	0,7	0,7	2,5	1,7	1,9
PIB par habitant	0,1	0,0	0,0	0,0	0,4	0,5	0,6	0,6	1,3	0,4	1,3
Consommation des ménages	0,4	0,2	0,1	0,1	0,3	0,5	0,6	0,6	1,8	1,5	1,2
Consommation publique	1,2	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	3,8	4,0	2,4
FBCF totale¹ dont :	-0,8	-0,8	-0,5	-0,4	0,4	0,5	1,3	1,3	0,8	-2,8	1,0
<i>productive privée</i>	-0,7	-0,7	-0,5	-0,3	0,3	0,5	1,3	1,3	0,9	-3,2	1,0
<i>logement</i>	-1,0	-1,0	-0,5	-0,5	0,5	0,5	1,2	1,2	0,6	-1,6	0,9
Exportations de biens et services	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	2,3	1,4	3,1
Importations de biens et services	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5	0,7	0,7	0,3	0,6	1,9
Contributions											
Demande intérieure hors stocks	0,3	0,1	0,1	0,1	0,3	0,5	0,7	0,7	1,9	1,1	1,4
Variations de stocks	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,2	0,0
Commerce extérieur	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,7	0,3	0,5
Prix à la consommation (IPCH), t/t-4²	3,1	3,7	3,1	2,6	2,4	2,1	1,9	1,6	4,2	3,1	2,0
Taux de chômage	11,6	11,7	11,8	11,9	11,9	11,9	11,9	11,9	12,1	11,8	11,9
Solde courant, en % du PIB									2,1	2,4	2,7
Solde public, en % de PIB									-4,2	-3,7	-2,7
Dettes publiques, en % de PIB									107,1	105,9	104,7
Impulsion budgétaire, en points de PIB									0,2	-0,3	-0,6
PIB zone euro	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	1,5

INE, Prévision OFCE avril 2024.

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 %

	2024				2025				2023	2024	2025
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,1	0,3	1,4
PIB par habitant	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	-0,7	-0,7	0,6
Consommation des ménages¹	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,5	1,6
Consommation publique	1,4	1,3	1,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5	4,2	1,8
FBCF totale² dont :	-2,0	-1,1	-0,8	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	2,2	-3,5	0,1
<i>productive privée</i>	-1,5	-0,8	-0,8	0,3	0,4	0,6	0,8	0,8	5,5	-2,8	1,1
<i>logement</i>	-1,0	-0,8	-0,8	0,0	0,2	0,2	0,2	0,4	-6,1	-4,6	-0,1
<i>administrations publiques</i>	-4,5	-2,5	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	7,7	-3,3	-2,5
Exportations de biens et services	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,5	0,1	1,6
Importations de biens et services	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	-1,5	0,0	1,6
Contributions											
Demande intérieure hors stocks	0,1	0,3	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,7	0,5	1,4
Variations de stocks	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,9	-0,2	0,0
Commerce extérieur	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0
Prix à la consommation (IPCH), t/t-4³	3,4	1,5	1,3	1,5	1,2	1,5	1,6	1,7	7,3	1,9	1,5
Taux de chômage⁴	4,0	4,1	4,1	4,2	4,3	4,3	4,4	4,4	4,0	4,1	4,4
Solde public⁵, en % du PIB									-5,5	-4,7	-3,8
Dette publique, en % du PIB									100	104	106
Impulsion budgétaire, en points de PIB									1,4	-1,2	-1,1
PIB zone euro	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	1,5

ONS (Quarterly National Accounts, Quarter 4 2024, 28 mars 2024, Prévision OFCE avril 2024.

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 %

	2024				2025				2023	2024	2025
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	0,1	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	1,9	0,4	0,9
PIB/tête	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	2,4	1,0	1,4
Consommation des ménages	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,6	-0,2	0,7
Consommation publique	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,9	0,1	0,2
FBCF totale	0,1	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	2,0	1,1	1,0
Exportations de biens et services	1,1	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	3,0	5,8	3,6
Importations de biens et services	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	-1,4	2,4	2,4
Contributions											
Demande intérieure hors stocks	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	1,0	0,2	0,6
Variations de stocks	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,0
Commerce extérieur	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,9	0,7	0,3
Prix à la consommation, (IPCH) t/t-4*	2,5	2,3	2,3	1,8	1,8	1,8	1,8	1,7	3,3	2,2	1,8
Taux de chômage	2,5	2,4	2,5	2,5	2,5	2,4	2,5	2,4	2,6	2,5	2,5

Cabinet Office, Eikon, Prévision OFCE avril 2024.

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

A10. Amérique latine : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2023	2024	2025
PIB	100,0	1,9	1,1	2,0
Brésil	37,4	2,9	1,2	1,9
Mexique	30,9	3,2	2,1	2,0
Argentine	12,4	-1,6	-3,0	1,1
Colombie	8,8	0,6	1,4	2,6
Chili	5,6	0,3	2,0	2,4
Pérou	5,1	-0,6	2,2	2,7

FMI, calculs et prévision OFCE avril 2024.

A11. Asie : résumé des prévisions de PIB

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2023	2024	2025
Corée du Sud	6,8	1,3	2,3	2,5
Asie en développement rapide	20,3	3,4	4,0	4,1
Taiwan	3,9	1,3	3,2	2,7
Hong Kong	1,5	3,2	2,9	2,9
Singapour	0,9	1,1	2,3	2,5
Thaïlande	3,6	1,9	3,0	3,4
Indonésie	6,0	5,0	4,8	5,0
Malaisie	1,7	3,7	4,3	4,6
Philippines	2,6	5,6	5,7	5,8
Chine	48,5	5,2	4,7	4,6
Inde	24,4	7,7	6,5	6,5
Asie hors Chine	51,5	5,2	5,0	5,0
Total	100,0	5,2	4,8	4,8

CEIC, calculs et prévision OFCE avril 2024.

A12. Nouveaux États membres de l'Union

Variations par rapport à la période précédente, en %

	Poids	2023	2024	2025
Pologne	0,47	0,1	2,6	3,3
Roumanie	0,19	2,1	2,9	3,2
République tchèque	0,15	-0,2	1,5	2,9
Hongrie	0,12	-0,7	2,3	3,8
Bulgarie	0,06	1,9	2,0	2,6
NEM-6		0,4	2,4	3,2

Comptes nationaux, calculs et prévision OFCE avril 2024.

A13. Chine : résumé des prévisions

En %

	2021	2022	2023	2024	2025
PIB	8,4	3,0	5,2	4,7	4,6
Consommation	9,0	1,8	8,0	6,0	5,6
Investissement	3,8	3,7	3,5	3,1	3,3
Exportations	18,3	3,3	2,3	4,0	4,5
Importations	9,0	1,0	6,4	4,4	4,6
<i>Contributions</i>					
Consommation	4,9	1,0	4,3	3,3	3,2
Investissement	1,7	1,5	1,5	1,3	1,3
Exportations nettes	1,9	0,5	-0,6	0,1	0,1
Exportations	3,3	0,7	0,5	0,8	0,9
Importations	1,5	0,2	1,0	0,7	0,7

National Bureau of Statistics of China, Prévision OFCE avril 2024.

Note : estimations OFCE pour les exportations et les importations.

L'HEURE DES COMPTES

PERSPECTIVES 2024-2025 POUR L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

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

La croissance française atteindrait 0,5 % en moyenne annuelle en 2024. Cette révision à la baisse de notre prévision de croissance par rapport à celle d'octobre 2023, qui était de 0,8 %, s'explique principalement par un acquis de croissance pour 2024 plus faible que prévu (finalement inférieur de -0,15 point de PIB pour 2024 par rapport à nos prévisions antérieures) et un nouveau programme d'ajustement budgétaire de 10 milliards d'euros dont l'impact sur le PIB est estimé à -0,2 point de PIB en 2024. En 2025, la croissance française est attendue à 1,2 % malgré les effets positifs liés à la baisse des taux (0,2 point de PIB). Mais elle serait contrainte par les nouveaux ajustements budgétaires prévus par le gouvernement de 20 milliards d'euros en 2025 (dont l'impact sur le PIB est estimé à -0,6 %), en plus de la suppression totale des boucliers tarifaires. L'inflation baisserait en 2024 (2,4 % après 4,9 % en 2023) et serait proche de la cible de 2 % en 2025. Le retournement du marché du travail se poursuit en raison de la faible croissance de l'activité et du rattrapage partiel des pertes de productivité passées, conduisant à une hausse du taux de chômage à 8,2 % fin 2024 puis 8,1 % fin 2025 (hors effet de la réforme du RSA). Le taux d'épargne resterait élevé en 2024 mais baisserait en 2025, soutenant la consommation malgré un pouvoir d'achat peu dynamique en 2025 après le rebond de 2024 (0,2 % après 1 % en 2024 par unité de consommation).

En raison d'une forte chute de certaines assiettes fiscales (immobilier, bénéfiques des sociétés...), le déficit public a atteint 5,5 % du PIB en 2023, soit 0,6 point de plus que ce qui était prévu dans le projet de loi de finances pour 2024. En raison de l'extinction des mesures de soutien budgétaire exceptionnel et des nouveaux ajustements structurels attendus de 1 point de PIB sur deux ans, le déficit public baisserait à 5 % du PIB en 2024 et 4,4 % en 2025, malgré la hausse des charges d'intérêt et la dégradation du déficit conjoncturel. Après trois ans de baisse, la dette publique, en points de PIB repartirait à la hausse en 2024 et 2025 en raison d'une croissance nominale qui baisse avec le reflux de l'inflation. Elle atteindrait 112,8 % du PIB en 2025, après 111,9 % en 2024 et 110,6 % en 2023.

* 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 jusqu'au 5 avril 2024.

Si la France semble avoir évité la récession au second semestre 2023, il n'en reste pas moins que le PIB a stagné sur cette période, et ce malgré le fort reflux du prix des matières premières énergétiques et la baisse de l'inflation. L'année 2023 se termine avec une croissance moyenne annuelle de 0,9 % mais le PIB n'a crû que de 0,7 % au cours des cinq derniers trimestres. Malgré tout, l'écart de progression du PIB avec la zone euro depuis le début des crises s'est réduit (graphique 1) au cours de la dernière année, la croissance de la France affichant, en glissement annuel, 0,7 % quand celle de la zone euro n'était que de 0,1 %.

La croissance française atteindrait 0,5 % en moyenne annuelle en 2024. Cette révision à la baisse de notre prévision de croissance par rapport à celle d'octobre 2023, qui était de 0,8 %, s'explique principalement par un acquis de croissance pour 2024 plus faible que prévu (finalement inférieur de -0,15 point de PIB pour 2024 par rapport à nos prévisions antérieures) et un nouveau programme d'ajustement budgétaire de 10 milliards d'euros dont l'impact sur le PIB est estimé à -0,2 point de PIB en 2024. En 2025, la croissance française est attendue à 1,2 % malgré les effets positifs liés à la baisse des taux d'intérêt (0,2 point de PIB) mais elle serait contrainte par les nouveaux ajustements budgétaires prévus par le gouvernement de 20 milliards d'euros, en plus de la suppression totale des boucliers tarifaires. L'inflation baisserait en 2024 (2,4 % après 4,9 % en 2023) et serait proche de la cible de 2 % en 2025. Le retournement du marché du travail se poursuit en raison de la faible croissance de l'activité et du rattrapage partiel des pertes de productivité passées, conduisant à une hausse du taux de chômage à 8,2 % fin 2024 puis 8,1 % fin 2025 (hors effet de la réforme du RSA¹). Le taux d'épargne resterait élevé en 2024 mais baisserait en 2025, soutenant la consommation malgré un pouvoir d'achat peu dynamique en 2025, après le rebond de 2024 (0,2 % après 1 % en 2024 par unité de consommation).

Le déficit public a atteint 5,5 % du PIB en 2023, soit 0,6 point de plus que ce qui était prévu dans le projet de loi de finances pour 2024. Dans un contexte de révision de croissance à la baisse, cette révision du déficit à la hausse de 16 milliards d'euros va rendre d'autant plus complexe l'objectif d'un retour à 3 % de déficit d'ici 2027, même si le

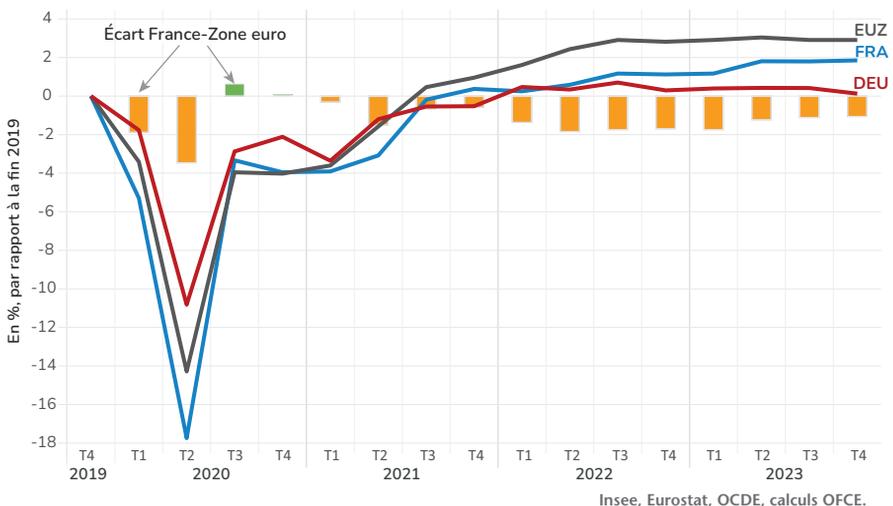
1. Pour plus d'informations, voir encadré 2.

gouvernement peut encore compter sur l'extinction de certaines mesures exceptionnelles, notamment la fin du bouclier tarifaire pour l'électricité (0,9 point de PIB).

1. De la crise Covid au choc inflationniste : une croissance mise à rude épreuve

Quatre ans après le début des crises sanitaire et énergétique, le PIB de la France se situe 1,9 % au-dessus de son niveau pré-Covid. Corrigé de la démographie, le PIB par tête n'est que 0,3 % au-dessus. Entre la fin 2019 et la fin 2023, bien qu'en rattrapage au cours de l'année passée, le PIB de la France a augmenté de 1 point de moins que celui de la moyenne de la zone euro (et 6 points de moins que celui des États-Unis) mais près de 2 points de plus que celui l'Allemagne (graphique 1). Les quatre dernières années sont marquées par deux sous-périodes : une première allant de fin 2019 à fin 2021 qui est celle de la période Covid et de fin 2021 à fin 2023 qui est celle du choc énergétique et du retour de l'inflation. Durant la crise sanitaire, soutenue par les taux bas et le « quoi qu'il en coûte », la croissance a été tirée par la consommation publique mais aussi l'investissement des entreprises et ménages alors qu'au contraire l'investissement public et le commerce extérieur l'ont amputée (tableau 1).

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



Au cours des deux dernières années qui sont celles de l'épisode inflationniste, le PIB a crû de 1,5 %, tiré par l'investissement des entreprises, la consommation et l'investissement publics mais aussi par une contribution positive du commerce extérieur en raison du redressement des exportations après le choc Covid. En revanche, avec un pouvoir d'achat qui stagne et la hausse du coût du crédit, la croissance est freinée par la baisse des dépenses des ménages, consommation et investissement regroupés, qui ampute le PIB de -0,4 point entre la fin 2021 et la fin 2023. À l'inverse, la formation brute de capital des entreprises et le commerce extérieur ont contribué à 80 % de la croissance au cours de cette période, le reste étant dû aux dépenses des administrations publiques.

Tableau 1. Variation du PIB et contribution des composantes à la croissance

En %	2019 T4 2021 T4	2021 T4 2023 T4	2019 T4 2023 T4
PIB	0,4	1,5	1,9
PIB par habitant	-0,4	0,7	0,3
Consommation privée	0,7	0,4	1,1
Consommation publique	3,8	1,4	5,3
Investissement entreprises	2,7	5,8	8,6
Investissement ménages	4,9	-8,7	-4,2
Investissement public	-5,2	7,9	2,3
Exportations	-2,5	4,5	1,9
Importations	1,3	2,6	3,9
Contributions (en pts de %)			
Demande intérieure hors stocks	1,7	1,1	2,8
Variations de stocks	-0,1	-0,1	-0,3
Solde commercial	-1,2	0,5	-0,7

Insee, calculs OFCE.

Le besoin de financement de la Nation vis-à-vis du reste du monde s'est nettement réduit depuis le pic du troisième trimestre 2022 à -4,5 points du PIB, avec la baisse des prix de l'énergie et le redressement du commerce extérieur, avec -1 point de PIB fin 2023, soit un niveau proche de celui d'avant-crise. Malgré l'inflation élevée au cours des deux dernières années, les ménages ont vu leur capacité de financement continuer à s'améliorer en raison d'un taux d'épargne toujours élevé (17,9 % du RDB fin 2023 contre 15 % en moyenne en 2019) et d'une contraction de l'investissement, s'établissant à un niveau largement supérieur à son niveau pré-Covid (4,7 points de PIB fin 2023

contre 2,8 points en moyenne en 2019). Quant aux entreprises, grâce à un taux de marge qui ne s'est pas dégradé, leur besoin de financement s'est réduit entre la fin 2021 et la fin 2023 et se situe désormais à -0,8 point de PIB, soit un niveau proche de celui pré-Covid. En revanche, les administrations publiques ont vu leur situation largement se dégrader depuis quatre ans, le déficit public atteignant 5,5 % du PIB en 2023 alors qu'il n'était que de 2,4 % en 2019, soit une dégradation de plus de 3 points de PIB dont 1,4 point (hors financement de l'UE) est encore attribuable aux mesures exceptionnelles et temporaires de soutien à l'économie.

2. Peu de leviers de croissance en 2024 et 2025

Selon nos évaluations (tableau 2), en raison des différents éléments qui affectent l'économie française, la croissance du PIB s'établirait en 2024 à 0,5 % alors que la croissance hors chocs² est attendue à 1,5 %. En raison des effets retardés de diffusion de la remontée des taux sur l'activité, compris entre 12 et 18 mois pour les effets pleins³, la hausse passée des taux⁴ conduirait à amputer la croissance de -0,6 point de PIB en 2024, après -0,5 point en 2023. La diffusion du choc énergie continuerait à produire des effets en raison du retrait progressif des boucliers tarifaires. L'effet net attendu est de -0,4 point de PIB pour 2024. Les nouvelles mesures d'économie budgétaires annoncées à hauteur de 10 milliards réduiraient la croissance de -0,2 point de PIB⁵. En revanche, la normalisation de la situation sur les chaînes de production mondiales permet de récupérer les pertes de PIB liées aux perturbations passées, entraînant un gain de croissance de 0,3 point de PIB en 2024.

2. La croissance hors chocs correspond à la croissance potentielle de 1,4 % en 2024 et 1,3 % en 2025, à laquelle s'ajoutent l'acquis de croissance (par rapport à la croissance trimestrielle potentielle) de -0,4 point en 2024 et -0,2 point en 2025 et la vitesse de fermeture de l'*output gap* de 0,5 point en 2024 et 0,6 point en 2025.

3. 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.

4. 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.

5. Sur les 10 milliards d'économies budgétaires annoncées (0,34 % du PIB), seulement 7,4 milliards de mesures auront un effet sur le PIB de la France (0,25 % du PIB), sachant que certains mesures, comme la réduction de l'aide publique au développement, n'auront pas d'impact direct sur la croissance française. Avec un impact attendu sur le PIB de -0,19 %, le multiplicateur moyen est de 0,75 sur les 7,4 milliards de mesures ayant un effet sur l'économie française et de 0,55 sur l'ensemble des 10 milliards de mesures budgétaires.

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

En point de PIB	2022	2023	2024	2025
Croissance hors chocs*	4,0	1,5	1,5	1,7
Choc Covid et approvisionnements	-0,3	0	0,3	0,2
Variation des taux	-0,1	-0,5	-0,6	0,2
Incertitude et tensions géopolitiques	-0,4	0,4	-0,1	0,1
Choc énergie**	-1,5	-0,6	0,4	0,2
Bouclier tarifaire et mesures énergie**	1,0	0,2	-0,8	-0,4
Mesures budgétaires*** (hors mesures énergie)	0,2	-0,1	-0,2	-0,6
Autres	-0,3	0,0	0,0	0,0
Croissance observée et prévue	2,5	0,9	0,5	1,2

Insee, prévisions OFCE.

* Correspond à la croissance potentielle, plus la fermeture de l'*output gap* et l'acquis potentiel de croissance.

** Dans le détail, le choc énergie conduit à réduire la croissance du PIB de -1,5 point en 2022, -0,6 point en 2023 et à l'augmenter de +0,4 point en 2024 et +0,2 point en 2025, soit un effet cumulé de -1,5 point de PIB sur la période 2022-2025. 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, +0,2 point en 2023 et -0,8 point en 2024 et -0,4 point en 2025, soit un effet cumulé nul sur la période en raison de l'extinction des mesures budgétaires exceptionnelles à l'horizon de notre prévision.

*** Cela inclut les 10 milliards d'économies budgétaires pour 2024 et les 20 milliards supplémentaires annoncées pour 2025.

En 2025, la croissance se redresserait à 1,2 %, se rapprochant de la croissance hors chocs (1,7 %). La baisse attendue des taux directeurs de la BCE à partir du second semestre 2024 commencerait à avoir des effets positifs sur la croissance en 2025 (0,2 point de PIB), mais le durcissement attendu de la politique budgétaire, avec des économies structurelles prévues de 20 milliards d'euros supplémentaires, après les 10 milliards de 2024, amputerait la croissance de -0,6 point de PIB⁶.

Sous nos hypothèses⁷, l'effet du choc énergie net des mesures budgétaires pour limiter la hausse des prix continuerait à jouer légèrement négativement (-0,2 point de PIB) sur la croissance. Cet effet est visible dans la hausse des prix à la consommation du gaz et de l'électricité, malgré le reflux des prix de marché. À l'inverse, l'amélioration des chaînes de production continuerait à produire des effets positifs sur la croissance en 2025 (0,2 point de PIB).

Dans le détail de la dynamique infra-annuelle, nous prévoyons à court terme une croissance trimestrielle respectivement de 0,1 % et

6. Cela correspond à un multiplicateur de 0,9 sur un an sur la dépense publique générique.

7. Nous faisons l'hypothèse d'un prix du baril de pétrole à 85 \$ et d'un prix du gaz TTF à 30 € le MWh en 2024 et 2025, et de la fin du bouclier électricité d'ici la fin 2025.

0,2 % aux premier et deuxième trimestres 2024. Cela résulte notamment des différentes informations conjoncturelles dont nous disposons. Le climat des affaires, bien qu'en léger redressement en mars, est resté en-dessous de sa moyenne de long terme, à un niveau proche du niveau du quatrième trimestre 2023 (graphique 2). L'indice de confiance des ménages se redresse depuis le deuxième trimestre 2023, en lien avec le reflux de l'inflation, mais reste toujours à des niveaux très bas, ce que corroborent le faible dynamisme de la consommation et un taux d'épargne élevé (toujours 3 points au-dessus de son niveau pré-Covid). Pour le premier trimestre 2024, l'acquis de croissance, à la fin février 2024, de la production manufacturière était de -0,6 % et celui de la consommation en biens des ménages de -0,2 %. Seul l'indice de production en services présentait un acquis positif (1,7 %) mais les chiffres sont ceux de janvier 2024.

Au troisième trimestre 2024, un léger pic de croissance (0,3 %) est attendu en raison de l'effet tourisme lié aux Jeux Olympiques à l'été 2024, suivi d'un reflux au quatrième trimestre (0,1 %) (tableau 3). Au-delà, nous attendons une amélioration de la dynamique de croissance, à 0,4 % par trimestre sur l'ensemble de l'année 2025.

Graphique 2. Enquêtes de conjoncture

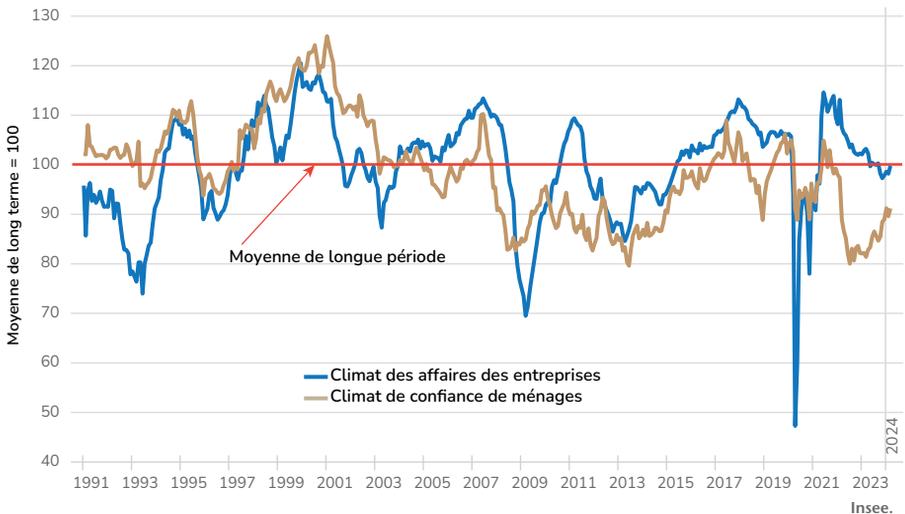


Tableau 3. Compte Emplois-Ressources pour la France

En %	2023		2024				2025				2023	2024	2025
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4	0,9	0,5	1,2
Consommation privée	0,5	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,7	0,9	1,4
Consommation APU	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,7	0,0
FBCF totale	0,2	-0,9	-0,6	-0,5	-0,3	0,0	0,2	0,3	0,4	0,5	1,1	-1,6	0,5
<i>FBCF SNF-EI</i>	<i>0,3</i>	<i>-0,9</i>	<i>-0,9</i>	<i>-0,6</i>	<i>-0,3</i>	<i>0,1</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>	<i>0,4</i>	<i>0,5</i>	<i>2,7</i>	<i>-1,7</i>	<i>0,6</i>
<i>FBCF Ménages</i>	<i>-1,1</i>	<i>-1,1</i>	<i>-1,3</i>	<i>-0,9</i>	<i>-0,6</i>	<i>-0,4</i>	<i>-0,2</i>	<i>0,1</i>	<i>0,2</i>	<i>0,3</i>	<i>-5,1</i>	<i>-4,3</i>	<i>-0,8</i>
<i>FBCF APU</i>	<i>1,6</i>	<i>0,0</i>	<i>0,6</i>	<i>0,6</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>	<i>0,4</i>	<i>0,4</i>	<i>0,4</i>	<i>4,5</i>	<i>2,3</i>	<i>1,4</i>
Exportations	-0,7	0,0	0,3	1,3	1,5	0,4	0,9	0,9	0,9	0,9	1,5	2,5	3,7
Importations	-0,4	-2,3	0,9	0,2	1,2	1,3	1,0	0,8	0,7	0,6	-0,1	0,7	3,8
Contributions													
Demande intérieure hors stocks	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,8	0,3	0,9
Variations de stocks	-0,3	-0,6	0,3	-0,2	0,1	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,3	0,4
Solde commercial	-0,1	0,8	-0,2	0,4	0,1	-0,3	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,5	0,6	-0,1

Insee, prévisions OFCE.

La croissance serait tirée par la consommation des ménages (0,9 % en 2024 et 1,4 % en 2025), soutenue par un pouvoir d'achat qui croît en 2024 et par une baisse du taux d'épargne à partir de 2025. En revanche, le retournement de l'investissement s'amplifie en 2024, marqué par une baisse de celui des entreprises (-1,7 % en 2024 après 2,7 % en 2023) mais surtout une forte contraction de celui des ménages (-4,3 % en 2024 après -5,1 % en 2023). En 2025, la croissance de l'investissement total serait faible mais positive (0,5 % en 2025 après -1,6 % en 2024).

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 (0,5 point de PIB), la contribution du commerce extérieur à la croissance continuerait d'être positive en 2024 (0,6 point de PIB), poussée par le redressement du secteur des matériels de transport, en particulier de l'aéronautique (voir Annexe 2), et par une hausse du tourisme international pendant l'été 2024 avec les Jeux Olympiques.

La demande intérieure, hors variations des stocks, serait atone en 2024 (0,3 % après 0,8 % en 2023), avant une légère amélioration en 2025 (0,9 %). En dehors des mouvements conjoncturels du premier semestre 2024 en miroir du commerce extérieur, les variations de stocks contribueraient positivement à la croissance au second semestre 2024 et début 2025 pour compenser la forte baisse de la fin d'année 2023.

3. La consommation des ménages, principale source de croissance

Inflation : retour vers la cible des 2 %

Après deux années de hausse marquée des prix à la consommation (5,2 % en 2022 et 4,9 % en 2023) 2024 est caractérisée par un fort reflux de l'inflation (tableau 4). Passant de 6,3 % au moment du pic de février 2023, à 2,3 % en mars 2024, la baisse de l'inflation est liée principalement à la décreue de l'inflation énergétique et alimentaire. Cette tendance se poursuivrait, conduisant l'inflation à renouer avec les 2 % à partir du second semestre 2024. Sur l'ensemble de l'année 2024, la hausse de l'IPC serait de 2,4 % en moyenne, les prix de l'alimentaire et de l'énergie contribuant pour 0,6 point alors que ces deux composantes (représentant environ 25 % de la pondération de l'IPC) ont contribué pour 3,1 points en 2022 et 2,4 points en 2023. En 2025, la

progression de l'IPC s'établirait à 2,2 % en moyenne annuelle, en raison du moindre dynamisme des prix hors énergie et alimentaire.

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

	Variation annuelle (en %)					Contribution à la variation annuelle (en points de %)				
	2021	2022	2023	2024	2025	2021	2022	2023	2024	2025
Alimentaire	0,6	6,8	11,8	1,7	1,8	0,1	1,1	1,9	0,3	0,3
Énergie	10,5	23,1	5,6	3,6	4,1	0,9	2,0	0,5	0,3	0,4
Autres	0,9	2,9	3,3	2,4	2,0	0,6	2,1	2,5	1,8	1,5
IPC	1,6	5,2	4,9	2,4	2,2	1,6	5,2	4,9	2,4	2,2

Insee, prévisions OFCE.

Un pouvoir d'achat qui repart à la hausse en 2024...

Après deux années de stagnation du pouvoir d'achat par unité de consommation (UC), en moyenne annuelle⁸, l'année 2024 marque le retour de gains de pouvoir d'achat pour les ménages (tableau 5). Avec une hausse de 1 % par UC, le revenu réel est tiré en 2024 par la forte revalorisation des prestations sociales en début d'année et la hausse du salaire réel, et ce malgré les pertes d'emplois attendues. Alors que le salaire moyen réel par tête a diminué de -2,4 % au cours des quatre dernières années, la baisse de l'inflation prévue en 2024 et 2025 ne se traduirait pas par une baisse équivalente de la croissance des salaires nominaux. Les salaires réels augmenteraient ainsi de 1 % en 2024 et 1,2 % en 2025, sans que cela pèse sur le taux de marge des entreprises en raison du redressement des gains de productivité.

Ainsi, en 2024, le revenu réel des ménages par UC serait 2,8 % au-dessus de son niveau de 2019 alors que le PIB par UC serait seulement 0,2 % au-dessus de son niveau de 2019. En 2025, les gains de pouvoir d'achat par UC seraient limités à 0,2 %, notamment en raison du faible dynamisme des prestations sociales et d'un fort ralentissement de la croissance des revenus du patrimoine, notamment avec la baisse des taux attendue et de moindres dividendes versés. En 2025, le PIB par UC augmenterait plus vite (0,7 %) que le RDB réel par UC, compensant partiellement le découplage observé entre ces deux variables depuis fin 2019.

8. Pour plus de détails, voir O. Jullien de Pommerol, P. Madec, M. Plane et R. Sampognaro, 2024, « De la crise Covid au choc inflationniste. Une analyse macro/micro du pouvoir d'achat en France », *OFCE Policy brief*, n° 124, février.

Tableau 5. Compte des ménages

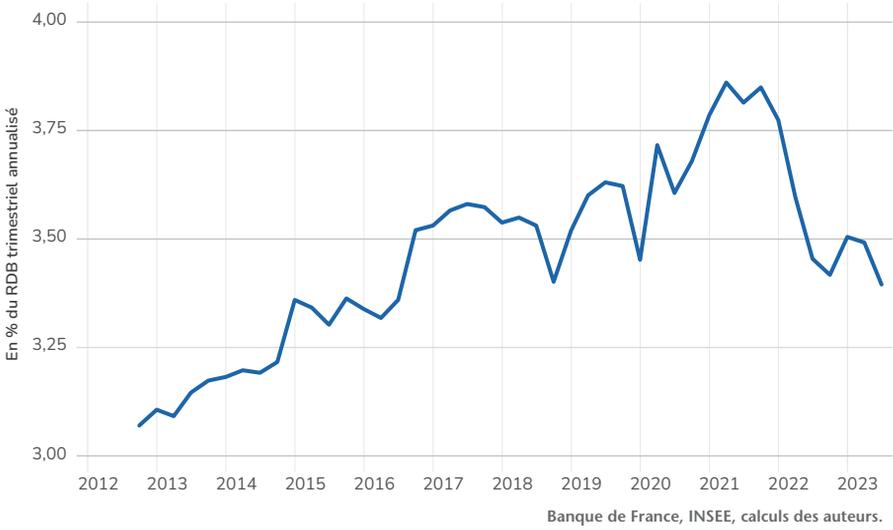
En %	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
RDB nominal	3,4	1,2	4,2	5,1	7,3	3,9	2,7
Déflateur de la consommation	0,8	0,9	1,5	4,9	6,4	2,3	2,0
IPC	1,1	0,5	1,6	5,2	4,9	2,4	2,2
RDB réel	2,6	0,3	2,6	0,2	0,8	1,5	0,7
RDB réel par UC	2,0	-0,3	2,1	-0,4	0,3	1,0	0,2
Consommation des ménages (en vol)	1,8	-6,7	5,1	2,1	0,6	0,9	1,4
Taux d'épargne (en % du RDB)	15,0	21,0	19,0	17,5	17,6	18,1	17,5
SMPT nominal	2,2	-3,7	5,0	5,6	4,4	3,3	3,2
SMPT réel (déflaté par l'IPC)	1,1	-4,1	3,4	0,3	-0,5	0,8	1,0

Insee, prévisions OFCE.

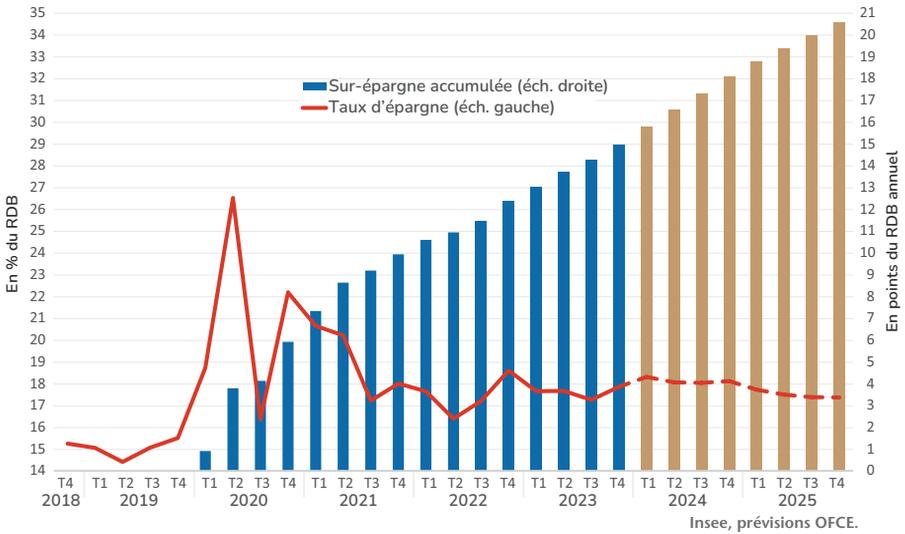
... et un taux d'épargne qui commencerait à baisser en 2025

Depuis 2020, le taux d'épargne des ménages n'est jamais revenu à son ratio moyen d'avant-crise qui se situait à 15 % du revenu disponible brut (RDB). Les ménages n'ont pas réduit leur sur-épargne pour faire face au choc inflationniste, ce qui leur aurait permis de lisser les effets de l'inflation sur leur consommation. Bien au contraire, le taux d'épargne est reparti à la hausse depuis la mi-2022, augmentant de 1,5 point de RDB et atteignant près de 18 % au dernier trimestre 2023 (graphique 4). Au cours des quatre dernières années, les ménages ont accumulé 15 points de revenu annuel en « sur-épargne », soit 240 milliards d'euros, chiffre qui ne tient pas compte de la dépréciation réelle de leur patrimoine. En effet, la valeur réelle des patrimoines a baissé depuis 2022 sous l'effet de la taxe inflationniste. Ainsi, la valeur réelle de l'encours de patrimoine financier détenu par les ménages était fin 2023 en dessous de son niveau pré-Covid de fin 2019 (graphique 3). Le supplément d'épargne qui accroît le patrimoine a été ainsi rogné par l'inflation, réduisant d'autant l'encours réel. Ainsi, si les ménages épargnent plus depuis quatre ans, le pouvoir d'achat de leur patrimoine n'est pas pour autant plus élevé, ce qui ne va pas pousser les ménages à puiser dans une sur-épargne qui a fondu avec la taxe inflationniste.

Graphique 3. Patrimoine financier des ménages



Graphique 4. Taux d'épargne des ménages et sur-épargne



Note : La sur-épargne calculée ici est uniquement comptable et se mesure par rapport au ratio de référence d'avant crise (année 2019) et ne tient pas compte pas de la valeur réelle des patrimoines et de la taxe inflationniste

Selon nos prévisions, le taux d'épargne resterait élevé en 2024 (18,1 % en moyenne), avant de se réduire. Cette prévision du taux d'épargne est cohérente avec l'évolution attendue des taux d'intérêt à court terme, des prix à la consommation, de la valeur des actifs et du taux de chômage. Un retour plus rapide au taux d'épargne d'avant crise conduirait à un scénario de croissance plus dynamique⁹ et à une inflation plus élevée.

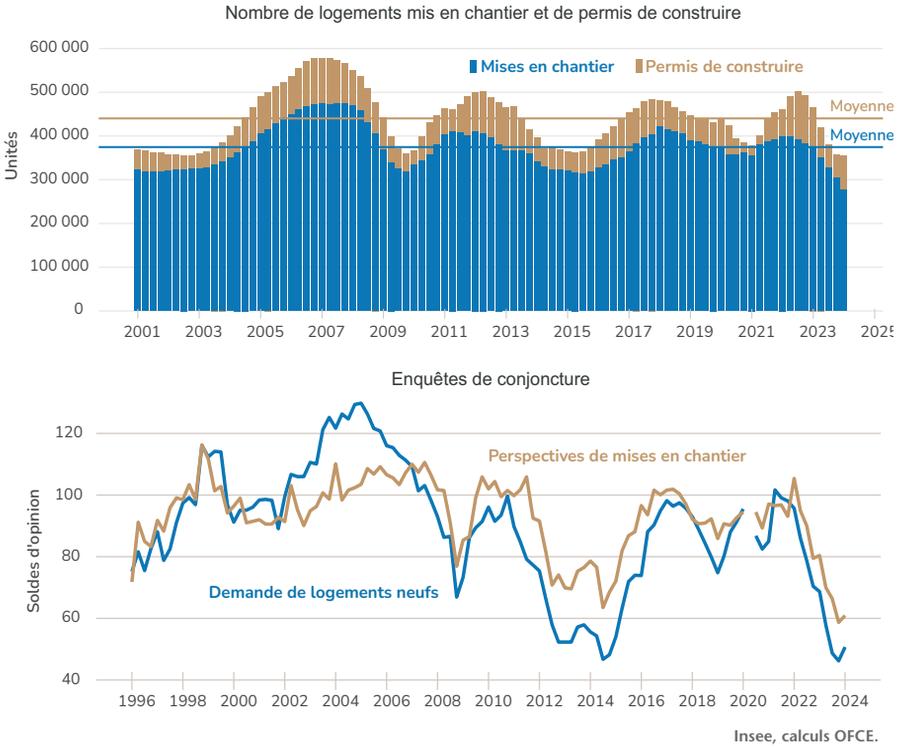
4. Quand la construction ne va pas, ...

En moyenne, depuis 2000, 440 000 logements sont autorisés à la construction et 375 000 sont mis en chantier chaque année. En 2023, 355 000 logements ont été autorisés et seuls 280 000 ont été mis en chantier soit une chute respective de 19 % et 25 %. Jamais depuis que l'on recense les mises en chantier, ces chiffres n'avaient été aussi bas (graphique 5). Selon les enquêtes de conjoncture du secteur (demande de logements neufs et perspectives de mises en chantier, qui sont des indicateurs avancés des mises en chantier à venir), cette crise de la construction neuve se poursuivrait dans les mois qui viennent.

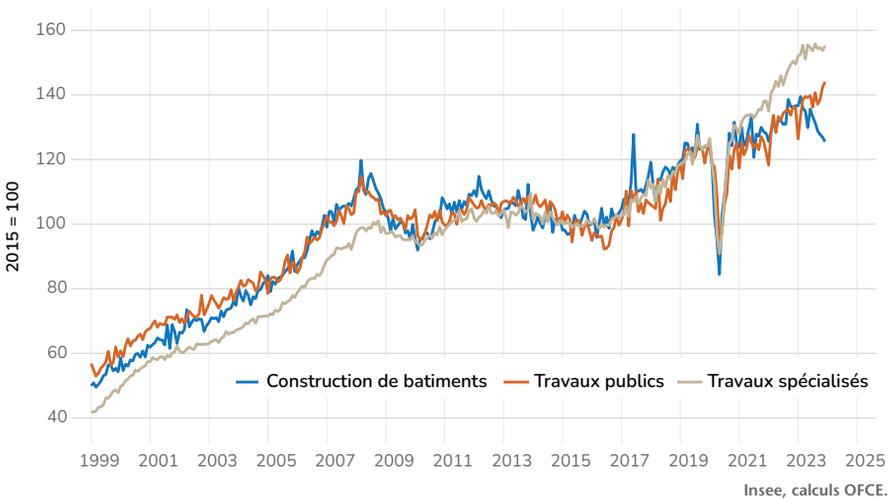
Même si l'investissement des ménages s'est fortement contracté au cours des derniers trimestres, la baisse a été bien moins forte que celle observée sur le marché de la construction neuve. Cela s'explique par le fait que la construction de logements neufs ne représente qu'un peu plus d'un tiers de l'investissement total des ménages. Historiquement, compte tenu de ces fluctuations importantes, elle expliquait près des deux tiers des évolutions de l'investissement. Dans le contexte actuel, il est possible que cette part se soit réduite au profit des travaux de rénovation. La bonne tenue du marché de la rénovation, notamment thermique, des bâtiments a continué à soutenir l'investissement des ménages, comme en témoigne l'analyse des indices de chiffres d'affaires détaillés du secteur de la construction (graphique 6) : celui de la construction de bâtiments s'est fortement contracté en 2023 mais celui des travaux spécialisés s'est maintenu. Les économies budgétaires projetées pour 2024 sur les dispositifs d'aides à la rénovation tels que MaPrimeRénov' risquent de ce point de vue de pénaliser l'investissement des ménages dans les trimestres à venir.

9. Avec une trajectoire de taux d'épargne qui serait, fin 2024, 1 point plus bas que celle de notre prévision (17 % au lieu de 18 % prévu), le taux de croissance annuel moyen serait de 0,4 point de PIB supérieur, ce qui relèverait la croissance du PIB à 0,9 % en 2024.

Graphique 5. Construction et enquêtes



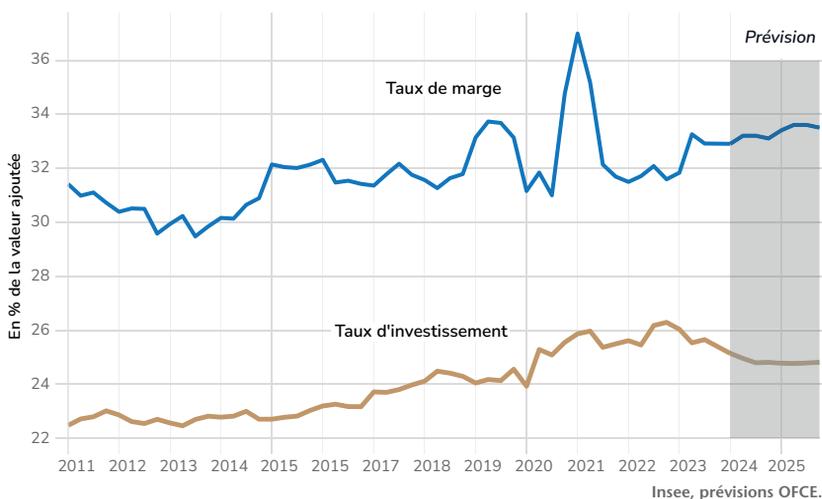
Graphique 6. Indices de chiffres d'affaires dans la construction



5. Coup d'arrêt sur l'investissement des entreprises et des ménages

Après deux années de bonnes performances en matière d'investissement et de taux de marge à la suite de la crise Covid, les entreprises ont commencé à subir le contrecoup du ralentissement de l'activité économique dans un environnement d'inflation élevée. Après avoir augmenté de 9 % entre fin 2020 et fin 2022, l'investissement des entreprises s'est contracté de 0,2 % sur l'année 2023, en glissement annuel. Ainsi, le taux d'investissement des entreprises a baissé depuis la fin 2022 mais reste à un niveau élevé à 25,4 % de la valeur ajoutée au quatrième trimestre 2023 contre 23 % en moyenne sur la période 2012-2019 (graphique 7). Malgré cette baisse entamée en 2023, le niveau d'investissement reste 8,6 % au-dessus de son niveau pré-Covid alors que le PIB s'établit à un niveau 1,9 % supérieur. Il apparaît en outre que l'ensemble des postes d'investissement ont diminué sur le dernier trimestre 2023. En particulier, les investissements en construction des sociétés non financières (SNF) continuent à se détériorer et enregistrent une baisse pour le quatrième trimestre consécutif, atteignant leur plus bas niveau depuis 2016 (hors crise Covid). Au contraire, depuis 2019 les contributions positives à la croissance ne changent pas de trimestre en trimestre et restent les investissements en technologies de l'information et des communications (8 %).

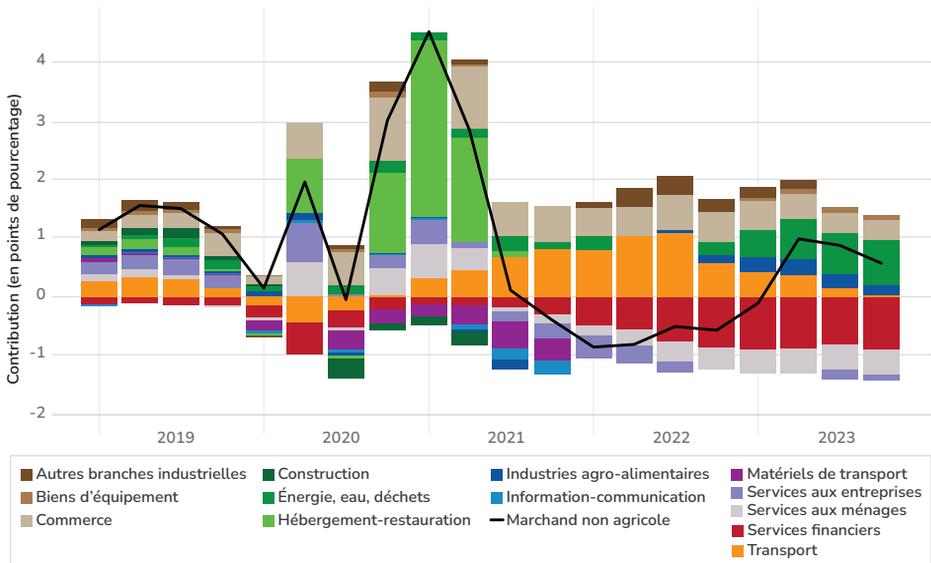
Graphique 7. Taux d'investissement et taux de marge des entreprises



Finalement, le taux d'investissement des entreprises devrait s'ajuster à la baisse en 2024 et 2025, passant de 25,1 % au premier trimestre 2024 à 24,8 % au dernier trimestre 2025, les entreprises s'ajustant à une croissance économique atone en 2024 et à une demande moins dynamique, tout en ayant les échéances de remboursement des PGE, ainsi que des taux d'intérêt de refinancement élevés.

Le taux de marge des SNF s'est maintenu en fin d'année 2023 à 32,9 % de la valeur ajoutée, un niveau supérieur à sa moyenne de long terme (31,5 %) ainsi qu'à son niveau de fin 2018 (31,8 %). Du point de vue sectoriel, l'industrie participe majoritairement à la hausse du taux de marge marchand non agricole depuis la remontée des prix de l'énergie à la fin de l'année 2021, et notamment les branches de l'énergie, eau et déchets et agroalimentaire. Au contraire, les marges se sont détériorées sur cette période pour les secteurs des services comme les services aux entreprises et aux ménages ou encore les services financiers (graphique 8). Pour 2024, le taux de marge devrait rester proche de son niveau actuel, avant d'augmenter légèrement en 2025 en raison du regain attendu de productivité et de la poursuite de la baisse des impôts sur la production.

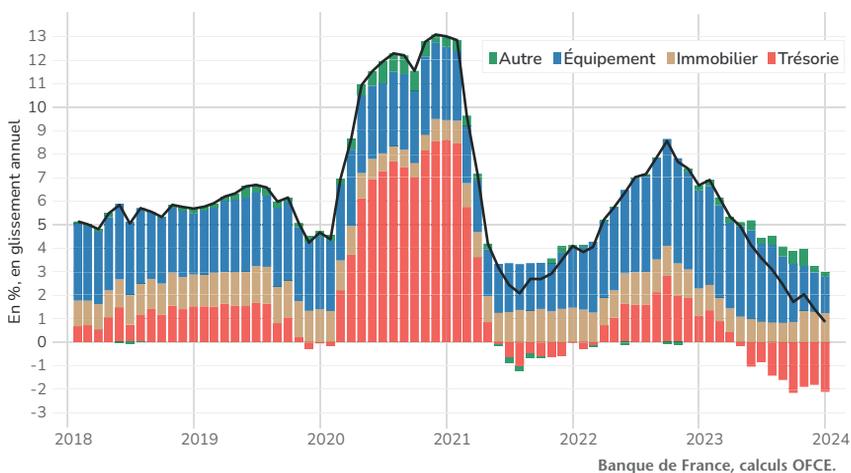
Graphique 8. Contribution à la variation taux de marge par branche depuis fin 2018



Insee, calculs OFCE.

Même si les marges des entreprises se sont améliorées, leur autofinancement – leur épargne ramenée à leur investissement – a diminué sur la deuxième partie de l'année 2023 à 87 %, soit un niveau inférieur à sa moyenne de 94 % observée de 2012 à 2019. Le fort renchérissement du coût des crédits pour les entreprises a conduit à une contraction prononcée de la croissance de nouveaux crédits. Le taux de croissance des encours totaux de crédits ralentit nettement depuis la fin 2022, et les crédits détenus par les entreprises pour trésorerie continuent à diminuer (graphique 9).

Graphique 9. Taux de croissance de l'encours de crédit des entreprises par type de crédit



Au total, l'encours de crédit de trésorerie s'est contracté de presque 10 % depuis son point haut en 2022. Son niveau reste cependant encore 32 % au-dessus de celui de janvier 2020. Cette baisse apparaît donc comme le remboursement progressif des prêts accordés post-Covid. En effet, si l'on regarde les enquêtes de l'accès au crédit de la Banque de France¹⁰, la demande de crédit pour trésorerie est redevenue « stable à un niveau bas » et celle qui reste est satisfaite par les banques à 86 % pour les PME et 90 % pour les ETI au dernier trimestre 2023. Enfin, le nombre de défaillances est pratiquement revenu à son niveau d'avant crise : elles ont atteint 57 798 en février en cumulé sur 12 mois (contre 59 342 en moyenne de 2010 à 2019)¹¹. On pourrait

10. Voir <https://www.banque-france.fr/fr/statistiques/acces-des-entreprises-au-credit-2023t4>.

11. Voir <https://www.banque-france.fr/fr/statistiques/defaillances-dentreprises-fev-2024>.

s'attendre à une correction plus forte du nombre de défaillances à l'avenir avec la hausse passée du taux d'intérêt et des dettes dans un contexte de croissance faible qui accélérerait l'effet de rattrapage à l'œuvre¹².

Sous l'effet notamment du resserrement brutal des conditions de crédits, l'investissement des ménages s'est fortement contracté. Au cours des deux dernières années, ce dernier a amputé le PIB de 0,5 point. À long terme, l'investissement des ménages est principalement déterminé par le revenu disponible réel des ménages. À court terme, il est largement soutenu par les dynamiques de l'emploi, des prix immobiliers et des taux d'intérêt. D'ici à 2025, les destructions d'emplois inscrites dans notre scénario pour 2024, associées à la poursuite des effets passés de la remontée des taux d'intérêt et à la baisse des prix immobiliers, contribueront encore à la baisse 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, bien que des incertitudes existent quant à la traduction des annonces récentes sur le logement intermédiaire. Nous anticipons que l'investissement des ménages baisserait de 4,3 % en 2024 (après -5,1 % en 2023 et -1,3 % en 2022). En 2025, la stabilité du pouvoir d'achat et la relative atonie du marché du travail devraient continuer à peser sur l'investissement des ménages, et ce malgré la baisse anticipée des taux d'intérêt. Malgré les incertitudes qui existent quant à la dynamique des prix immobiliers et son impact sur l'investissement des ménages, nous anticipons une légère baisse de l'investissement des ménages en 2025 (-0,8 %).

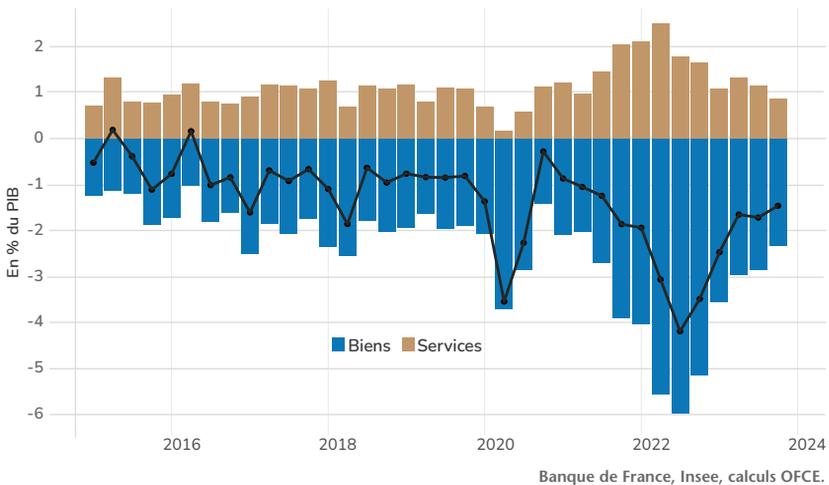
6. Le commerce extérieur continuerait à tirer la croissance en 2024

Le commerce extérieur a été un sérieux frein à la croissance entre 2020 et 2022 avec une contribution négative cumulée de 1,8 point de PIB sur les trois années. La crise Covid a été marquée par des pertes significatives de parts de marché. En volume, les exportations ont tout juste retrouvé en 2023 leur niveau de 2019, alors que la demande

12. Voir <https://www.banque-france.fr/fr/publications-et-statistiques/publications/enquete-mensuelle-de-conjoncture-debut-mars-2024>.

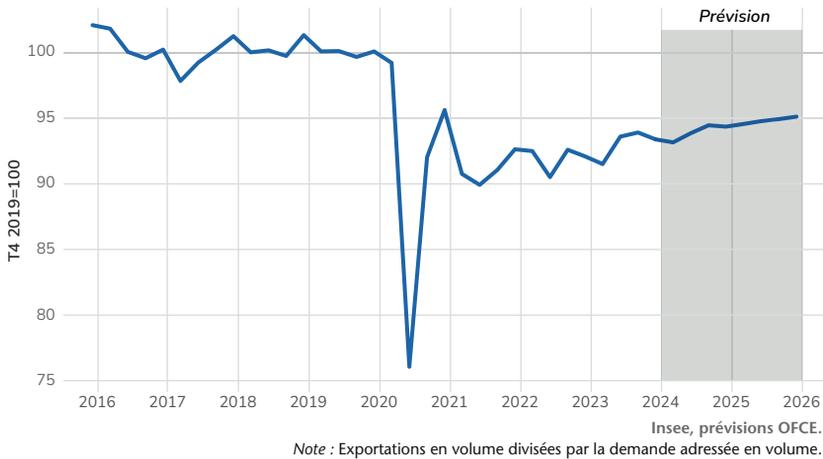
adressée à l'économie française progressait dans le même temps de 8 % selon nos calculs. La croissance des importations (+3,7 % en volume entre 2019 et 2022) a été plus forte que celle du PIB (0,7 % sur la période). Avec la dégradation des termes de l'échange à la suite du choc énergétique en 2022, ces contre-performances expliquent en partie la dégradation du solde des biens et services de la balance des paiements avec un déficit record de plus de 4 % du PIB atteint courant 2022 (graphique 10). Il convient cependant de rappeler que le constat d'une dégradation des termes de l'échange, valable en 2022, n'est plus d'actualité fin 2023 où les déflateurs des exportations et des importations ont tous deux progressé de 17 % depuis fin 2019.

Graphique 10. Solde de la balance des biens et services



Les parts de marché perdues ont été partiellement récupérées en 2023. Les exportations ont progressé de 1,5 % en volume tandis que les importations sont restées au même niveau, soit une contribution positive du commerce extérieur de 0,5 point à la croissance du PIB sur l'année. La performance des exportations est d'autant plus notable que la demande adressée a été particulièrement atone, seulement 0,2 % de croissance en moyenne annuelle, en raison notamment d'une baisse des importations allemandes et américaines (respectivement -3 % et -1,7 %). La France a ainsi regagné en 2023 une partie des parts de marché perdues pendant la crise Covid (graphique 11).

Graphique 11. Parts de marché à l'exportation de l'économie française



Cette trajectoire des parts de marché françaises s'explique en grande partie par la dynamique des matériels de transport, qui incluent l'aéronautique et l'automobile. Les exportations de matériel de transport, qui représentaient 16 % des exportations totales et environ 5 % du PIB en 2019, ont chuté de 33 % en 2020 et n'ont connu depuis qu'une reprise assez lente. En 2022, elles restaient encore inférieures de 22 % en volume au niveau moyen de 2019. Les exportations aéronautiques qui représentent un peu plus de la moitié de celles du secteur ont été particulièrement pénalisées par l'effondrement du trafic aérien au cours de la pandémie. La reprise des exportations de matériels de transport a continué en 2023 avec une croissance de 6,6 %, soit l'essentiel de la croissance totale des exportations en volume sur l'année. Au quatrième trimestre, les exportations de matériel de transport demeurent cependant toujours inférieures de 18 % à leur niveau moyen de 2019.

Nous anticipons que la reprise des exportations de matériels de transport devrait continuer, voire s'accélérer en 2024 et en 2025, avec des perspectives particulièrement positives pour l'industrie aéronautique. Nous anticipons également une reprise de la demande adressée à la France après la très mauvaise année 2023. Elle progresserait de 1,5 % en 2024 et de 2,5 % en 2025. Enfin nous intégrons un effet « Jeux Olympiques » sur les exportations de services touristiques, d'où un très bon troisième trimestre mais un contrecoup négatif au trimestre suivant. Ces différents éléments nous conduisent à prévoir

une croissance des exportations de 2,5 % en 2024 et de 3,5 % en 2025. Les importations rebondiraient en 2024 en lien avec une reconstitution des stocks de matières premières par les industriels mais ne progresseraient que de 0,7 % en moyenne annuelle en raison d'un acquis très faible. Le rebond continuerait en 2025 où les importations croîtraient de 3,8 % et seraient ainsi significativement plus dynamiques que le PIB, comme cela a été souvent le cas dans un passé récent (9 années sur 10 entre 2010 et 2020). Elles pourraient cependant être pénalisées par la croissance faible ou modérée que nous prévoyions en 2024 et 2025, les importations étant historiquement plus volatiles que le PIB, ou par la fin de la tendance à la hausse du taux de pénétration. Dans ce cas, il s'agirait d'un aléa à la hausse sur la croissance économique en 2025.

Encadré 1. Vers un rebond de l'industrie aéronautique

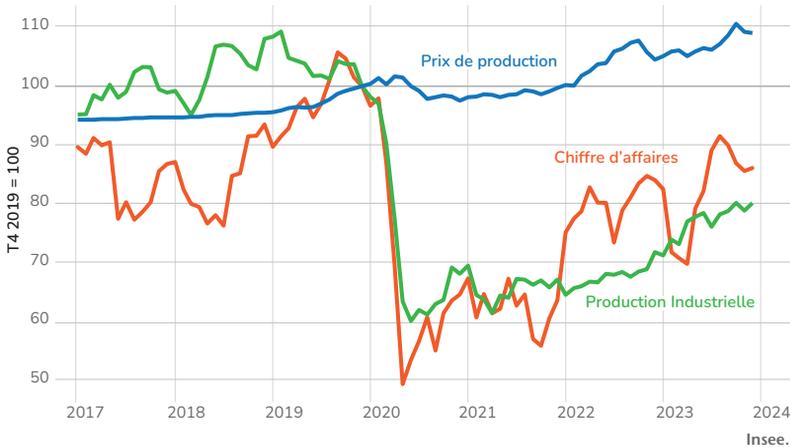
Le secteur aéronautique est un secteur important pour l'économie française. Les exportations aéronautiques représentaient un peu moins de 10 % du total des exportations françaises en 2019, soit environ 3 % du PIB. Cette production de matériel aéronautique inclut à la fois la valeur ajoutée propre du secteur de l'ordre de 20 milliards d'euros, soit de l'ordre de 1 % du PIB, et de nombreuses consommations intermédiaires en produits d'autres secteurs. Elle a été l'un des secteurs les plus dynamiques de l'économie française durant la décennie 2010-2019 avec une progression de la production de 60 % en volume sur la période.

Cette dynamique a été violemment interrompue par la pandémie et la baisse du trafic aérien qui en a été l'une des conséquences. Faute de revenus, les compagnies aériennes ont reporté les achats de nouveaux appareils. Le chiffre d'affaires et la production se sont effondrés de 40 % entre fin 2019 et début 2020 (graphique 12). La reprise depuis cette chute s'est avérée assez lente, notamment en termes de volume de production. Au quatrième trimestre 2023, l'indice de production industrielle était encore 20 % en dessous de son niveau moyen du quatrième trimestre 2019. La demande ne s'est en effet redressée qu'à partir de 2022 et le secteur a également dû faire face à des problèmes d'offre¹³ (difficultés de recrutement et d'approvisionnement). Grâce à des prix relativement dynamiques (9 % depuis décembre 2019), l'indice de chiffre d'affaires se portait un peu mieux avec une chute de « seulement » 15 % par rapport au niveau pré-Covid. Aux difficultés communes à l'ensemble du secteur s'est ajoutée pour la

13. Voir sur ce sujet, G. Roulleau, 2024, « L'activité aéronautique en France, toujours en deçà de son niveau d'avant-crise, pourrait redécoller en 2024 », in « La reprise se fait attendre », Note de conjoncture de l'INSEE, mars, p. 7, <https://www.insee.fr/fr/statistiques/7943884?sommaire=7943944>.

France une spécialisation défavorable, le marché des gros porteurs (A330, A350) ayant davantage souffert que le marché des avions monocouloirs (famille A320) assemblés majoritairement en Allemagne.

Graphique 12. Indices d'activité de l'aéronautique



Insee.
Indices de chiffre d'affaires des autres matériel de transport (NAF2 30), moyenne sur les 3 derniers mois.
Indice de production Industrielle de l'aéronautique (NAF2, 30-3), moyenne sur les 3 derniers mois.
Indice des prix de production industrielle des autres matériels de transport.

Le redressement du secteur devrait se poursuivre en 2024 et 2025 et pourrait même s'accélérer. Les éléments fournis par les grandes entreprises du secteur début 2024 sont en effet très positifs. Airbus a enregistré des niveaux de commande exceptionnels en 2023 avec 2 094 commandes d'appareils contre 768 en 2019, portant son carnet à 8 600 appareils contre 7 482 en 2019. Airbus prévoit de livrer 800 avions en 2024, soit une augmentation de 10 % par rapport aux 735 appareils livrés en 2023. Les livraisons prévues resteraient toutefois inférieures à leur niveau de 2019 (863 unités livrées) et ne reflètent donc encore que très partiellement la dynamique du carnet de commande. Les activités françaises d'Airbus pourraient de plus bénéficier de l'ouverture d'une nouvelle ligne de production dédiée aux avions monocouloirs. Le motoriste Safran parie lui sur une hausse de 20 % de son chiffre d'affaires en 2024, portée par le succès commercial du moteur LEAP. Ces éléments nous conduisent donc à être positifs concernant la croissance de la production et des exportations françaises de matériel aéronautique en 2024 et 2025. Nous anticipons une croissance comprise entre 10 et 15 %, qui devrait se traduire par une croissance des exportations totales supérieure d'environ 1 % à celle de la demande adressée, participant au redressement des parts de marché à l'exportation (voir graphique 11).

7. Le plein emploi s'éloigne

En 2022, la dynamique de rebond de l'emploi entamée en 2021 à la suite de la crise sanitaire, s'est poursuivie avec 545 000 créations nettes en glissement annuel (1,5 %). En 2023, l'économie a continué de créer des emplois, à un rythme plus mesuré toutefois (0,5 % en moyenne par trimestre en 2022 contre 0,2 % par trimestre en 2023). Finalement, on observe 208 000 créations nettes d'emploi au dernier trimestre 2023 par rapport à l'année précédente (0,7 %).

Entre fin 2019 et fin 2023, dans le secteur marchand non agricole, l'emploi salarié a progressé de 6,5 % (7,4 % pour les heures travaillées) alors que la valeur ajoutée marchande n'a crû que de 2,2 %, révélant des pertes de productivité du travail importantes. Ainsi, la productivité horaire se situe près de 5 % en deçà de son niveau pré-Covid (fin 2019). Si l'on compare le niveau actuel de la productivité horaire et son niveau tendanciel pré-Covid (0,85 % par an), alors le constat se trouve encore plus dégradé : l'écart est de 9,4 %. Selon nos évaluations, ces pertes sont imputables pour les deux tiers à l'accroissement des effectifs d'apprentis, aux soutiens publics apportés aux entreprises depuis la crise de la Covid, à la baisse du coût réel du travail et, dans une bien moindre mesure, aux baisses passées de la durée du travail et du taux de chômage¹⁴.

La baisse des soutiens publics aux entreprises liée à la sortie du « quoi qu'il en coûte » et le retour de la durée du travail à son niveau de 2019 devrait conduire à rattraper une petite partie des pertes de productivité observées. Associé à la baisse des emplois aidés (-15 000 en 2024), hors apprentis, et au tassement de la croissance, l'emploi salarié se contracterait en 2024 avant de retrouver une dynamique positive. Nous prévoyons une stabilisation du nombre d'entrées en apprentissage (852 000) par rapport à 2023 et la création de 5 600 emplois « apprentis » en 2024. Sur la base notamment des enquêtes de conjoncture, notamment le climat de l'emploi, nous anticipons la destruction de 52 000 emplois salariés sur la première moitié de l'année 2024. L'emploi total marchand diminuerait de 115 000 en glissement annuel en fin d'année 2024 (tableau 6), l'augmentation de l'emploi des non-salariés ne permettant pas de compenser la baisse des emplois salariés.

14. Voir la méthodologie dans É. 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 (2023/1).

Tableau 6. Évolution du marché du travail

En milliers	Variation (T/T-1)				Variation (T/T-4)		
	2024				2023	2024	2025
	T1	T2	T3	T4			
Emploi salarié	-30	-22	8	-71	157	-115	69
Marchand	-40	-32	5	-74	99	-138	55
Non marchand	10	10	3	3	47	26	13
Emploi non salarié	5	5	5	5	131	20	36
Emploi total	-24	-17	13	-64	208	-92	104
<i>Variation en %</i>	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,7	-0,3	0,3
Taux de chômage*	7,7	7,8	7,9	8,2	7,5	8,2	8,1
Population active (en %)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,8	0,4	0,3
<i>Dont réforme retraite de 2023</i>						0,3	0,3

Insee, Dares, prévisions OFCE.

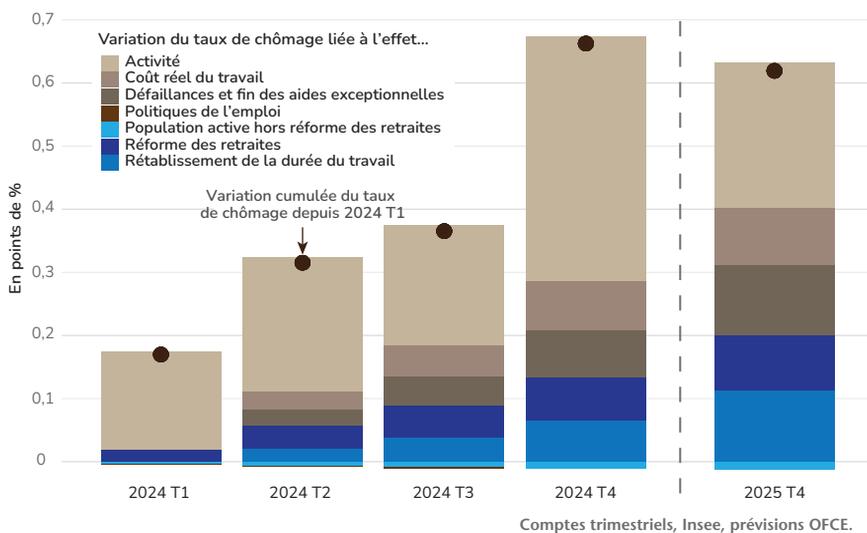
* En %, en fin de période.

Cet ajustement sur l'emploi serait cependant insuffisant pour fermer le cycle de productivité qui tient compte de l'évolution historique de la tendance de productivité (0,85 % par an). En 2025, le dynamisme anticipé de l'activité soutiendrait les créations d'emplois (104 000), même si celles-ci seraient limitées par l'atténuation des effets du soutien public (PGE) apporté depuis 2020. À l'horizon de notre prévision à 2025, seul un sixième des pertes de productivité enregistrées depuis le début de la crise (par rapport à la tendance) serait ainsi rattrapé.

Stable par rapport au troisième trimestre 2023, le taux de chômage s'est accru de 0,4 point sur l'ensemble de l'année pour atteindre 7,5 % de la population active au quatrième trimestre 2023. Cette hausse devrait se poursuivre jusqu'à la fin de l'année avant de relativement se stabiliser à l'horizon de notre prévision. Le taux de chômage atteindrait 8,2 % fin 2024 puis 8,1 % fin 2025, soit proche de son niveau de début 2021. Cette prévision intègre les dernières projections de population active de l'Insee faisant suite à l'entrée en vigueur, en septembre 2023, 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 0,7 % sur deux ans de la population active, soit une hausse de près de 230 000 du nombre d'actifs sur la période 2024-2025 par rapport aux projections précédant la réforme des retraites.

Nous faisons 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 disponibles¹⁵. Le graphique 13 illustre les effets des différentes évolutions de variables ou de mesures sur le taux de chômage. La Loi pour le plein emploi, si elle venait à modifier le comportement des personnes interrogées par l'enquête Emploi pourrait avoir un impact sur le nombre d'individus considérés au chômage et par conséquent sur le taux de chômage (voir encadré 2).

Graphique 13. Contributions cumulées des « effets » à la variation du taux de chômage de début 2024 à fin 2025 (par rapport à la situation de fin 2023)



15. Voir A. Marino et P. Meinzel (dir), 2023, *Les retraités et les retraites. Édition 2023*, Paris, Direction de la recherche, des études, de l'évaluation et des statistiques.

Encadré 2. Effet de la réforme du RSA sur les chiffres du chômage

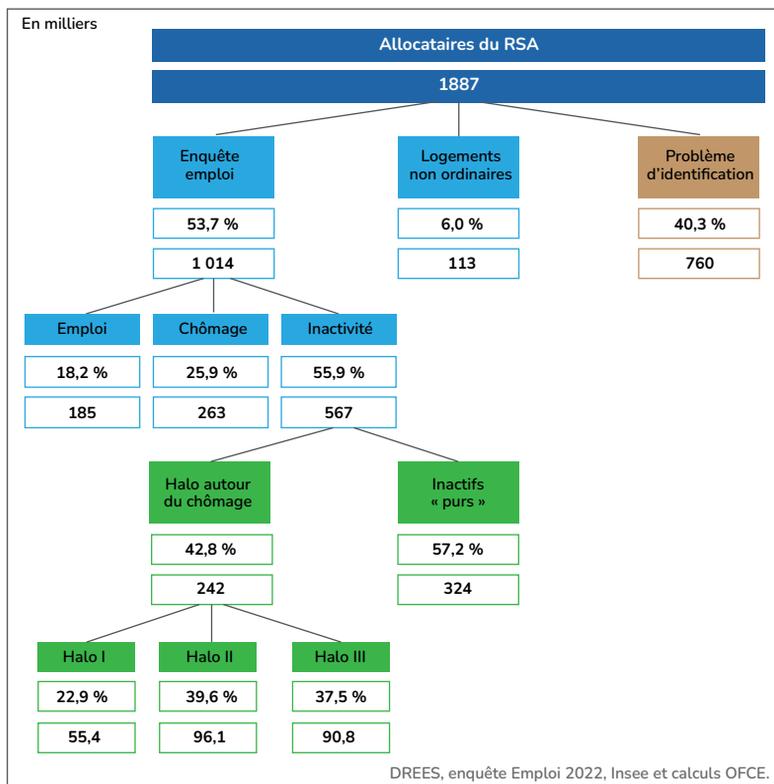
Parmi les différents volets de la Loi pour le plein emploi du 18 décembre 2023, on trouve une inscription automatique à France Travail de toute personne faisant une demande d'allocation et sa ou son conjoint(e). On y retrouve une modification des conditions d'exigibilité au versement du RSA. Celui-ci sera versé conditionnellement à la réalisation de 15 heures d'activité hebdomadaire en moyenne pendant un mois, avec pour objectif de favoriser la réinsertion sur le marché du travail. En phase de test dans 18 territoires depuis début 2023, puis 47 depuis début mars 2024, la mesure sera effective au plus tard en janvier 2025. La situation personnelle et familiale de l'allocataire sera étudiée et pourra donner lieu à une réduction ou exemption des heures d'activité obligatoires (filière dite « sociale »). Dans une optique purement comptable, nous nous intéressons à l'impact de la réforme sur les chiffres du chômage. Ce qui suit repose sur de nombreuses hypothèses de comportements individuels, si bien que les chiffres indiqués offrent un ordre de grandeur et ne constituent pas une évaluation *stricto sensu*. Aujourd'hui, le nombre de chômeurs est appréhendé de deux façons en France : une première, à travers le nombre d'inscrits sur les listes de France Travail, ce sont les demandeurs d'emploi en fin de mois (DEFM) en catégorie A, et une seconde, par le chômage au sens du BIT, donné par l'Insee via les réponses à l'enquête Emploi en continu (EEC). Nous nous concentrerons ici sur la seconde.

Entre 0,1 et 1,2 point sur le taux de chômage en cas de changement de comportement

Dans l'enquête Emploi 2022, on retrouve près de 1 million d'individus percevant le RSA tandis que les données de la DREES (collectées auprès de la CNAF et la MSA) indiquent environ 1,9 million d'allocataires du RSA (ARSA par la suite). Cet écart de moitié peut être en partie expliqué par le fait que 6 % des ARSA habitent dans des logements non ordinaires¹⁶ et ceux-ci ne sont pas couverts par l'enquête Emploi, soit 113 000 individus (graphique 14). On explique les 760 000 restants par un problème d'identification des ARSA dans l'EEC (sous-déclaration, Mayotte exclu de l'enquête Emploi, etc.). La réforme du RSA et l'intensité de la coercition sur les 15 heures d'activités peuvent modifier les comportements des personnes interrogées et en particulier leur façon de répondre au questionnaire de l'enquête Emploi. L'ampleur de son impact sur le chômage au sens du BIT demeure très incertaine, puisque nous faisons des hypothèses à partir de la photographie donnée par l'enquête Emploi en 2022, et nous évaluons le plus simplement possible l'impact sur le taux de chômage (tableau 7).

16. Un logement ordinaire est défini par opposition à un logement offrant des services spécifiques (résidences pour personnes âgées, pour étudiants, de tourisme, à vocation sociale, pour personnes handicapées, couvents, prisons, etc.). Voir P.-Y. Cabannes et M. Chevalier (dir.), 2023, *Minima sociaux et prestations sociales. Ménages aux revenus modestes et redistribution*. Édition 2023, Paris, Direction de la recherche, des études, de l'évaluation et des statistiques.

Graphique 14. Où sont les allocataires du RSA dans l'enquête Emploi en 2022 ?



Intéressons-nous aux ARSA identifiés dans l'EEC, parmi lesquels on retrouve 44,1 % (18,2 % dans l'emploi et 25,9 % au chômage) en activité contre 55,9 % dans l'inactivité. Il est certain que la réforme peut permettre un retour à l'emploi de chômeurs allocataires et ainsi modifier le partage emploi/chômage, mais les résultats de l'expérimentation engagée en 2023 tels que diffusés ne permettent pas une estimation de cet effet. C'est sur le stock de personnes considérées dans l'inactivité que nous nous concentrons donc. Sont regroupés dans l'inactivité les *inactifs purs*, c'est-à-dire les individus ne cherchant pas d'emploi, et les individus constituant ce que l'on appelle le *halo autour du chômage*. Sont concernés tous les individus sans emploi qui ont fait une recherche active d'emploi mais ne sont pas disponibles dans les deux semaines (*halo I*) ; ceux qui n'ont pas recherché activement un emploi tout en étant disponibles dans les deux semaines suivant la semaine de référence (*halo II*) ; et enfin, les individus n'ayant pas recherché d'emploi dans le mois précédent, non disponibles pour travailler dans les deux semaines, mais souhaitant toutefois travailler (*halo III*).

Selon les données de l'enquête Emploi pour l'année 2022, 1,86 million de personnes se trouvent dans le halo autour du chômage, et près de 13 % d'entre elles perçoivent le RSA (soit 242 000 individus). Si toutes ces personnes indiquaient être disponibles pour travailler (pour les *halo I* et *halo III*) et cherchait activement un emploi (pour les *halo II* et *halo III*), mais ne parvenait pas à trouver un emploi, alors elles seraient considérées comme au chômage selon la définition du BIT. Cela entraînerait une augmentation du taux de chômage de 0,7 point¹⁷. En revanche, l'incidence sur le taux de chômage serait alors de 0,4 point à structure de l'enquête Emploi de 2022¹⁸. Si tous les allocataires du RSA étaient identifiés dans l'Enquête Emploi et que la structure de l'emploi restait inchangée, l'effet sur le taux de chômage serait de 0,5 point.

Tableau 7. Effets potentiels de la réforme sur le taux de chômage au sens du BIT

Hypothèses	Impact sur le taux de chômage (en point)
Effet maximum : tous au chômage	
Halo I, II et III	0,7
Halo I	0,2
Halo II	0,3
Halo III	0,3
Effet à structure de l'enquête Emploi en continu*	
Halo I, II et III	0,4
Halo I	0,1
Halo II	0,2
Halo III	0,2
Les non-identifiés par l'EEC sont désormais identifiés**	0,5

Calculs OFCE.

* Selon le partage emploi/chômage de l'enquête Emploi en 2022 pour les ARSA.

** C'est-à-dire ceux dans l'enquête Emploi et ceux étant dans les logements non ordinaires.

Champ : France entière.

17. Autrement dit, dans cette hypothèse, les personnes incluses dans le halo du chômage (I, II et III), au nombre de 242 000, seraient comptabilisées comme chômeuses. Si le nombre de chômeurs et la population active sont augmentés de 242 000, le taux de chômage augmente de 0,7 point.

18. Sous cette hypothèse, on considère que les 242 000 se partagent entre emploi et chômage selon la clé de répartition suivante : RSA en emploi : $(185 + 185 / (185 + 263)) * 242 = 285$ et RSA au chômage : $(263 + 263 / (185 + 263)) * 242 = 405$. Si l'on augmente le nombre de chômeurs de $(405 - 263) = 142$ et la population active de $(450 - 263) + (285 - 185) = 242$, alors le taux de chômage n'augmente plus que de 0,4 point.

Emploi aidés, mauvaise chute

Alors que la crise sanitaire s'éloignait et que le marché du travail faisait preuve d'un dynamisme inconnu depuis longtemps, la politique d'aides publiques à l'emploi est demeurée très accommodante. Ce n'est qu'à partir du second semestre 2021 que le retrait de certains dispositifs spécifiques à la crise sanitaire¹⁹ s'est matérialisé, et il a fallu attendre le second semestre 2022 pour que le nombre d'emplois aidés²⁰ ne commence à refluer (graphique 15). Cette mise en cohérence avec la situation conjoncturelle n'a cependant été que très partielle : d'une part les aides à l'alternance (notamment l'apprentissage) ont été maintenues à haut niveau sans ciblage sur les publics les plus fragiles ; d'autre part le nombre de bénéficiaires de contrats aidés n'est jamais revenu en deçà de son niveau de 2019 alors que l'emploi a beaucoup crû entre temps (graphique 15) ; enfin, les dispositifs d'accompagnement renforcé ont été portés et maintenus à haut niveau²¹.

Malgré quelques ajustements, la politique de l'emploi est donc demeurée nettement procyclique. La loi de finances 2024 prévoyait une très forte réduction des crédits alloués aux contrats aidés dont le nombre est limité par l'enveloppe (-312 millions d'euros par rapport à 2023, soit -32 % en « autorisations d'engagement », c'est-à-dire pour les nouveaux contrats signés en cours d'année 2024), mais demeurait plutôt allante sur les autres postes, dont ceux à « guichet ouvert » (dispositifs pour lesquels le nombre d'entrants n'est pas contraint mais suit la demande, tels les contrats d'apprentissage). Au total, l'apprentissage a contribué à créer 28 000 emplois en 2023, mais les autres dispositifs ont contribué à détruire -5 700 postes, soit un solde net de 22 300 emplois attribuables à la politique de l'emploi (tableau 8).

19. Aide à l'embauche des jeunes (AEJ).

20. Dans l'ensemble formé par les emplois aidés, les « contrats aidés » désignent des supports contractuels spécifiques, subventionnés, destinés à l'insertion des personnes les plus éloignées de l'emploi : parcours emploi compétences (PEC, pour les employeurs publics), contrat initiative emploi (CIE, pour les employeurs privés), emplois francs pour les employeurs publics embauchant un chômeur résidant dans un quartier prioritaire de la politique de la ville. Ces publics éloignés de l'emploi ont également accès à un accompagnement et un emploi dans les structures d'insertion par l'activité économique (IAE), emplois assortis d'une subvention (« aides au postes »), mais fondés sur des contrats de travail de droit commun, ce qui les distingue des « contrats aidés ». Tous ces dispositifs sont contingentés, « à guichet fermé », au contraire des trois autres formes d'emplois aidés – contrat d'apprentissage, contrat de professionnalisation, aide aux créateurs et repreneur d'entreprise (ACRE) – qui sont « à guichet ouvert », donc non contingentés et assimilables à un droit.

21. Garantie jeunes puis contrat d'engagement jeune (CEJ). Traditionnellement ces dispositifs ne sont pas comptabilisés avec les emplois aidés, ce qui peut être discuté dans la mesure où les bénéficiaires peuvent être « mis en situation professionnelle » et bénéficier d'un revenu. On comptait jusqu'à 230 000 jeunes accompagnés en juillet 2022, 193 000 fin novembre 2023.

Comme nous l'avons anticipé dans nos précédentes prévisions, cette stratégie atypique a un prix : la politique de l'emploi se trouve aujourd'hui en porte-à-faux entre un marché du travail qui ralentit et nécessiterait une hausse des crédits alloués aux emplois aidés, et la contrainte budgétaire qui se durcit d'autant plus que le budget 2024 était construit sur des hypothèses de croissance trop élevées. En 2024, les 5 700 emplois que créerait encore l'apprentissage ne compenseraient pas les -15 500 pertes d'emplois engendrées par la baisse des moyens alloués aux autres dispositifs (et ce avant passage du rabot budgétaire).

Tableau 8. Bénéficiaires d'emplois aidés et effets sur l'emploi

Milliers de personnes	Stock au 31-12			Variation du stock		Effet emploi	
	2022	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Parcours emploi compétences	51,9	46,8	40,7	-5,1	-6,1	-2,6	-3,0
Contrat initiative emploi	21,8	16,8	6,4	-4,9	-10,3	-0,5	-1,0
Emplois francs	49,3	50,1	39,1	+0,8	-10,9	+0,1	-2,0
Insertion par l'activité économique	144,9	146,7	140,7	+1,8	-6,0	+1,1	-3,8
Aide aux créateurs d'entreprise	346,7	346,7	346,7	—	—	—	—
Contrat d'apprentissage	973,3	1 020,0	1 029,3	+46,7	+9,4	+28,0	+5,6
Contrat de professionnalisation	97,8	91,2	81,5	-6,6	-9,7	-3,9	-5,8
Total	1 685,7	1 718,4	1 684,6	+32,7	-33,8	+22,3	-10,1

Dares (PoEm), PLF 2024, prévision OFCE printemps 2024, calculs de l'auteur.

L'apprentissage envers et contre tout

En 2023, l'apprentissage a encore été le fer de lance de la politique de l'emploi. Les 852 000 contrats signés effacent le record de 2022 (836 000), mais restent encore loin de l'objectif de 1 million d'entrées par an fixé par le Président. Le stock d'apprentis en cours de contrat a encore progressé de 46 700, dont 45 100 dans le secteur marchand où ces contrats représentent la moitié des emplois salariés créés au cours de l'année (91 000). Compte tenu des effets de substitution particulièrement forts qu'engendrent les aides actuellement associées à ce dispositif²², la contribution nette à l'emploi marchand aurait été de

22. Coquet B., 2023, « Apprentissage : un bilan des années folles », *OFCE Policy brief*, n° 117.

l'ordre de 28 000 en 2023. Mais la progression des entrées a fortement ralenti au cours de l'année 2023, pour s'établir à 1,9 %, contre 38,1 % en 2022 et 14,1 % en 2023. La réduction de l'aide unique de 8 000 à 6 000 euros pour les apprentis majeurs semble avoir pesé sur le rythme des entrées dans l'enseignement supérieur, formations qui malgré tout captent 80 % des entrées supplémentaires (11 400 sur 15 800) ; en revanche la hausse de 5 000 à 6 000 euros de l'aide unique pour les mineurs n'a pas entraîné de rebond des entrées d'apprentis préparant un diplôme de l'enseignement secondaire (3 600).

Nous prévoyons une stabilisation du nombre d'entrées en apprentissage (852 000), bien en deçà de la prévision gouvernementale de 901 000 entrées que nous avons retenue à l'automne dernier. Cette hypothèse est optimiste : d'une part, le taux de croissance des entrées a ralenti ; d'autre part, les entrées en apprentissage sont traditionnellement en phase avec la conjoncture de l'emploi salarié, qui lui-même se contracterait en 2024. Malgré tout, dans ces conditions, l'apprentissage contribuerait encore à la création de 5 600 emplois en 2024 ; mais un repli – même faible – des nouvelles entrées pourrait aisément faire basculer cette contribution dans le rouge.

Dans le champ de l'alternance, les 115 800 entrées en contrat de professionnalisation marquent une nouvelle baisse de -3 000 par rapport à 2022. Cette tendance se poursuivrait en 2024 dans des proportions comparables (-6 000), sous le double effet de la concurrence persistante de l'apprentissage et de la conjoncture dégradée. Le stock de bénéficiaires baisserait de -9 700, entraînant la destruction de près de -5 800 emplois en 2024.

Forte baisse des contrats d'insertion des personnes éloignées de l'emploi

Si les crédits votés pour les contrats aidés en 2023 étaient encore procycliques, il en a été tout autrement en réalité. Les PEC étaient dotés de 530 millions d'euros d'autorisations d'engagement en LFI 2023 (pour environ 80 000 contrats), 13 % de plus qu'en 2022 : mais avec seulement 62 900 nouveaux contrats conclus en 2023, les PEC ont entraîné la destruction de -2 600 emplois. À caractéristiques constantes des contrats, ces entrées auraient donc engagé seulement 417 millions d'euros²³. En 2024, l'enveloppe budgétaire réduite à 331 millions va encore plus loin : -37 % par rapport à la LFI 2023 et -21 % par rapport

23. Sans tenir compte de la hausse du SMIC de 6,7 % en moyenne annuelle qui ne pèse pas homothétiquement car le profil des entrées est très différent en 2023 de ce qu'il était en 2022.

à la réalisation, manifestant un freinage très brutal. Pourtant le gouvernement programme presque autant de PEC en 2024 que l'année précédente (61 000, soit seulement -5,6 %). Pour parvenir à un tel résultat, les caractéristiques des contrats sont dégradées : pour 2024 leur durée totale est réduite de 11 à 9,9 mois (-10 %) et de 26 à 25 heures de travail hebdomadaires (-4 %). Sur ces bases, les PEC contribueraient à nouveau négativement à l'emploi salarié en 2024 (-3 000).

Les CIE ont eux aussi subi des amputations régulières et sévères : après un pic atteint en début d'année 2022, l'exercice s'était clos avec 50 000 entrées (-37 % par rapport à 2021). En 2023, on recense seulement 32 000 nouveaux contrats (-36 %), conformément aux volumes programmés en début d'année, avec un impact négatif de -500 emplois salariés marchands. Pour 2024, 14 000 nouveaux contrats (-56 %) sont programmés, en adéquation avec un budget lui aussi réduit de -56 % ; le gouvernement prend néanmoins une marge pour réaliser des économies, puisqu'à l'image de ce qui est fait pour les PEC la qualité des contrats est dégradée : la durée moyenne des CIE baisse à 8,3 mois (-14 %) pour une durée hebdomadaire réduite à 28,3 heures (-6 %). Au total, les CIE induiraient la destruction de -1 000 emplois salariés marchands. Les emplois francs ont connu un léger repli au premier semestre 2023²⁴ ; on peut penser qu'à l'instar des deux autres types de contrats aidés, la baisse a dû s'accroître au second semestre. Là aussi le budget voté pour 2024 est en baisse significative (-9 % par rapport à 2023). Alors que leur effet sur l'emploi a été neutre en 2023 (100), les emplois francs expliqueraient -2 000 destructions d'emplois en 2024.

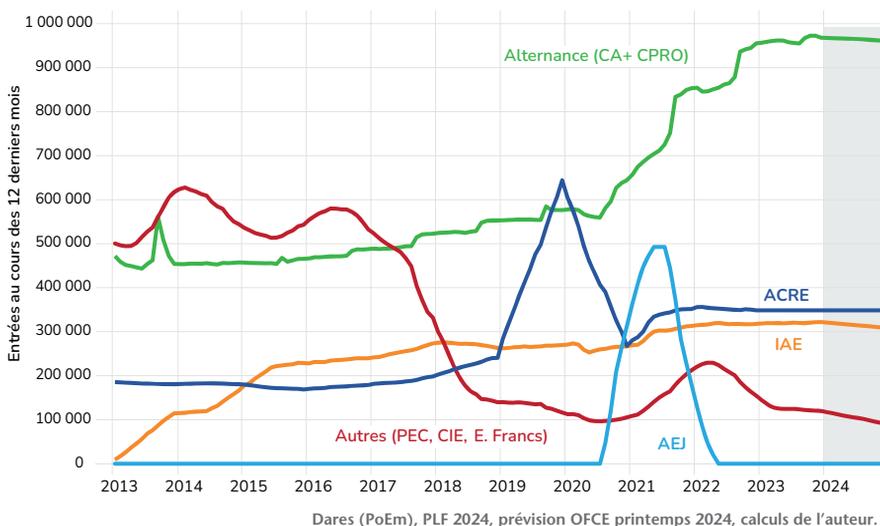
Au total, alors même que le chômage remonte, ces trois dispositifs destinés à l'insertion des publics les plus éloignés de l'emploi ont engendré la destruction d'environ -3 000 emplois en 2023, et contribueraient à supprimer environ -6 000 postes en 2024.

Les aides à l'insertion par l'activité économique (IAE) prévues en légère hausse pourraient être affectées par les coupes budgétaires, dans la mesure où elles sont discrétionnaires : sans information quant à d'éventuels coups de rabot à venir dans ce secteur politiquement sensible, nous prévoyons une légère baisse des entrées (-12 900, soit -4 %) du fait des hausses du SMIC qui augmentent les coûts

24. Les données ne sont disponibles que jusqu'en juillet 2023.

unitaires²⁵. Après avoir soutenu l'emploi à hauteur de 1 000 postes en 2023, la contraction des aides à l'IAE supprimerait -3 800 emplois en 2024. À l'opposé, l'aide aux créateurs et repreneurs d'entreprise (ACRE) est un guichet ouvert qui ne peut être modifié qu'en revoyant les règles du dispositif : sans information sur l'ensemble de 2023, nous considérons que le nombre de nouveaux entrants des années 2023 et 2024 a été équivalent à 2022, donc neutre en termes de créations d'emplois.

Graphique 15. Entrées annuelles par types d'emplois aidés (2013-2024)



Note : L'année 2025 n'est pas représentée car faute d'informations suffisantes sur les ajustements budgétaires à venir, nous avons retenu l'hypothèse technique d'une stabilité des entrées dans les dispositifs d'emplois aidés.

Dans l'incertitude de l'aggiornamento budgétaire

Faute d'informations précises, notre prévision 2025 stabilise les stocks d'emplois aidés, ce qui implique des effets neutres sur l'emploi et le chômage. Sans menace du couperet budgétaire, le ralentissement de l'activité et de l'emploi et la hausse du chômage nous auraient conduits à tabler sur l'augmentation des entrées en contrats aidés, et ce dès 2024.

25. Pour l'IAE comme pour les contrats aidés à enveloppe budgétaire définie, la hausse du SMIC (à la fois par effet de base des hausses de 2023 et du fait des deux hausses anticipées par le ministère du Travail pour 2024) ampute le nombre d'emplois qu'il est possible de financer, impliquant donc une baisse des entrées.

Avant même le collectif budgétaire annoncé pour l'été, et la loi de finances 2025, les annulations de crédits annoncées en février 2024²⁶ ôtent déjà 228 millions d'euros (-3 %)²⁷ au programme de la « mission travail » qui finance entre autres les contrats aidés et 864 millions d'euros (-6 %) au programme qui finance les autres emplois aidés, dont l'apprentissage, ainsi que la formation professionnelle.

Ces coupes, qui toucheraient « les dispositifs en faveur de la jeunesse, les politiques de l'emploi, la formation professionnelle et l'apprentissage », pourraient être traitées de différentes manières :

- En les affectant exclusivement aux emplois aidés. Compte tenu de la situation décrite ci-dessus, il semble cependant inopportun – donc peu probable – que le budget des contrats aidés soit réduit d'environ -45 %, et celui des autres emplois aidés d'un peu plus de -11 %. En outre, les gains budgétaires ne sont pas tous faciles à réaliser ni immédiatement accessibles : les contrats aidés ou l'IAE peuvent être simplement coupés car ils sont discrétionnaires, mais pour un dispositif tel que l'apprentissage un changement des règles au printemps 2024 ne produirait que très peu d'économies dans l'année, l'essentiel étant reporté en 2025²⁸.
- En épargnant les emplois aidés. Cela semble opportun, notamment pour les contrats aidés et les dispositifs visant l'insertion des publics les plus exposés à la remontée du chômage. L'économie sur les contrats aidés serait alors reportée sur d'autres budgets avec lesquels ces dépenses sont fongibles, par exemple en l'adossant dès maintenant à la suppression annoncée de l'allocation de solidarité spécifique (ASS), ou en abaissant la subvention à France Travail et en mettant à contribution un peu plus que prévu l'assurance chômage, ce qui reporterait le problème et donc les économies vers les chômeurs indemnisés. De manière analogue, la subvention à France Compétences pourrait être réduite, mais ce sont alors les comptes de l'agence qui devraient s'ajuster (hausse des cotisations, ticket modérateur du compte personnel de formation, baisse des niveaux de prise en charge des

26. Décret n° 2024-124 du 21 février 2024.

27. En réalité un peu plus, considérant que des crédits ont déjà été engagés dans les 50 premiers jours de l'année.

28. Coquet B., 2023, « Et pour quelques milliards de pus... 1 million d'apprentis », *Blog de l'OFCE*, 16 octobre.

apprentis, etc.). Une telle stratégie suppose des réformes structurelles, ce qui est très différent de simples coupes budgétaires dans des « dépenses d'intervention ».

- Il ne faut pas non plus mésestimer la ressource que représentent les 9,2 milliards d'euros de « dépenses fiscales » (crédit d'impôt salarié à domicile, exonération d'impôt heures supplémentaires, etc.) affectées à la Mission Travail, mais qui ne produiraient des économies budgétaires que si elles étaient modifiées par une loi de finances rectificative. Cette option est d'autant plus tentante qu'elle permet de ne pas afficher de hausse d'impôt.

Le gouvernement pourrait tabler sur le fait que la dégradation prévue est pour le moment de faible amplitude et limitée dans le temps pour faire le gros dos et ne pas tenter de contrôler les effets de la hausse du chômage. Il reste que des dépenses inefficaces, tel l'apprentissage dans sa forme actuelle, peuvent et doivent être revues, ce qui pourrait économiser environ 8 milliards d'euros par an aux finances publiques²⁹.

Une grande partie des succès obtenus sur le marché du travail ces trois dernières années s'est faite au prix fort et à crédit, en partie de manière artificielle. Dans tous les cas, l'aggiornamento budgétaire qui se profile n'épargnera pas le marché du travail, et ce dans un sens à nouveau procyclique.

8. L'inflation ne suffira plus pour contenir la dette publique

Sur l'ensemble de la période 2020-2023, les mesures exceptionnelles prises par le gouvernement pour faire face à la crise Covid puis à la résurgence de l'inflation avec la crise énergétique ont été massives. Ces mesures ont représenté un coût global pour les finances publiques de 10,9 points du PIB annuel cumulés sur quatre ans (tableau 9). Ces mesures décidées pour répondre à des situations temporaires (Covid-19) ou pour lesquelles les acteurs privés avaient peu de leviers d'ajustement rapide (crise énergétique) seront quasiment annulées à l'horizon de notre prévision. Ainsi, elles devraient cesser d'être centrales dans l'analyse des finances publiques dans les années à venir.

Lorsque la situation sanitaire se normalisait et le retrait des mesures d'urgence pouvait être engagé, les pouvoirs publics ont dû répondre à la crise énergétique et à la montée de l'inflation. En France, l'essentiel

29. Coquet B., 2023, *op cit.* note 25.

des mesures budgétaires mises en place ont visé à amortir la hausse des prix, avec notamment le bouclier tarifaire sur le gaz jusqu'à la mi-2023 et celui sur l'électricité jusqu'à la fin de l'année 2024, ou la remise carburant d'avril à décembre 2022. En outre, des aides directes aux ménages ont aussi été instaurées mais celles-ci ont joué un rôle plus secondaire dans la stratégie française de gestion de la crise énergétique. Si cette dernière a nécessité de mobiliser massivement la politique budgétaire, certains facteurs ont permis d'atténuer le coût pour les finances publiques¹⁵, même si en deçà des attentes (voir encadré). Au total, les mesures destinées à pallier le choc énergétique ont représenté 0,8 point de PIB en 2022 et 0,9 point de PIB en 2023. Pour les années à venir, le coût budgétaire attendu est de 0,2 point de PIB en 2024, puis de 0 en 2025 avec l'extinction du bouclier tarifaire électricité.

Finalement, le coût budgétaire des mesures non pérennes (choc inflationniste, crise Covid, plan de relance, plan « France 2030 ») se réduirait nettement en 2024 et 2025, passant de 1,6 point de PIB en 2023, à 0,7 point en 2024 et 0,3 point en 2025.

Tableau 9. Coût budgétaire des mesures non pérennes sur la période 2020-2025

<i>En points de PIB</i>	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Mesures d'urgence	3,0	2,5	0,6	0,1	0,0	0,0
Mesures de relance*	0,1	0,9	0,7	0,4	0,3	0,1
France 2030	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
Mesures énergie**	0,0	0,1	0,8	0,9	0,2	0,0
Mesures pouvoir d'achat***	0,0	0,0	0,3	0,1	0,0	0,0
Total	3,1	3,5	2,6	1,6	0,7	0,3
Fonds du plan de relance européen	0,0	0,5	0,4	0,2	0,1	0,0

Insee, PLF 2024, Cour des comptes, Prévisions OFCE.

* Hors mesures prises dans le cadre du plan de relance de baisse pérenne 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.

Selon nos calculs, le déficit primaire hors mesures exceptionnelles et purgé de la situation conjoncturelle (y compris l'effet des élasticités des recettes fiscales au PIB) s'établissait à 1,0 % du PIB en 2019. Entre 2019 et 2023, cet indicateur s'est dégradé de 1,2 point de PIB, intégralement lié aux mesures discrétionnaires de baisse de prélèvements obligatoires. Cette politique volontariste n'a pas été sans conséquence sur les comptes publics. En 2023, le déficit public s'établit à 5,5 points

de PIB (après 4,8 % du PIB en 2022). La forte dégradation du solde public (encadré 3) constatée en 2023 était inattendue. La dissipation progressive des mesures non pérennes aurait dû permettre d'envisager une amélioration du solde public malgré la décélération de l'activité observée.

La principale raison de l'accroissement du déficit vient des recettes fiscales qui ont déçu compte tenu de la croissance du PIB. Ainsi, après des années de surprises positives, l'élasticité des prélèvements obligatoires a reculé fortement (elle serait de 0,4 en 2023 après 1,5 en 2022). Finalement, la détérioration de l'effet activité (y compris l'effet de l'élasticité des prélèvements) de 1,7 point de PIB n'a été compensée ni par la dissipation des mesures exceptionnelles (qui aurait dû permettre d'améliorer le solde public de 1 point), ni par la légère décruce de la charge d'intérêts (0,2 point). Au total, lorsqu'on tient compte des financements du plan de relance européen, le solde public s'est dégradé de 0,7 point de PIB en 2023.

En 2024, le déficit public devrait atteindre 5 % du PIB en lien avec le retrait de 0,9 point de PIB des mesures budgétaires exceptionnelles et de la réduction des dépenses publiques primaires (hors mesures exceptionnelles) de 0,5 point de PIB (tableau 10). En effet, le solde public conjoncturel se dégraderait de 0,6 point de PIB en raison d'une croissance inférieure à la croissance potentielle et d'une élasticité des recettes fiscales légèrement inférieure à l'unité (en raison notamment de l'impact négatif des assiettes fiscales liées à la crise immobilière qui se poursuit). Par ailleurs, la charge d'intérêts devrait croître à nouveau de 0,3 point de PIB.

En 2025, le déficit public serait de 4,4 % du PIB. La réduction continue des mesures budgétaires non pérennes (-0,4 point de PIB) et les mesures d'économie budgétaire annoncées de 20 milliards d'euros (0,7 point de PIB) expliquent une grande partie de la baisse du déficit.

Après une diminution en 2023 à 110,6 % du PIB (contre 111,9 % en 2022), la dette publique, au sens de Maastricht, augmenterait à nouveau en 2024. La baisse, en points de PIB, de 2023 s'explique par un déficit de 5,5 % du PIB, qui malgré son niveau plus élevé que prévu, reste inférieur à celui qui stabilise la dette (égal à 7 % du PIB en 2023), en raison d'une croissance du PIB nominal élevée (6,3 %) due à l'inflation. En 2024 et 2025, malgré un déficit public en retrait, la dette publique augmenterait à nouveau pour s'établir à 111,9 % du PIB en 2024 et 112,8 % en 2025. En raison du retrait de l'inflation, le déficit

stabilisant la dette se réduit à 4 % du PIB en 2024 et 3,6 % du PIB en 2025 avec la baisse de la croissance nominale (3,6 % en 2024 et 3,2 % en 2025). Ainsi, la baisse de la dette publique, en points de PIB, sur la période 2020-2023 – conséquence de la forte croissance nominale bien que liée à des évolutions erratiques de l'économie – serait interrompue avec un retour à une situation de croissance modeste et de hausse des prix du PIB plus faible.

Tableau 10. Évolution des finances publiques

En pts de PIB	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Solde public (= a + b + c + d + e)	-2,4	-8,9	-6,6	-4,8	-5,5	-5,0	-4,4
Solde public primaire (hors mesures temporaires et effet d'activité) (a)	-1,0	-1,2	-2,1	-2,2	-2,2	-1,7	-1,0
Charges d'intérêts (d)	-1,4	-1,3	-1,4	-2,0	-1,8	-2,1	-2,3
Mesures d'urgence / relance / énergie / inflation (b)	0,0	-3,1	-3,5	-2,6	-1,6	-0,7	-0,3
Effet d'activité (y compris effet d'élasticité) (c)	0,0	-3,3	-0,2	1,6	-0,1	-0,7	-0,7
Fonds du plan de relance européen (e)		0,5	0,4	0,2	0,2	0,1	0,0
Dette publique	97,9	114,9	113,0	111,9	110,6	111,9	112,8

Insee, PLF 2024, Cour des comptes, prévisions OFCE.

Encadré 3. 5,5 % de déficit public : anatomie d'un dérapage

La notification du déficit public de l'année 2023, à 5,5 % du PIB, publiée par l'Insee le 26 mars dernier, a surpris les analystes économiques. Pour rappel, au mois d'octobre, les prévisions du gouvernement tablaient sur un déficit de 4,9 % et celles de l'OFCE s'établissaient à 4,8 % du PIB. En principe, la surprise négative du déficit ne s'explique pas par un effondrement de croissance en fin d'année. La croissance annuelle du PIB était prévue à 1,0 % par le gouvernement (alors que selon les comptes trimestriels, elle s'établissait à 0,9 %³⁰). Pour rappel, la dernière prévision annuelle de l'OFCE, datant d'octobre 2023, s'établissait à 0,9 %. Dans ce contexte, il apparaît évident que la surprise de croissance, réelle ou nominale, ne suffit pas pour expliquer l'écart de prévision de déficit.

30. Il faut noter que les comptes trimestriels sont corrigés des variations saisonnières (cvs) et du nombre de jours ouvrés (cjo). L'agrégation annuelle élimine les effets des cvs mais préserve ceux de la cjo. Dans la publication du déficit de l'Insee la croissance en volume du PIB annuel, non cjo, serait de 0,7 % en 2023, ce qui suggère un effet du nombre des jours ouvrés de -0,2 point, ce qui est en ligne avec l'évaluation préalable de l'Insee.

La comparaison directe entre la publication de l'Insee et les prévisions du PLF 2024 s'avère difficile car les chiffres de l'Insee sont publiés dans la base 2020 des comptes nationaux tandis que les prévisions du gouvernement sont réalisées en base 2014³¹. Au-delà de ces effets, on peut dire qu'au premier ordre, la dépense publique a évolué en phase avec les projections du gouvernement. En valeur, la dépense publique a augmenté de 3,7 % alors que le gouvernement prévoyait une hausse de 3,4 %. Même si les définitions peuvent différer et s'il faut prendre cet écart avec prudence du fait des changements de méthodologie des comptes nationaux, au maximum cet écart explique 5 milliards d'euros de déficit (0,2 point de PIB). Et l'essentiel de l'écart de dépenses publiques provient des consommations intermédiaires des administrations publiques plus élevées qu'anticipées (elles ont augmenté de 0,2 point de PIB alors que le PLF 2024 tablait sur une baisse de 0,1 point).

Le dérapage budgétaire s'explique surtout par une sous-évaluation des recettes publiques de l'ordre de 0,4 point de PIB, soit 11 milliards, et donc une élasticité des recettes fiscales au PIB plus faible que prévue. Comme cela a été vu, le manque des recettes ne vient pas d'une erreur de prévision du PIB nominal. Les données publiées par l'Insee pointent une sous-estimation significative des recettes tirées de la contribution sur la rente infra-marginale des énergéticiens liées à des profits exceptionnels (0,3 milliard contre 1,9 milliard attendu en 2023, soit 0,1 point de PIB). Enfin, l'élasticité des prélèvements obligatoires (0,4 selon nos calculs) s'est avérée inférieure aux attentes du gouvernement (0,6 selon le PLF 2024). Cet écart expliquerait 0,4 point de PIB de la surprise de déficit et l'essentiel proviendrait de l'impôt sur les sociétés (IS). Le PLF 2024 tablait sur une baisse de l'ordre de 1 milliard des recettes alors que l'Insee annonce une baisse de 11 milliards. Comme l'IS répond avec retard à l'évolution des profits, cela peut expliquer une partie de la surprise. Les recettes fiscales pâtissent du coup de frein de l'excédent brut d'exploitation (EBE), mesure de la comptabilité qui permet d'approcher les profits des entreprises, en 2022 (+1 % pour la branche marchande non agricole) par rapport à la forte hausse de 2021 (+9 %). Toutefois, il ne faut pas oublier que l'assiette de l'IS n'est pas directement liée à l'EBE, notamment parce qu'une partie de l'EBE peut être provisionnée ou venir annuler des déficits passés. Le lien entre l'assiette de l'IS et l'EBE n'est pas direct et cela peut expliquer une partie de la grande surprise des recettes d'IS. Il faut aussi noter la chute des droits de mutation à titre onéreux (5 milliards alors qu'une décruce de l'ordre de 3 milliards était attendue), en lien avec la chute des transactions immobilières. Cependant, cet écart a été partiellement compensé par les droits de mutation à titre gratuit.

31. Sans oublier que le périmètre des administrations publiques évolue lui-même.

Enfin, certaines surprises ont permis de diminuer le déficit de 0,1 point, en particulier l'investissement public qui a augmenté de 0,1 point de PIB alors que le gouvernement misait sur une hausse supérieure (0,2 point). Au total, la surprise de déficit (0,6 point de PIB) ne s'explique pas par une mauvaise évaluation de la situation économique mais par la difficulté à prévoir les assiettes fiscales (et leurs particularités) dans un contexte inflationniste et d'ajustement lent des prix relatifs. L'évolution de l'IS semble centrale dans l'analyse du déficit de 2023, même si d'autres facteurs ont pu jouer (coût des consommations intermédiaires et évaluation des recettes de mesures nouvelles liées à la création de nouveaux outils pour gérer la crise énergétique).

I. Résumé des prévisions pour l'économie française

Moyenne annuelle, en %

	2023	2024	2025
<i>En % de variation aux prix chaînés</i>			
PIB	0,9	0,5	1,2
Importations	-0,1	0,7	3,8
Dépenses de consommation des ménages	0,6	0,9	1,4
FBCF totale, dont :	1,1	-1,6	0,5
sociétés non financières	2,7	-1,7	0,6
ménages	-5,1	-4,3	-0,8
administrations publiques	4,5	2,3	1,4
Exportations	1,5	2,5	3,7
Contribution des stocks à la croissance, en %	-0,4	-0,3	0,4
Demande intérieure hors stocks	0,7	0,3	0,9
<i>Compte des ménages, en termes réels %</i>			
Revenu disponible	7,3	3,9	2,7
Taux d'épargne, en % du RDB	17,6	18,1	17,5
<i>Déflateur de la consommation</i>			
En glissement %	4,8	1,8	2,1
En moyenne %	6,4	2,3	2,0
<i>Compte des sociétés non-financières, en %</i>			
Taux de marge	32,8	33,1	33,5
Taux d'investissement	25,6	24,9	24,8
<i>Compte des administrations</i>			
Solde public au sens de Maastricht, % du PIB	-5,5	-5,0	-4,4
Dette public au sens de Maastricht, % du PIB	110,6	111,9	112,8
Emploi salarié, en moyenne annuelle, en %	1,1	0,1	0,0
Chômage BIT, en millions, en fin d'année	2,26	2,45	2,55
Taux de chômage BIT moyen, en %	7,3	7,9	8,2
Taux de change \$/€	1,08	1,11	1,15
Prix du pétrole Brent, en \$	82,6	84,5	85,0

INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE *e-mod.fr* 2024-2025, avril 2024.

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

	Taux de croissance trimestriels en %								Taux de croissance annuels en %			
	2024				2025				2022	2023	2024	2025
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,1	0,2	0,3	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4	2,5	0,9	0,5	1,2
Importations	0,9	0,2	1,2	1,3	1,0	0,8	0,7	0,6	8,8	-0,1	0,7	3,8
Dépenses de consommation des ménages	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	2,1	0,6	0,9	1,4
Dépenses de conso; des administrations	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	0,5	0,7	0,0
FBCF totale, dont :	-0,6	-0,5	-0,3	0,0	0,2	0,3	0,4	0,5	2,3	1,1	-1,6	0,5
sociétés non financières	-0,9	-0,6	-0,3	0,1	0,3	0,3	0,4	0,5	3,8	2,7	-1,7	0,6
sociétés financières	-0,9	-0,6	-0,3	0,1	0,3	0,4	0,4	0,5	6,0	2,1	-2,0	0,7
ménages	-1,3	-0,9	-0,6	-0,4	-0,2	0,1	0,2	0,3	-1,3	-5,1	-4,3	-0,8
administrations publiques	0,6	0,6	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	1,5	4,5	2,3	1,4
ISBLSM	-0,9	-0,6	-0,3	0,1	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	-1,7	0,6
Exportations	0,3	1,3	1,5	0,4	0,9	0,9	0,9	0,9	7,4	1,5	2,5	3,7
Contribution :												
demande intérieure hors stocks	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	2,4	0,8	0,3	0,9
variations de stocks	0,3	-0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,8	-0,4	-0,3	0,4
solde extérieur	-0,2	0,4	0,1	-0,3	-0,1	0,0	0,1	0,1	-0,7	0,5	0,6	-0,1

INSEE, comptes trimestriels, prévision OFCE *e-mod.fr* 2024-2025, avril 2024.

III. Déflateur de la consommation et taux de salaire horaire

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %			
	2023				2024				2025				2022	2023	2024	2025
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Déflateur de la consommation	2,0	1,4	1,0	0,3	0,4	0,8	0,4	0,2	0,8	0,6	0,4	0,4	4,9	6,4	2,4	2,0
Salaire horaire moyen brut	1,0	0,7	0,6	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	5,6	4,4	3,3	3,2

INSEE, comptes trimestriels, prévision OFCE *e-mod.fr* 2024-2025, avril 2024.

VI. Commerce extérieur et parts de marché

	Taux de croissance trimestriels en %												Taux de croissance annuels en %			
	2023				2024				2025				2022	2023	2024	2025
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Importations en volume*	-2,8	2,2	-0,6	-2,3	0,9	0,2	1,2	1,3	1,0	0,8	0,7	0,6	8,8	-0,1	0,7	3,8
Demande interne*	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	2,3	0,7	0,2	0,8
Exportations en volume*	-1,4	2,5	-0,4	0,4	0,3	1,3	1,5	0,4	0,9	0,9	0,9	0,9	7,4	1,5	2,5	3,7
Demande mondiale	-1,1	0,4	-1,0	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	6,4	0,2	1,5	3,7

INSEE, comptes trimestriels, prévision OFCE *e-mod.fr* 2024-2025, avril 2024.

* Aux prix chaînés de l'année précédente.

25 ANS D'UNION MONÉTAIRE LA ZONE EURO À TRAVERS LES CRISES

Elliot Aurissergues, Christophe Blot, Edgar Carpentier-Charlét, Magali Dauvin,
François Geerolf, Éric Heyer et Mathieu Plane

Sciences Po, OFCE

La zone euro a traversé plusieurs crises qui ont parfois menacé sa pérennité mais qui ont aussi entraîné des réformes de sa gouvernance budgétaire et des changements dans la conduite de la politique monétaire. À la veille des élections européennes et 25 ans après sa création, la question se pose de la performance économique de la zone euro par rapport à celle de l'économie américaine. Alors que les trajectoires de PIB par habitant ont été relativement similaires entre 1999 et 2008, elles divergent notablement depuis.

Nous étudions les causes possibles de ce décrochage en distinguant les facteurs d'offre et de demande.

- Côté offre, la zone euro s'est caractérisée sur l'ensemble de la période par une croissance de la productivité nettement plus faible qu'aux États-Unis. À l'inverse, alors qu'il a stagné aux États-Unis, le taux d'emploi de la population en âge de travailler s'est nettement amélioré dans les pays européens même si des disparités au sein du continent demeurent. Plus récemment, la divergence est également liée à l'impact de la crise énergétique et à la hausse plus forte des prix de l'énergie en Europe en lien avec la baisse de l'offre de gaz naturel russe après le déclenchement de la guerre en Ukraine.
- Du côté de la demande, force est de constater qu'il y a un déficit de demande agrégée bien réel en zone euro, avec une épargne qui dépasse nettement l'investissement depuis 2010, alimentant les déséquilibres commerciaux dans le monde. Cette épargne excédentaire s'explique entre autres par une politique budgétaire plus restrictive en Europe qu'aux États-Unis.

Cette sous-performance agrégée de la zone euro s'accompagne de trajectoires très hétérogènes au sein de la même zone. Sur l'ensemble de la période, les pays du « Nord » ont crû plus vite que la France et que les pays du « Sud ». La période récente a cependant permis à certains pays, notamment l'Italie, de combler une partie de l'écart.

L'enjeu des prochaines années sera celui de la consolidation budgétaire et de ses effets sur l'activité.

- Il est impératif de ne pas reproduire l'erreur de 2011-2014. Une politique de consolidation budgétaire peut être adaptée en période de reprise de l'activité mais elle est pernicieuse voire inefficace lorsque l'économie est en sous-régime ; si celle-ci doit être menée en période de basse conjoncture, elle sera moins néfaste sur l'activité en étant graduelle, lissée et non synchronisée au sein de la zone euro.
- Par ailleurs, la priorité de ce côté de l'Atlantique ne peut pas être uniquement le rétablissement des finances publiques, au risque de voir le fossé économique avec les États-Unis continuer à se creuser : avec les nouveaux défis mondiaux et géostratégiques, l'Europe doit financer sa sécurité, la transition écologique et les nouvelles industries vertes. Utilisant son excédent structurel d'épargne, un plan de relance européen ambitieux, ciblé à la fois sur l'offre et sur la demande, permettrait de relever ces défis tout en mettant les économies sous tension, stimulant ainsi la croissance et la productivité. Une croissance potentielle accrue plus élevée est cruciale pour la soutenabilité des dettes publiques à long terme.

Mots clés : Union européenne, zone euro, politique monétaire, politique budgétaire, Europe.

Vingt-cinq ans après sa création, la zone euro a traversé plusieurs crises : l'éclatement de la bulle Internet au début des années 2000, la crise financière mondiale de 2008-2009, la crise des dettes souveraines de 2011-2013, la crise sanitaire de la Covid en 2020-2021 puis, plus récemment, la crise énergétique. Ces crises ont eu un impact sur la croissance et ont même parfois pu menacer la pérennité de la zone euro. Elles se sont également traduites par des évolutions de sa gouvernance économique. Ce contexte n'est pas propre aux pays de l'Union monétaire européenne. C'est pourquoi il peut être informatif d'analyser les performances économiques de la zone euro à l'aune de celles des États-Unis : une autre union monétaire de taille et de niveau de développement économique comparables. Cette comparaison s'appuie d'abord sur la dynamique du PIB par habitant et cherche ensuite à analyser le rôle des facteurs d'offre et de demande dans les évolutions de la croissance. Par ailleurs, puisque la zone euro est une union monétaire sans union budgétaire, à la différence des États-Unis, la question de l'hétérogénéité des dynamiques économiques nationales

reste prégnante¹. L'analyse ne peut donc pas se restreindre à la croissance agrégée mais doit aussi éclairer les forces centrifuges et centripètes qui caractérisent la zone euro. Cette étude ne peut prétendre à l'exhaustivité et se concentre sur la dimension macroéconomique pour établir un récit des performances économiques au cours des 25 dernières années. Nous en tirons des enseignements destinés à éclairer le débat public sur les défis de la zone euro après la période Covid et la crise énergétique. Les questions environnementales ou sociales sont évidemment importantes mais ne seront pas traitées ici au-delà de leurs liens ayant trait à certains aspects généraux sur le marché du travail². De même, bien que nous illustrions certains éléments de divergence, nous ne pouvons prétendre à une lecture fine de la situation de chaque pays de la zone euro.

Quelles ont été les performances économiques de la zone euro depuis 1999 ? La zone euro a-t-elle fait mieux ou moins bien que l'économie américaine en termes de croissance ou d'emploi ? Quel est le rôle respectif des facteurs d'offre et de demande dans les différentiels de croissance économique³ ? Alors que les trajectoires de PIB par habitant ont été relativement similaires entre 1999 et 2008 de part et d'autre de l'Atlantique, elles semblent désormais diverger avec des phases de récession ou de ralentissement relativement plus longues et plus intenses en zone euro qu'aux États-Unis. Pour autant, l'analyse du marché du travail sur longue période montre une amélioration significative du taux d'emploi en zone euro qui contribue positivement à la croissance économique. On peut dès lors se demander si la moindre croissance européenne doit être considérée comme une fatalité, liée aux déterminants de la croissance potentielle, ou si cette situation résulte de choix peu judicieux de politique économique. L'examen de notre histoire macroéconomique des vingt-cinq dernières années fournit assurément quelques clefs et vient compléter plusieurs travaux sur le sujet⁴.

1. Les États américains sont également hétérogènes mais l'objectif est ici d'éclairer le débat européen. Par ailleurs, aux États-Unis, l'Union est également budgétaire et politique, ce qui se traduit par des mécanismes de transferts entre États plus systématiques et plus importants.

2. Les questions environnementales seront traitées dans un *Policy brief* 132.

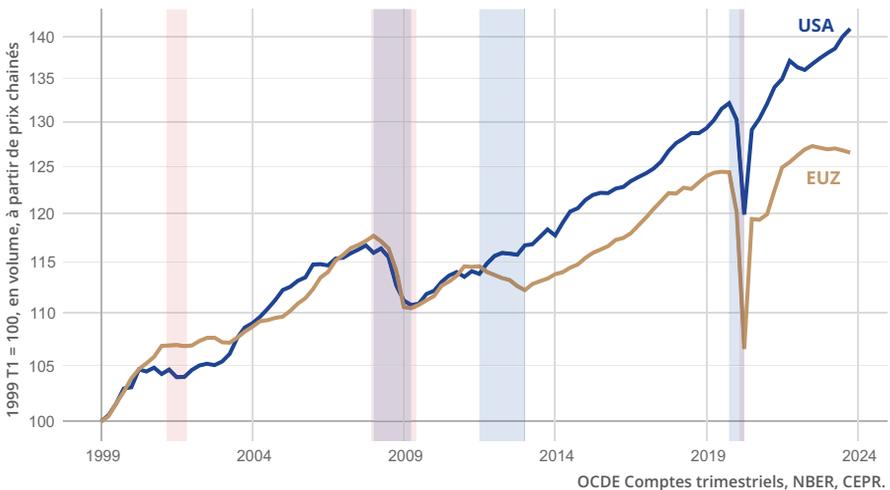
3. L'analyse menée ici est complémentaire de celle proposée dans Bock *et al.* (2024). Partant du même constat de décrochage européen, les auteurs se concentrent sur le tissu productif par pays, la divergence des taux d'investissement par type d'actifs et leurs potentiels impacts sur les gains de productivité.

4. Voir Fuest *et al.* (2024), Letta (2024) et Villeroy de Galhau (2024).

1. Moins de croissance en zone euro et des performances hétérogènes entre les pays

L'évolution du PIB par habitant est le premier indicateur à l'aune duquel les économistes évaluent les performances économiques d'un pays. À cet égard, la dynamique actuelle de croissance en zone euro suggère un contexte dégradé relativement aux États-Unis. Mais cette situation est-elle récente ou observe-t-on un décrochage de la zone euro par rapport aux États-Unis ? Depuis quelle date ? Et quelle est l'ampleur de ce décrochage ? La réponse à la première question est oui mais l'ampleur de ce décrochage est plus difficile à évaluer précisément et dépend de sa mesure. La divergence est bien plus marquée lorsque les PIB sont mesurés en dollars courants, plutôt qu'en utilisant les Parités de Pouvoir d'Achat (PPA). Les PPA ont pour but d'ajuster les différences de coût de la vie entre les pays : elles indiquent que, lorsqu'on ramène tout à une même monnaie, le coût de la vie outre-Atlantique a considérablement augmenté par rapport à celui de la zone euro, en parallèle avec l'appréciation du dollar face à l'euro. En revanche, comparer les niveaux de richesse en utilisant les taux de change courants révèle un écart très important entre les économies de la zone euro et celles des États-Unis. Cette mesure surestime sans doute l'ampleur du décrochage, mais les évaluations basées sur les taux de change courants ne sont pas dénuées de pertinence lorsqu'il s'agit

Graphique 1. Évolution du PIB par habitant aux États-Unis et en zone euro

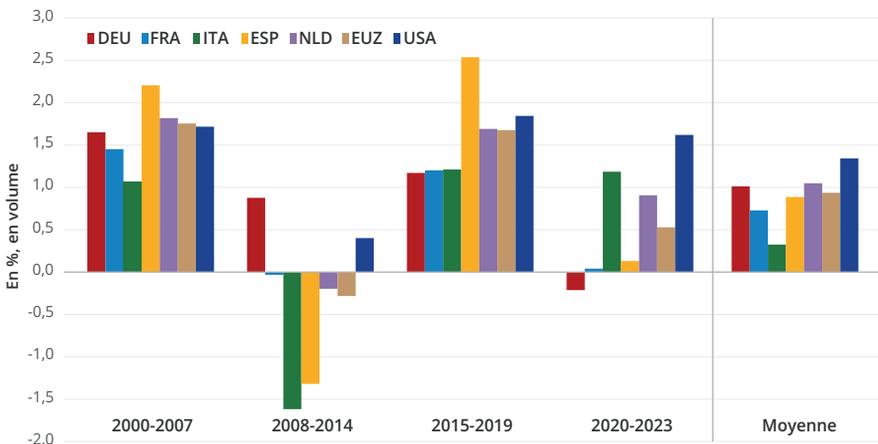


Note : Les périodes bleues (resp. roses) représentent les récessions américaines (resp. européennes) telles que définies par le NBER (resp. CEPR).

d'acquérir des biens de consommation disponibles au niveau international, tels que des billets pour les Jeux Olympiques, ou des biens d'investissement comme l'immobilier de luxe dans les capitales internationales. En effet, dans ces cas, ce qui importe, c'est bien le niveau de richesse mesuré au taux de change courant. Il n'est pas certain que les mesures de PPA puissent refléter ces évolutions en temps réel, d'autant plus que ces mesures ne sont effectuées que tous les trois ans et se concentrent par nature sur un nombre limité de biens. On choisira, pour éviter ces discussions méthodologiques, les mesures de comptabilité nationale en volume et en base 100 au premier trimestre 1999, disponibles pour chacun des pays, qui montrent déjà un certain décrochage du niveau de vie de la zone euro (graphique 1).

Comme le montre le graphique 2, depuis la création de l'euro en 1999 et jusqu'en 2023, la zone euro a enregistré une croissance moyenne annuelle du PIB par habitant, en volume, de 0,9 %, un rythme inférieur à celui des États-Unis (1,3 %). Ce différentiel de 0,4 point n'est cependant pas uniforme sur l'ensemble de la période. Entre 1999 et 2007, les trajectoires de PIB par habitant ont suivi des évolutions relativement parallèles, la zone euro enregistrant même une croissance légèrement supérieure à celle des États-Unis : 1,8 % par habitant contre 1,7 %. L'économie américaine a cependant démontré une bien meilleure capacité de rebond face aux chocs qui ont frappé l'économie mondiale depuis. On observe en effet un premier décrochage de l'économie de la zone euro à partir de 2010-2013, ce qui

Graphique 2. Taux de croissance annuel moyen du PIB par habitant entre 1999 et 2023



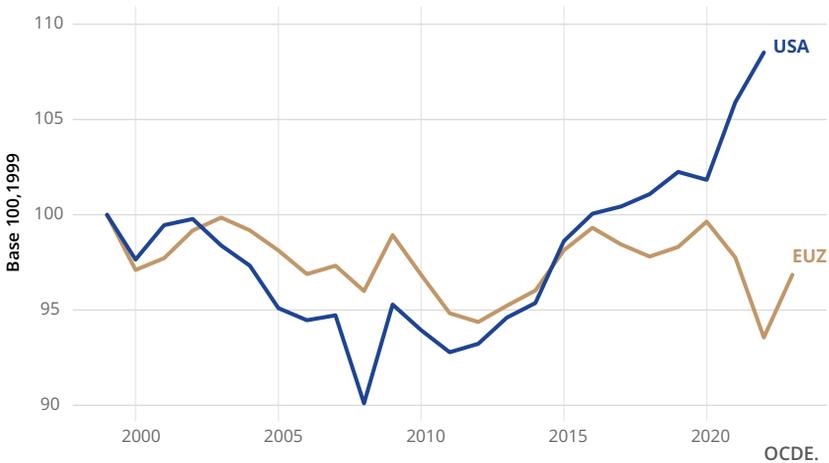
correspond à la période de la crise des dettes souveraines dans la zone euro au cours de laquelle les États membres ont mis la priorité sur la réduction des déficits budgétaires. La zone euro a vu son PIB par habitant baisser de 0,3 % par an en moyenne pendant la crise financière et celle des dettes souveraines (période 2008-2014) alors qu'il a continué à progresser outre-Atlantique. Les États-Unis et la zone euro ont ensuite suivi une trajectoire relativement parallèle jusqu'en 2019, indiquant que l'écart créé précédemment ne s'est pas comblé. Depuis la crise de la Covid, l'écart semble à nouveau se creuser avec un taux de croissance du PIB par habitant de 0,5 % par an en zone euro sur la période 2020-2023, marquée par les crises sanitaire et énergétique, contre 1,6 % aux États-Unis.

La trajectoire du PIB par habitant de la zone euro cache cependant de fortes disparités entre pays. Parmi les principaux, l'Allemagne et les Pays-Bas sont ceux qui s'en sortent le mieux sur l'ensemble de la période (1,0 %), devant l'Espagne (0,9 %), la France (0,7 %)⁵, et surtout l'Italie (0,3 %). Mais les dynamiques varient selon les sous-périodes. Ainsi, l'Allemagne a notamment connu une dynamique relativement forte sur la période 2008-2014, qui lui permet d'afficher une croissance moyenne par habitant équivalente à celle des États-Unis sur la période 1999-2019. Son économie stagne depuis la pandémie, puis a été particulièrement heurtée par le choc énergétique. L'Italie fait figure d'exception avec une baisse de son PIB par habitant sur la période 2008-2019, mais elle connaît depuis la crise Covid la hausse la plus forte des grands pays de la zone euro. L'Espagne a connu des cycles économiques très marqués mais enregistre un net rebond de son économie après le plongeon de 2008-2014. La France qui avait une dynamique de PIB par habitant relativement proche de la moyenne de la zone euro sur la période 1999-2014, semble décrocher depuis. Avec l'Allemagne, elle enregistre la plus mauvaise performance de croissance du PIB par habitant sur la période 2015-2023. Enfin, les Pays-Bas ont lors des différentes périodes une croissance moyenne du PIB par habitant proche de la moyenne de la zone euro, sauf au cours des quatre dernières années où ils ont, avec l'Italie, mieux résisté que leurs partenaires européens aux deux crises successives.

5. La publication le 31 mai 2024 des nouveaux comptes nationaux en base 2020 modifie la dynamique du PIB sur la période 2020-2023. La variation du PIB par habitant est de 0,3 % et non plus de 0,0 % sur cette période, ce qui rapproche la France de la moyenne de la zone euro. Sur longue période (1999-2023), le PIB par habitant de la France augmente désormais de 0,8 % contre 0,7 % indiqué jusqu'à cette date et utilisé dans nos calculs.

Parallèlement au décrochage du PIB par habitant, on observe également une divergence des termes de l'échange, qui mesurent le prix relatif des exportations et des importations. En 2023, ce rapport est au même niveau qu'en 2007 dans la zone euro alors qu'il a augmenté de 15 % aux États-Unis (graphique 3). Par construction, cette amélioration indique que le prix des exportations américaines a augmenté plus fortement que le prix des importations ce qui peut s'interpréter comme un « enrichissement » relatif des États-Unis puisqu'une unité de bien exporté rapporte plus que le coût d'une unité de bien importé⁶. Cela signifie que le pouvoir d'achat (en biens de consommation et d'investissement) du PIB par habitant aux États-Unis a été plus dynamique que le PIB par habitant lui-même alors que leur croissance a été du même ordre en zone euro⁷.

Graphique 3. Évolution des termes de l'échange aux États-Unis et en zone euro



Note : les termes de l'échange sont définis comme le déflateur des exportations divisés par le déflateur des importations.

6. Symétriquement, l'amélioration des termes de l'échange peut s'interpréter comme une dégradation de la compétitivité américaine.

7. Le pouvoir d'achat du PIB désigne ici le PIB en valeur divisé par le déflateur de la demande intérieure (consommation plus investissement).

2. Les causes du décrochage : les facteurs d'offre

La décomposition de la croissance par habitant pour comprendre les raisons du décrochage

En utilisant les données de l'OCDE sur la période 1999-2023, il est possible d'affiner l'analyse de la dynamique des écarts à partir d'une décomposition comptable de la croissance par habitant pour chacun des pays étudiés⁸. Le PIB par habitant peut ainsi se décomposer de la façon suivante :

$$\frac{PIB}{POP} = \left(\frac{PIB}{hL.E} \right) \times (hL) \times \left(\frac{POP_{15-74}}{POP} \right) \times \left(\frac{PA}{POP_{15-74}} \right) \times \left(1 - \frac{CHO}{PA} \right)$$

où POP est la population totale, E l'emploi total, hL la durée moyenne du travail par emploi, POP15-74 la population en âge de travailler, PA la population active (et PA/POP15-74 le taux d'activité) et CHO les personnes au chômage (et CHO/PA le taux de chômage).

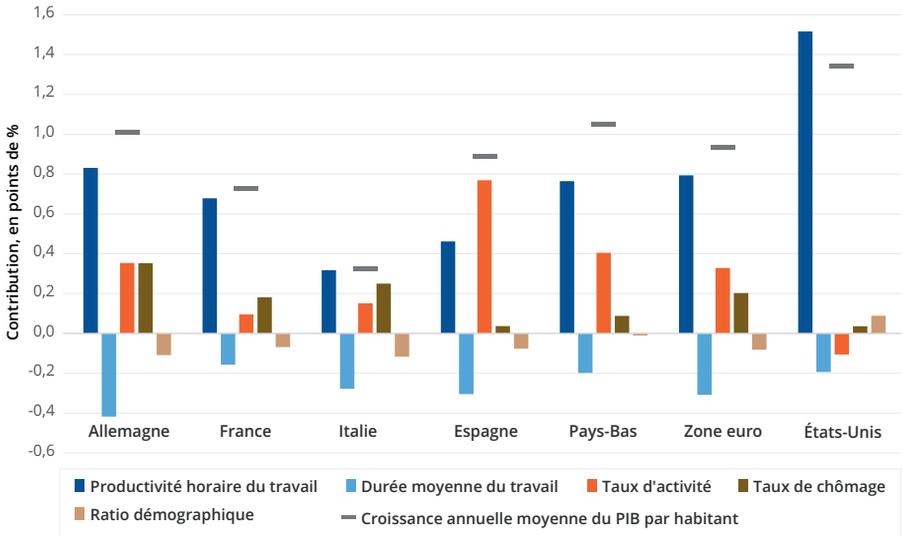
Cette décomposition nous permet d'identifier le rôle de différents facteurs à la croissance du PIB par habitant : la productivité horaire du travail, la durée moyenne du travail, le taux d'activité de la population en âge de travailler (15-74 ans), le taux de chômage et le ratio démographique correspondant à la part des personnes en âge de travailler dans la population totale. À partir de cette décomposition comptable, nous observons que les gains de productivité horaire du travail sont le premier facteur de croissance du PIB par habitant. Sur la période 1999-2023, la croissance par habitant des États-Unis a été tirée par le fort dynamisme des gains de productivité horaire et, dans une moindre mesure, par sa démographie. Le schéma est très différent du côté de la zone euro avec une contribution des gains de productivité horaire à la croissance deux fois plus faible qu'aux États-Unis (0,8 % contre 1,5 %) et un décrochage important depuis le début de la crise Covid. Au sein des pays de la zone euro, l'Allemagne, les Pays-Bas et la France s'en sortent mieux que l'Italie et l'Espagne, dont la faiblesse de la croissance est très clairement liée aux modestes gains de productivité⁹. La contri-

8. La décomposition proposée ici ne couvre pas la même période que celle dans le Bock *et al.* (2024) (1999-2019) qui s'attache à analyser les interactions entre la décomposition de la croissance par habitant et la structure du tissu productif ainsi que la composition et nature de l'investissement par pays depuis la création de l'euro jusqu'à la période précédant le déclenchement de la crise Covid.

9. Pour plus de détails sur les analyses concernant le tissu productif par pays, la divergence des taux d'investissement par type d'actifs et leurs potentiels impacts sur les gains de productivité, voir S. Bock *et al.* (2024) « Le décrochage européen en question », *OFCE Policy brief*, n° 128, mai.

bution de la productivité horaire à la croissance s'éleve en effet à 0,3 % en Italie et 0,5 % en Espagne, contre 0,8 % en Allemagne et aux Pays-Bas, et 0,7 % en France (graphique 4).

Graphique 4. Décomposition de la croissance moyenne annuelle du PIB par habitant entre 1999 et 2023



OCDE, calculs auteurs.

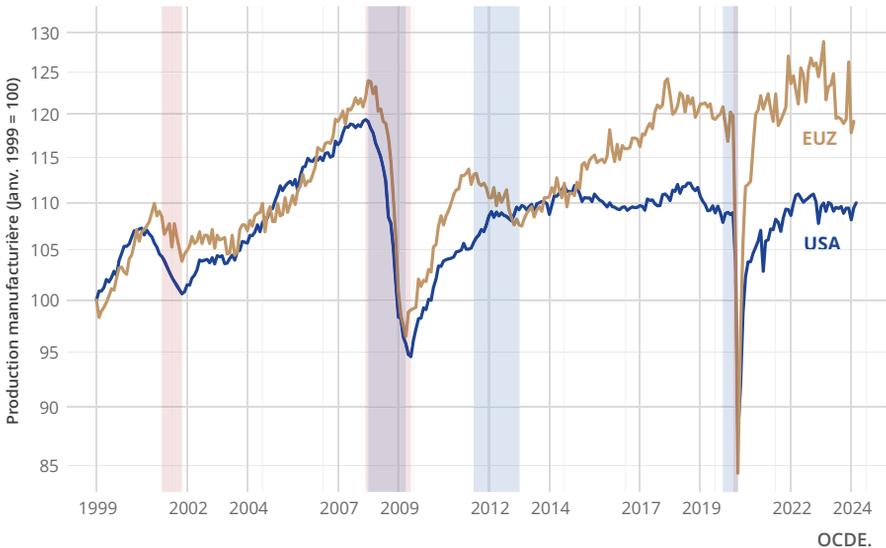
Les pays de la zone euro compensent partiellement le manque de dynamisme de la productivité relativement aux États-Unis par une nette amélioration de leur taux d'activité et une baisse de leur taux de chômage. À noter cependant que les États-Unis partaient en 1999, par rapport à la zone euro, d'un niveau de taux d'activité plus élevé (69 % contre 63 %) et d'un taux de chômage plus bas (4,2 % contre 9,6 %), limitant les potentiels gains de croissance liés à l'amélioration du marché du travail du côté américain. La hausse du taux d'emploi dans la zone euro est très nette mais elle est particulièrement marquée en Espagne (en raison principalement de la forte hausse du taux d'activité) et en Allemagne (par la hausse du taux d'activité et la baisse marquée du taux de chômage).

Sur la période 1999-2023, la zone euro a connu une diminution de la durée du travail un peu plus forte que celle des États-Unis, amputant la croissance du PIB par habitant de -0,3 point par an en moyenne (contre -0,2 point aux États-Unis). Et parmi les grands pays de la zone

euro, c’est en France que cette baisse est la moins marquée (-0,2 point par an) et en Allemagne qu’elle affecte le plus négativement la croissance (-0,4 point). Enfin, le ratio démographique joue négativement sur la croissance du PIB par habitant dans la zone euro (-0,1 point par an) alors qu’au contraire, la démographie américaine soutient la croissance du PIB par habitant (0,1 point).

Au sein des grands pays de la zone euro, la France a bénéficié de gains de productivité par tête proches de ceux de l’Allemagne (si l’on corrige de la moindre baisse de la durée du travail) et d’une démographie moins défavorable que ses partenaires. En revanche, son marché du travail, que ce soit par la hausse du taux d’activité ou la baisse du taux de chômage, s’est moins amélioré depuis 1999 que dans les autres grands pays de la zone euro. Cela a contribué à accroître la croissance du PIB par habitant en France de 0,3 point par an en moyenne contre 0,8 point en Allemagne et en Espagne, 0,5 point aux Pays-Bas et 0,4 point en Italie. Cette première analyse des facteurs d’offre montre donc que la différence de croissance du PIB par habitant entre la zone euro et les États-Unis reflète principalement des écarts de productivité.

Graphique 5. Évolution de la production manufacturière en volume aux États-Unis et en zone euro



Note : Les périodes bleues (resp. roses) représentent les récessions américaines (resp. européennes) telles que définies par le NBER (resp. CEPR).

Par ailleurs, en ce qui concerne le tissu productif, la zone euro se distingue des États-Unis par une croissance en volume de la production manufacturière plus importante sur la période. Cela n'est pas toujours mentionné dans le débat français, car la France a connu une croissance moindre de sa production manufacturière durant la même période. Toutefois, au niveau agrégé, le niveau de l'offre et d'industrialisation semble tout à fait satisfaisant dans la zone euro (voir graphique 5). Ces dernières années, depuis le déclenchement de la guerre en Ukraine, ont néanmoins vu un certain recul de la production manufacturière, principalement en raison des difficultés rencontrées par les industries énergivores face à la hausse des prix de l'énergie, notamment ceux du gaz naturel.

Au-delà du constat dressé en moyenne sur l'ensemble de la période en termes d'évolution de la production industrielle et de la productivité, il est également important d'analyser les évolutions du chômage et de l'emploi pour étudier plus finement les différences entre la zone euro et les États-Unis et pour voir également si les économies européennes ont eu tendance à converger.

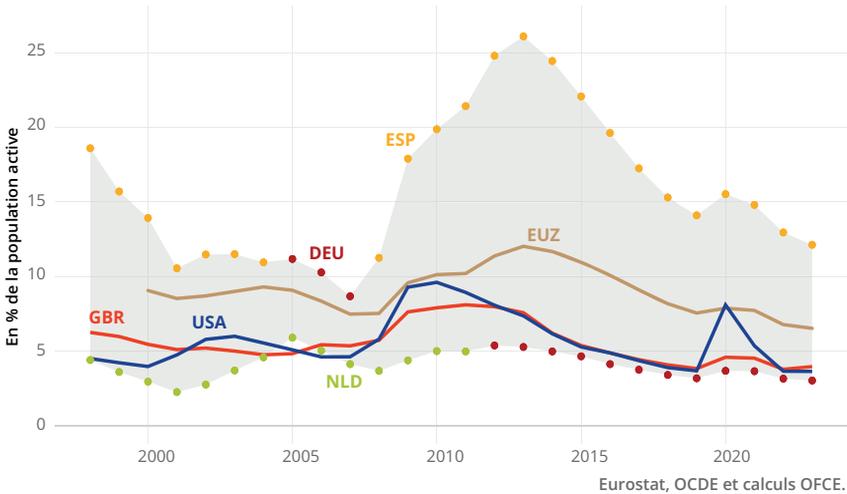
Vers une convergence sur les marchés du travail ?

À la veille de sa création, les taux de chômage au sens du BIT des cinq premières économies de la zone euro se situaient entre 4,4 % et 18,6 % de la population active (graphique 6). Aujourd'hui, ces taux sont globalement plus bas : ils se situent entre 3 % et 12 %. L'éclatement de la bulle Internet en 2000 a entraîné une augmentation des taux de chômage en Europe mais les disparités se sont atténuées jusqu'en 2007, l'écart maximal n'étant plus que de 4,5 points entre les cinq grandes économies européennes. À ce moment-là, l'Allemagne affichait le taux de chômage le plus élevé (en 2005 et 2007). Après 2007, le taux de chômage espagnol a explosé pour atteindre 26,1 % de la population active en 2013, résultat des séquelles de la crise des *subprimes* et de la crise des dettes européennes.

L'écart de taux de chômage entre la zone euro et les États-Unis reste relativement stable dans le temps, principalement en raison des différences de fonctionnement des marchés du travail. Pendant les périodes de crise, la flexibilité entraîne une plus forte hausse du taux de chômage aux États-Unis qu'en zone euro. Mais, alors que la crise des dettes souveraines européennes avait recréé de la divergence au sein de la zone euro, celle de la Covid-19 a eu un effet plus mesuré sur le

taux de chômage, ce qui s'explique par la mise en œuvre de politiques similaires d'activité partielle. Alors qu'aux États-Unis ce taux a augmenté de 4,2 points sur un an en 2020, il n'a augmenté que de 0,3 point en moyenne dans la zone euro cette année-là.

Graphique 6. Évolution du taux de chômage en Europe et aux États-Unis

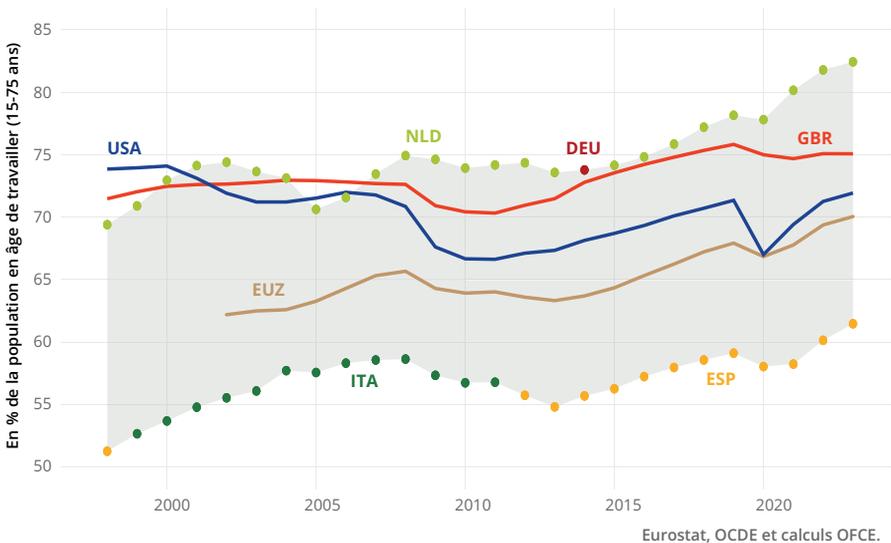


Note : la partie grisée marque l'amplitude des taux de chômage des cinq premières économies de la zone euro. Parmi celles-ci, l'Allemagne a le taux de chômage le plus élevé en 2005, et les Pays-Bas, le taux de chômage le plus bas.

La dynamique du taux de chômage est étroitement liée à celle du taux d'emploi. Globalement, au cours des 25 dernières années, nous constatons une tendance à la hausse des taux d'emploi dans la plupart des pays européens (graphique 7) – il a augmenté de 8 points en moyenne en zone euro depuis la création de la monnaie unique tandis qu'il baissait de 2 points aux États-Unis. Cette réduction de l'écart entre les deux régions s'explique en partie par la moindre résilience de l'emploi aux États-Unis pendant les crises, notamment celle de 2008. Le taux d'emploi américain a mis presque une décennie à retrouver son niveau d'avant la crise.

Aux Pays-Bas, historiquement, le taux d'emploi a été le plus élevé parmi les cinq premières puissances européennes. En 2023, il atteint 82,4 % de la population en âge de travailler. En Italie et en Espagne, les taux d'emploi sont en retard par rapport à la moyenne de la zone euro. Environ 61 % de la population en âge de travailler est employée dans ces pays, contre une moyenne de 70 % dans la zone euro.

Graphique 7. Évolution du taux d'emploi en Europe et aux États-Unis



Note : la partie grisée marque l'amplitude des taux d'emploi des 15-75 ans des cinq premières économies de la zone euro. Parmi celles-ci, les Pays-Bas ont le taux d'emploi le plus élevé en 2005, et l'Italie, le taux d'emploi le plus bas.

En zone euro, le taux d'emploi des personnes âgées de 55 à 64 ans se situe à 64 % de la population concernée, il a presque doublé depuis la création de la monnaie unique. Il est le plus élevé en Allemagne et aux Pays-Bas (75 % en 2023) tandis que 57 % des seniors italiens sont en emploi et en France, le taux d'emploi est légèrement plus élevé. Parmi les 65-74 ans, on retrouve la même hiérarchie, les Pays-Bas enregistrant le plus fort taux d'emploi (18,1 %) et l'Espagne le plus bas avec 6,2 % des 65-74 ans en emploi en 2023.

Ces variations dans les taux d'emploi reflètent les spécificités économiques et les politiques de l'emploi propres à chaque pays européen. Il est essentiel de continuer à surveiller ces indicateurs pour comprendre les dynamiques du marché du travail dans cette région. Aux États-Unis, le marché du travail reste plus flexible et s'ajuste plus rapidement à la hausse comme à la baisse pendant et en sortie de crise. On note cependant que même si la croissance de la productivité a été plus dynamique outre-Atlantique, le taux d'emploi a diminué en lien avec la baisse du taux de participation sur le marché du travail.

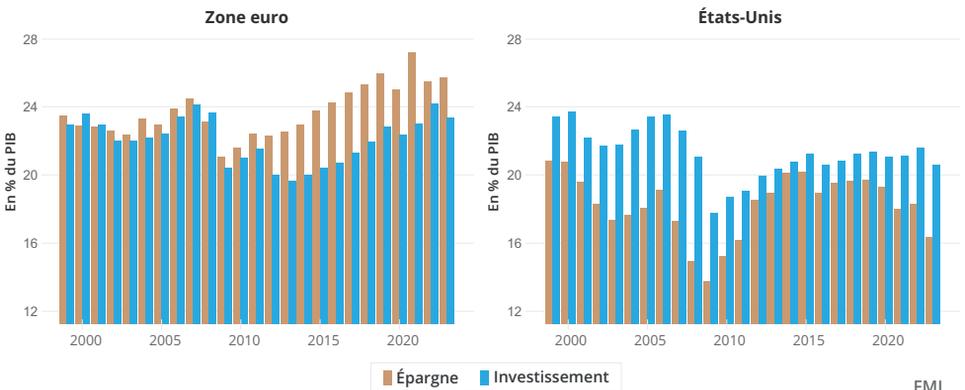
3. Les causes du décrochage : les facteurs de demande

Le rôle du comportement d'épargne...

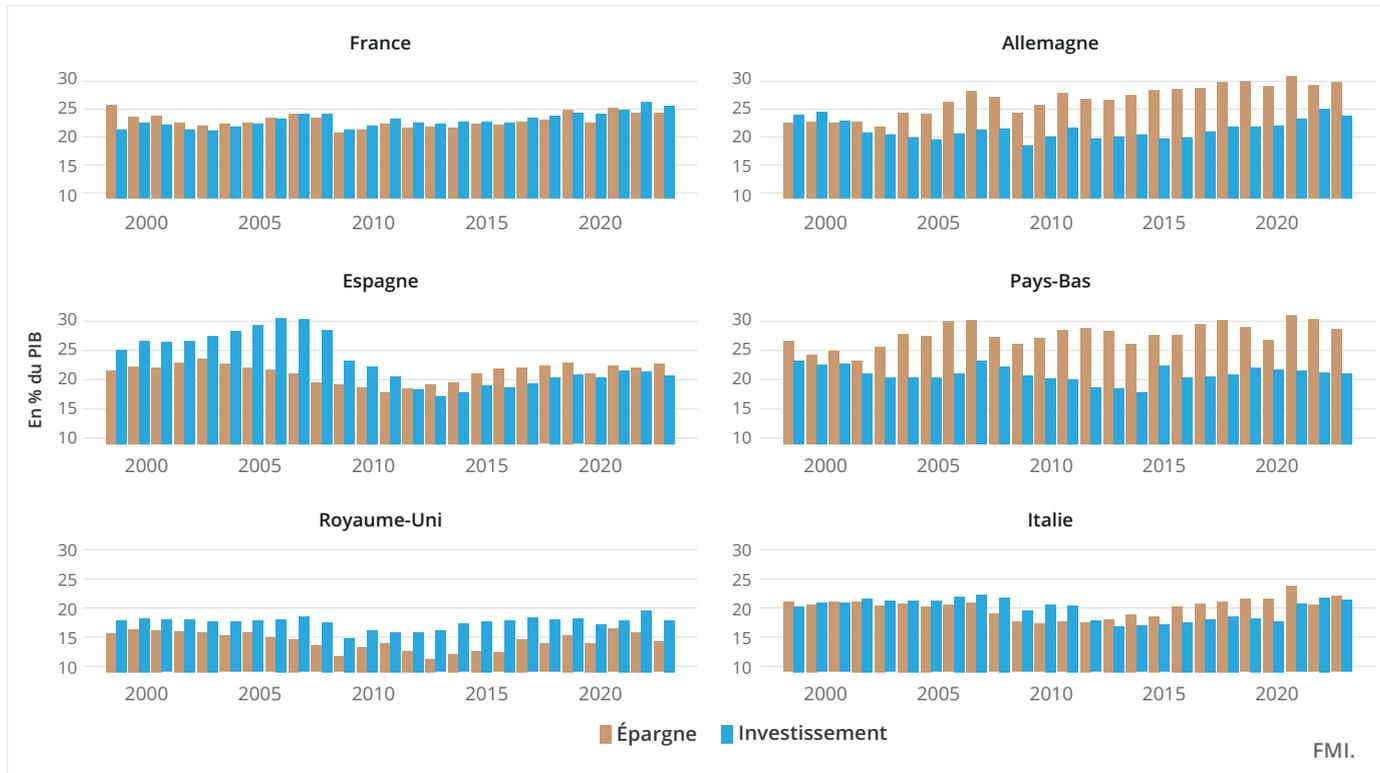
Le décrochage européen peut-il être dû à un déficit de demande agrégée ? L'idée qu'un tel déficit puisse avoir un impact à moyen terme sur le niveau du PIB reste très controversée et dépasse largement l'objet de cette étude. Cependant, force est de constater que le déficit de demande agrégée en zone euro est lui bien réel. Alors que le taux d'investissement de 2023 retrouve un niveau proche de celui observé en 1999, le taux d'épargne de l'ensemble des secteurs institutionnels de la zone euro a fortement augmenté, passant de 23 à 26 % du PIB. Il se situe, en 2023, 9 points au-dessus du taux d'épargne américain. La différence n'était que de 2 points en 1999, le taux d'épargne américain étant passé de 21 à 17 % en 25 ans (graphique 8). Corollaire d'un taux d'épargne en hausse et d'un revenu moins dynamique, la consommation par habitant croît nettement moins vite en zone euro (environ 22 % entre 1999 et 2023) qu'aux États-Unis (45 % sur la même période). Ce taux d'épargne élevé de la zone euro ne se justifie pas par un besoin d'investissement plus important. Depuis 2010, le taux d'épargne est nettement supérieur au taux d'investissement, suggérant que la zone euro vit « en dessous de ses moyens ».

Au sein de la zone euro, l'Allemagne et les Pays-Bas affichent des taux d'épargne exceptionnellement élevés, de l'ordre de 30 % du PIB, quand en France, en Espagne et en Italie, les taux sont compris entre 20 et 25 % du PIB (graphique 9).

Graphique 8. Taux d'épargne et taux d'investissement dans la zone euro et aux États-Unis



Graphique 9. Taux d'épargne et taux d'investissement dans les grands pays européens

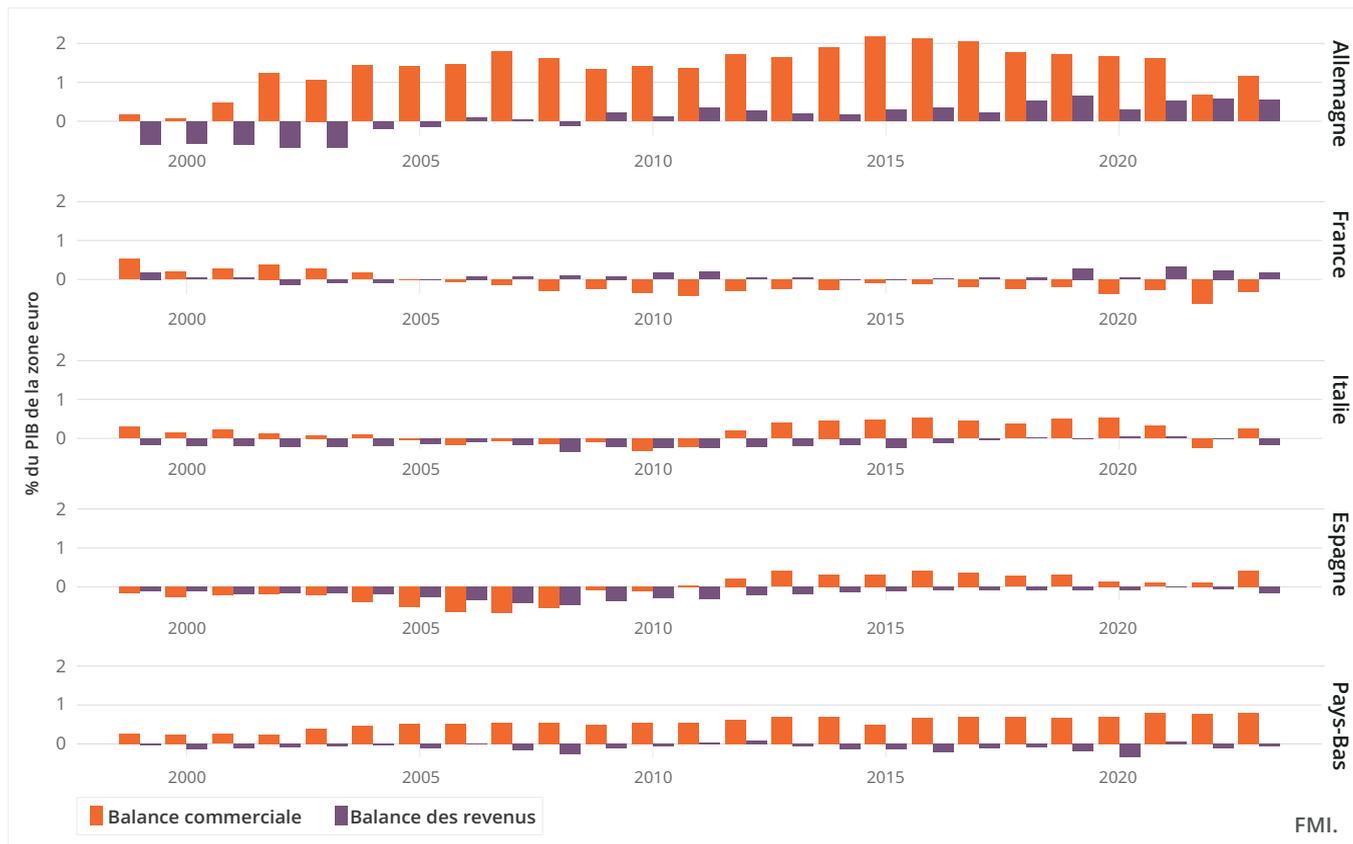


... qui se traduit par des déséquilibres à l'extérieur et à l'intérieur de la zone euro

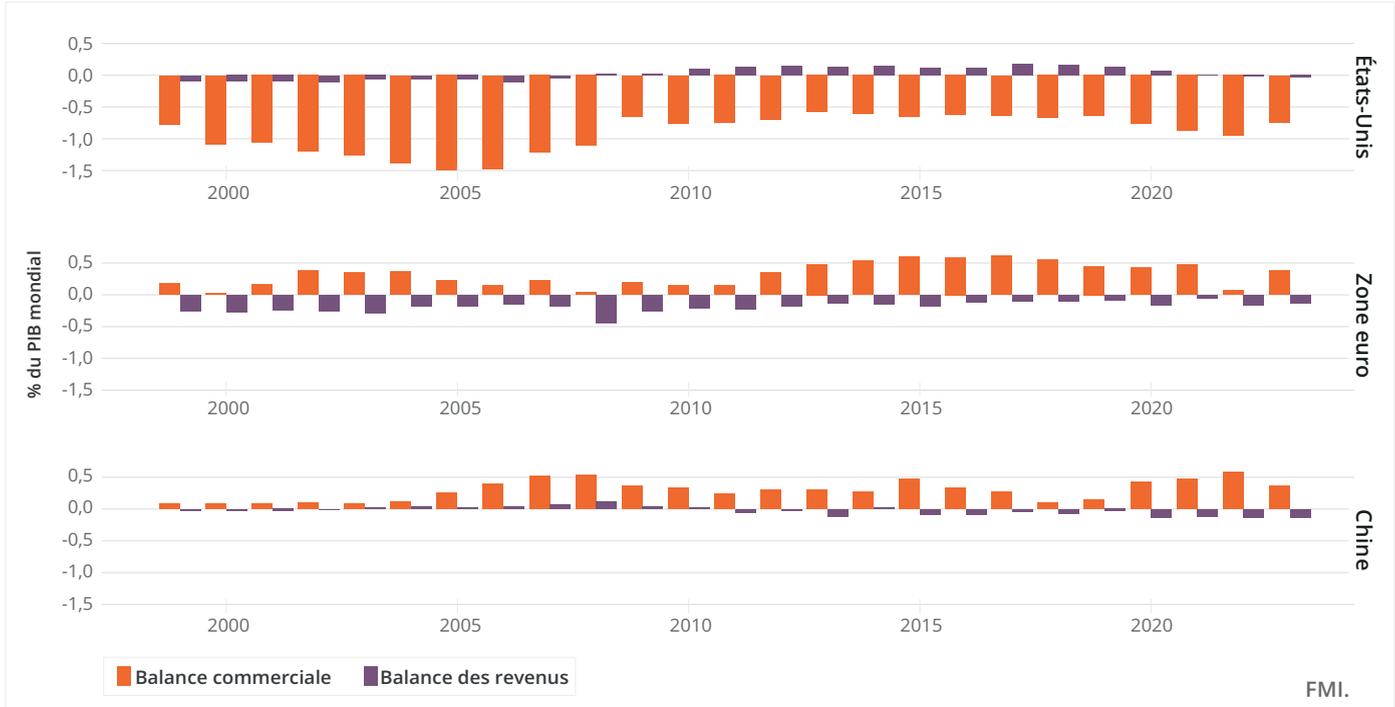
Une épargne supérieure à l'investissement a pour contrepartie un excédent de la balance courante. Celle de la zone euro a connu des évolutions importantes depuis l'introduction de la monnaie unique en 1999. La zone euro dans son ensemble génère de modestes excédents commerciaux dans les années 2000, qui fluctuaient notamment au gré des variations des prix de l'énergie. La crise de la dette souveraine a provoqué une rupture. À partir de 2010-2011, et pour toute la décennie, l'excédent est devenu plus important et semble structurel. Il a atteint 0,5 point de PIB mondial en 2014 et est resté au-dessus de ce niveau jusqu'en 2018. Sur cette période, l'ordre de grandeur est similaire à celui du déficit commercial américain et supérieur à l'excédent chinois (hors Hong Kong). Seule la crise énergétique de 2022 a fait revenir le solde commercial de la zone euro à un quasi-équilibre. L'année 2023 suggère cependant que cette dégradation n'était que de courte durée, le quasi-équilibre laissant de nouveau place à un excédent significatif (graphique 10).

Cet excédent commercial à l'échelle de la zone euro est très inégalement réparti entre les différents États membres. Il reflète essentiellement les excédents commerciaux allemands et néerlandais. Le premier a ainsi représenté plus de 1 % du PIB de la zone sans interruption entre 2002 et 2021, dépassant même les 2 % entre 2015 et 2017. Les deux pays représentent entre 70 et 80 % de l'excédent total de la zone euro depuis 2013, la zone hors Allemagne et Pays-Bas étant déficitaire sur la période 2004-2012. Ces excédents ont été contrebalancés jusqu'en 2010-2011 par les déficits espagnols, italiens et français. Les deux premiers se sont cependant transformés en excédents significatifs après la mise en place des politiques d'austérité, celles-ci ayant à la fois réduit les importations en comprimant les revenus et stimulé les exportations en améliorant la compétitivité-prix. Les pays du nord de l'Europe et ceux du sud sont aujourd'hui excédentaires, la France maintenant quant à elle des déficits modérés (graphique 11). Les déséquilibres internes des années 2000 se sont accompagnés d'une forte divergence des coûts salariaux unitaires nominaux au sein de la zone avec une stagnation en Allemagne et une forte hausse en Espagne ou en Italie. En revanche, la convergence observée depuis 2010 ne s'est nullement accompagnée d'une réduction des excédents des pays du nord (graphique 12).

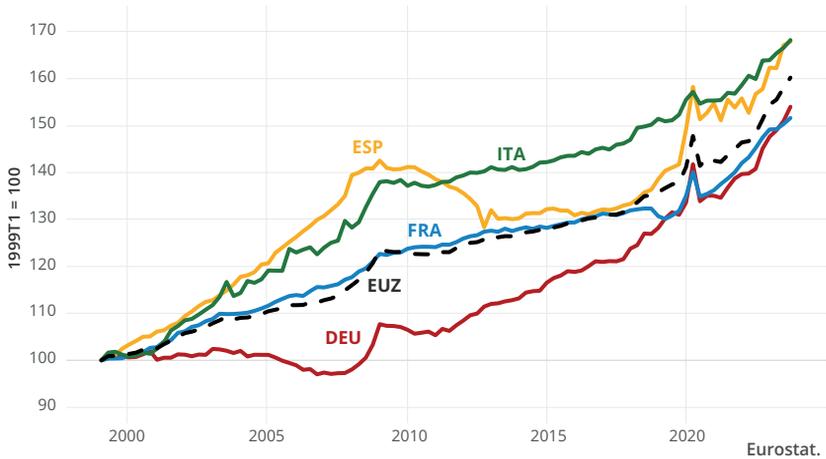
Graphique 10. Balances commerciales et de revenus dans la zone euro, aux États-Unis et en Chine



Graphique 11. Balances commerciales et de revenus au sein de la zone euro



Graphique 12. Coûts unitaires salariaux nominaux en zone euro



Des déséquilibres appelés à perdurer à moins d'un changement de comportement et de politique économique

Dans des économies caractérisées par une forte mobilité internationale des capitaux comme le sont les économies européennes et américaines, un taux d'épargne désiré élevé par rapport au taux d'investissement se traduit par des exportations désirées de capitaux et donc une demande forte de devises étrangères. Toutes choses égales par ailleurs, cette demande conduit le taux de change réel à s'ajuster à la baisse, générant ainsi un excédent commercial. L'excédent commercial lui-même ne produit pas directement de pression à la hausse sur le taux de change pour rééquilibrer les échanges commerciaux. Le processus qui conduit au rééquilibrage des balances commerciales est indirect. L'accumulation d'excédents commerciaux par un pays donné doit conduire à l'accumulation d'actifs financiers dans les autres pays. Les revenus associés à ces actifs viennent accroître le revenu national et donc la consommation pour un niveau de PIB donné, réduisant le taux d'épargne en points de PIB et les excédents commerciaux par la hausse des importations. L'élément clé de ce processus de rééquilibrage est donc l'amélioration de la balance des revenus des pays ayant des excédents commerciaux et la dégradation de celle des pays déficitaires. Or, les graphiques 10 et 11 montrent également que le phénomène est d'une ampleur très limitée malgré l'accumulation d'excédents ou de déficits commerciaux pendant plus de 20 ans pour certains pays. Les

États-Unis conservent ainsi en 2023 un solde des revenus à l'équilibre malgré des déficits commerciaux significatifs depuis 1975 et des taux d'intérêts élevés. À l'inverse, le solde des revenus allemands demeure modeste tandis que celui des Pays-Bas est structurellement négatif. Les pays excédentaires tendent en effet à accumuler des actifs faiblement rémunérés tandis que les États-Unis, et dans une certaine mesure la France, compensent leur dette externe par des investissements directs à l'étranger et de portefeuille à haut rendement. Les faibles mouvements sur la balance des revenus expliquent que les déséquilibres se soient maintenus jusque-là et suggèrent qu'ils persisteront dans l'avenir, avec les risques en termes de stabilité financière et de dynamique macro-économique que cela comporte, à moins que les taux d'épargne convergent entre grandes zones et au sein de la zone euro. Les pays déficitaires devront y contribuer en augmentant leur taux d'épargne. Cependant, il semble très difficile d'envisager un rééquilibrage significatif sans réduction des taux d'épargne des pays excédentaires, notamment à travers une politique budgétaire plus expansionniste, d'autant qu'il est difficile de comprendre la rationalité économique d'un niveau de consommation aussi bas s'il se traduit par l'accumulation d'actifs à faible rendement¹⁰.

Le rôle du *policy mix* ?

La moindre performance de croissance des pays européens par rapport aux États-Unis pourrait être liée à la conduite de la politique économique. La stabilisation de l'activité suppose en effet que la politique budgétaire et la politique monétaire soient contracycliques. Néanmoins, une politique budgétaire plus expansionniste se traduit par un accroissement du déficit budgétaire et donc une hausse de la dette publique, tandis qu'une politique monétaire plus expansionniste peut se heurter à l'objectif d'inflation de la banque centrale. Ainsi l'orientation de la politique économique reflète non seulement les chocs auxquels les économies sont confrontées mais peut également

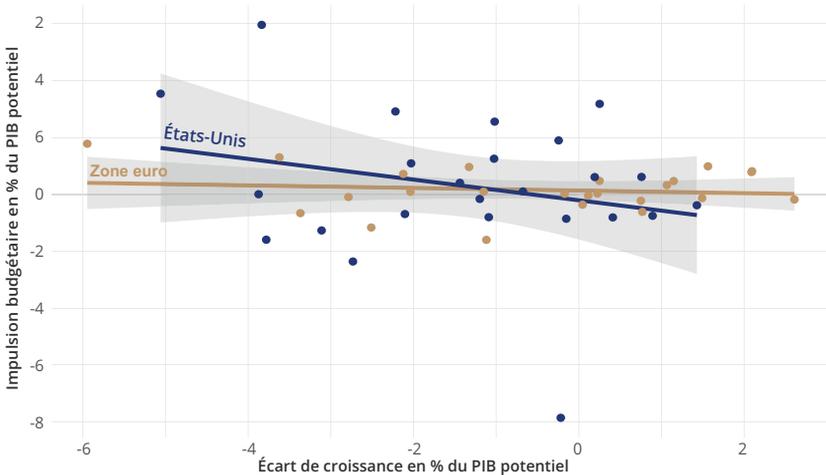
10. Ce raisonnement théorique peut également être tenu dans le cas symétrique d'une accumulation de déficits. Il est valable si la mobilité de capitaux est parfaite et lorsque les capacités des économies sont pleinement employées. Ces conditions ne sont pas réunies dans la réalité mais semblent une approximation raisonnable pour les États-Unis et la zone euro et pour le problème considéré. Il convient de garder à l'esprit que le raisonnement n'est pas forcément adapté à l'analyse d'autres pays, notamment la Chine où les sorties et entrées de capitaux sont contrôlées. D'autre part, à la suite d'un excès d'épargne désirée, l'ajustement peut ne pas se faire intégralement par la baisse du taux de change mais aussi par la baisse du produit intérieur (et donc par des capacités inemployées).

dépendre des préférences ou des objectifs des autorités monétaires. Le rôle contracyclique de la politique budgétaire est essentiel car il permet d'amortir les chocs, au-delà de l'effet des stabilisateurs automatiques. Tous les choix ne répondent cependant pas à la nécessité de stabilisation macroéconomique comme l'illustrent par exemple les baisses d'impôts mises en œuvre par Donald Trump en 2017, ou encore le niveau toujours élevé du déficit américain. Ces choix budgétaires peuvent correspondre à l'objectif de stimuler la demande de manière plus pérenne, y compris dans les périodes d'expansion économique, ou encore répondre à des considérations purement politiques.

Les variations annuelles du solde structurel primaire renseignent sur l'orientation expansionniste ou restrictive de la politique budgétaire¹¹. Le graphique 13 illustre la relation entre l'activité économique et l'impulsion budgétaire qui traduit la composante discrétionnaire de la politique budgétaire. Alors qu'en moyenne le lien semble tenu en zone euro, la relation est décroissante pour les États-Unis, indiquant que lorsque l'activité est inférieure à son potentiel, l'orientation de la politique budgétaire devient plus expansionniste. Ce constat reflète aussi le fait que le système fiscal et social est moins protecteur outre-Atlantique. Les retournements conjoncturels se traduisent donc par une perte de revenu plus rapide et aussi potentiellement par un moindre accès au système de santé. La politique budgétaire discrétionnaire joue par conséquent un rôle de stabilisation macroéconomique plus important. Par exemple, lors de la récession de 2008-2009, l'impulsion cumulée sur ces deux années s'est élevée à 6 points de PIB aux États-Unis selon l'estimation de l'OCDE, contre 2,3 points dans la zone euro. De plus, alors que l'activité n'était pas encore revenue à son potentiel, les pays européens ont mis en œuvre une politique de consolidation budgétaire précoce. Comparativement, la réduction du déficit structurel primaire a été plus progressive aux États-Unis.

11. Le solde structurel primaire correspond au solde des administrations publiques corrigé de la charge d'intérêts nominale et des effets du cycle économique. En effet, même à décision inchangée, certaines recettes et dépenses publiques réagissent au cycle. Par exemple, les dépenses d'assurance chômage augmentent ou les recettes de l'impôt sur les sociétés diminuent. Cette variation « mécanique » du solde correspond aux stabilisateurs automatiques. Les gouvernements peuvent ensuite prendre des mesures de soutien ou de frein à l'activité qui vont au-delà de ces stabilisateurs. Par exemple, en période de ralentissement économique, ils peuvent décider d'accroître temporairement le montant de l'assurance-chômage ou de réduire le taux d'imposition sur le revenu. Une augmentation donnée du déficit budgétaire peut aussi aboutir à une stimulation plus ou moins grande de la demande agrégée selon qu'elle bénéficie à des ménages qui ont des propensions à consommer plus ou moins grandes.

Graphique 13. Impulsion budgétaire et cycle économique en zone euro et aux États-Unis entre 1999 et 2023



OCDE Perspectives économiques, octobre 2023.

Note : les aires représentent l'intervalle de confiance à 95 %.

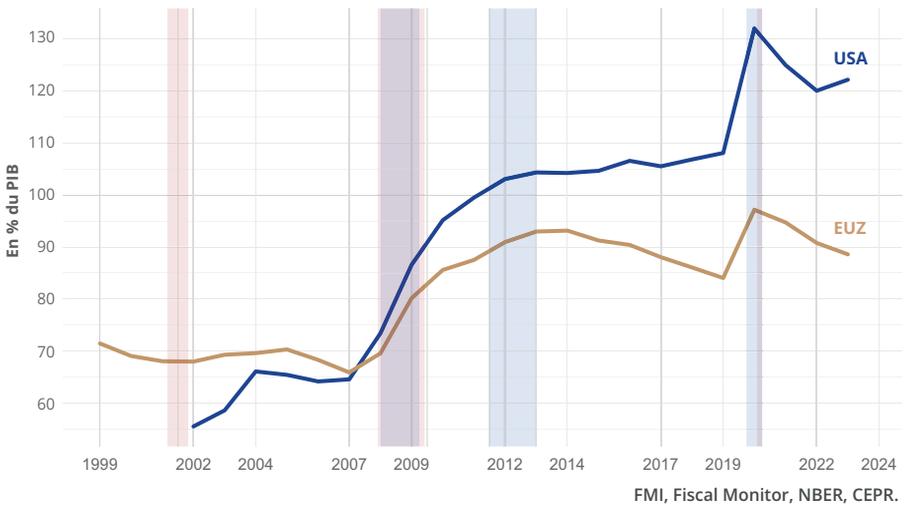
La politique budgétaire discrétionnaire semble donc non seulement plus expansionniste en moyenne mais également plus contracyclique aux États-Unis que dans la zone euro, ce qui se traduit par un déficit structurel en moyenne plus élevé : -2,9 % de PIB entre 1999 et 2023 contre -0,3 %, ce qui a pour corollaire une augmentation plus forte de la dette publique américaine (graphique 14). Ainsi, les États-Unis semblent avoir clairement privilégié l'objectif de croissance, acceptant en contrepartie une augmentation de leur dette publique, notamment après 2008¹². Entre 1999 et 2023, celle-ci a augmenté de plus de 64 points de PIB alors que la hausse pour la zone euro dans son ensemble est de 17 points¹³. Notons que même s'il semble exister un lien positif entre dette publique et croissance quand on compare la zone euro et les États-Unis, cette relation ne peut pas être généralisée. En effet, parmi les pays de la zone euro, ceux dont la dette publique a le plus augmenté ne sont pas nécessairement ceux qui ont enregistré

12. La révision du Pacte de stabilité européen entrée en vigueur en 2013 et intégrée dans le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG) imposait aux États membres un objectif de réduction de leur dette publique dès lors que celle-ci dépassait 60 % du PIB. Quand bien même l'objectif n'a pas été respecté, il a cependant bien mis en évidence l'importance d'un objectif de réduction de la dette publique dans les objectifs de politique économique européenne.

13. La hausse est surtout prononcée après 2008.

les meilleures performances économiques. Ainsi, alors que c'est en Allemagne que la croissance moyenne du PIB par habitant a été la plus élevée entre 1999 et 2023, la dette publique a peu augmenté (+4,7 points) – l'Allemagne a en effet été en mesure de croître *via* la demande externe de ses partenaires commerciaux et non interne, comme le suggère son excédent commercial (et courant) très important. Comparativement, la dette publique italienne a augmenté de 23 points de PIB pour une croissance bien plus modeste. Dans ce cas précis, la hausse de la dette peut aussi être vue comme une conséquence de la très faible croissance italienne au cours des deux dernières décennies.

Graphique 14. Dynamique de la dette publique en zone euro et aux États-Unis depuis 1999



Note : les périodes bleues (resp. roses) représentent les récessions américaines (resp. européennes) telles que définies par le NBER (resp. CEPR).

Le rôle des différences institutionnelles entre la zone euro et les États-Unis est moins marqué pour ce qui concerne la politique monétaire puisque dans les deux cas, elle est mise en œuvre par une banque centrale à l'échelle de l'union. En moyenne sur l'ensemble de la période, le taux de politique monétaire de la BCE est inférieur à celui de la Réserve fédérale, ce qui s'explique notamment par la période post-2015 (graphique 15). En effet, alors que la Réserve fédérale amorçait une normalisation progressive de sa politique monétaire et remontait ses taux dès fin 2016, la BCE a amplifié son assouplissement monétaire en adoptant une politique d'achats d'actifs similaire à celle mise en

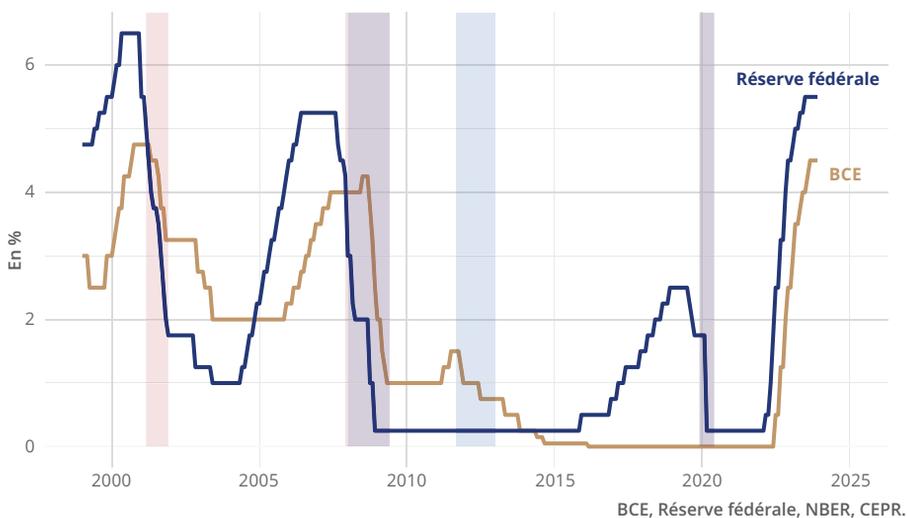
œuvre par la Réserve fédérale dès 2009. Ces mesures dites non conventionnelles ne se reflètent cependant pas dans le taux d'intérêt directeur des banques centrales contraint par la borne de taux zéro.

L'évolution de la taille des bilans, exprimée en pourcentage du PIB, permet de mieux rendre compte de ces politiques monétaires non conventionnelles¹⁴. Le graphique 16 montre que la banque centrale américaine a été plus prompte à adopter ces mesures que son homologue européenne. En effet, le bilan de la Réserve fédérale augmente rapidement en 2009 et plus fortement que celui de la BCE. Les opérations d'octroi de liquidités mises en œuvre par la BCE fin 2011 et début 2012 se sont traduites par une hausse transitoire du bilan mais il a fallu attendre 2015 pour que la BCE adopte une politique d'achat d'actifs similaire à celle que la Réserve fédérale avait adoptée dès 2009. Cette politique avait pour objectif de lutter contre un risque déflationniste persistant. Il n'en demeure pas moins qu'elle apparaît à contretemps de la récession de 2008-2009 mais également de la deuxième récession, liée à la crise des dettes souveraines. Ce décalage dans le calendrier de l'assouplissement quantitatif pourrait aussi avoir contribué aux différences de croissance entre la zone euro et les États-Unis.

Ce constat pourrait indiquer que les membres du Conseil des gouverneurs de la BCE sont plus sensibles à l'inflation que ne le sont ceux de la Réserve fédérale. De fait, le taux d'inflation de la zone euro entre 1999 et 2023 a été en moyenne plus faible qu'aux États-Unis : 2,1 % contre 2,6 %. Ces différences de préférences pourraient expliquer les réticences de la BCE à adopter des mesures plus expansionnistes dès 2009. Il est également possible que le double mandat explicite de la Réserve fédérale lui ait donné davantage de marges de manœuvre lorsqu'il s'agissait de stimuler l'activité pour sortir de la récession de façon durable. On peut aussi arguer que les carences institutionnelles de la zone euro en matière de gouvernance budgétaire ont rendu la mise en œuvre de ce type de mesure plus compliquée. En effet, en l'absence de marché de la dette européenne et en raison de la clause de « *no bailout* » interdisant le renflouement des États en difficulté, la BCE s'est sans doute montrée réticente à intervenir sur les marchés de dette des États.

14. La taille des bilans ne reflète pas uniquement les politiques d'achat d'actifs mais également les opérations d'octroi de liquidités des banques centrales. À cet égard, le soutien de la BCE au premier stade de la crise s'est surtout traduit par la mise à disposition de liquidités supplémentaires pour le système bancaire.

Graphique 15. Taux directeurs de la BCE et de la Réserve fédérale



Note : les périodes bleues (resp. roses) représentent les récessions américaines (resp. européennes) telles que définies par le NBER (resp. CEPR).

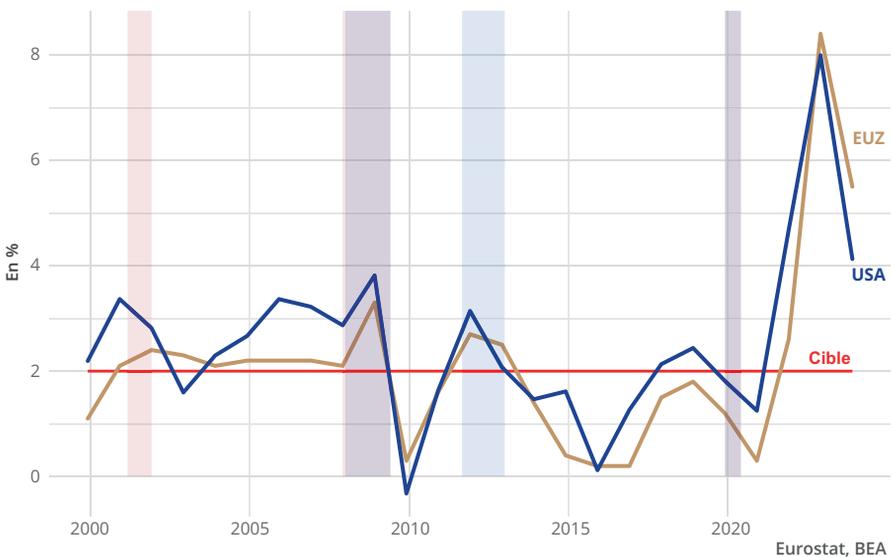
Graphique 16. Bilan de la BCE et de la Réserve fédérale



Note : les périodes bleues (resp. roses) représentent les récessions américaines (resp. européennes) telles que définies par le NBER (resp. CEPR).

Ce constat pourrait suggérer les membres du Conseil des gouverneurs de la BCE sont plus hostiles à l’inflation que ne le sont ceux de la Réserve fédérale. De fait, le taux d’inflation de la zone euro entre 1999 et 2023 a été en moyenne plus faible qu’aux États-Unis: 2,1 % contre 2,6% (graphique 17). Ces différences de préférences pourraient expliquer les réticences de la BCE à adopter des mesures plus expansionnistes dès 2009. Il est également possible que le double mandat explicite de la Réserve fédérale lui donne plus de marges de manœuvre lorsqu’il faut de stimuler l’activité pour sortir de la récession de façon durable. On peut aussi arguer que les carences institutionnelles de la zone euro en matière de politique budgétaire ont rendu la mise en œuvre de ce type de mesure plus compliquée dans la mesure où la BCE pouvait initialement se montrer réticente, en l’absence de marché de la dette européenne, à intervenir sur les marchés de dette des États.

Graphique 17. Inflation dans la zone euro et aux États-Unis



Note : les périodes bleues (resp. roses) représentent les récessions américaines (resp. européennes) telles que définies par le NBER (resp. CEPR).

En période de crise et en sortie de crise, les politiques économiques menées dans la zone euro sont moins expansionnistes qu’aux États-Unis, ce qui pourrait contribuer à expliquer les performances de croissance relativement moins bonnes après les crises. En contrepartie, la

dette publique de la zone euro dans son ensemble a moins fortement augmenté et l'inflation y a été en moyenne plus faible. Ces différences soulignent que les règles budgétaires européennes ont pu limiter la capacité de stabilisation macroéconomique des États alors qu'aucune politique budgétaire européenne supranationale ne pouvait jouer ce rôle. Sur le plan monétaire, le double mandat de la Réserve fédérale pourrait également lui donner quelques marges de manœuvre supplémentaires pour arbitrer entre son objectif de stabilité des prix et la croissance¹⁵.

4. Après les crises sanitaire et énergétique, va-t-on vers une convergence au sein de la zone euro ?

Comme l'indiquait déjà l'OFCE dans sa dernière prévision¹⁶, en 2023 l'économie américaine échappe toujours au ralentissement tandis que la situation conjoncturelle reste dégradée dans les pays européens. Cela a tendance à accentuer la divergence entre les États-Unis et la zone euro qui est apparue dès le début de la crise sanitaire. Au-delà des écarts de croissance potentielle entre pays et de la différence en termes de politique budgétaire, la divergence récente est pour partie liée à l'impact de la crise énergétique et à la hausse plus forte des prix de l'énergie en Europe (graphique 18), notamment des prix du gaz naturel du fait principalement de la baisse de l'offre de gaz naturel russe après le déclenchement de la guerre en Ukraine. Selon Bruegel¹⁷, la consommation de gaz naturel a ainsi diminué de 16 % en Allemagne en 2022 et 2023 par rapport à la période 2019-2021, ce qui est bien inférieur à la baisse de 30 % envisagée en février 2022 en cas de coupure des approvisionnements en gaz russe (voir Bachmann *et al.*, 2022). Cette réduction moins importante s'explique par le remplacement de la majeure partie des approvisionnements par pipeline par des importations de Gaz Naturel Liquéfié (GNL). Néanmoins, les conséquences des variations des prix de l'énergie expliquent sans aucun doute une part de la divergence de performance économique entre les États-Unis et l'Europe, et en particulier les difficultés rencontrées par les industries énergivores. La réduction de la demande d'énergie en Europe s'est effectuée au prix d'une « destruction de la demande » dans le secteur

15. On peut aussi arguer que la politique monétaire de la BCE aurait été plus efficace si elle avait pu être mieux coordonnée avec une politique budgétaire centralisée.

16. Voir Département analyse et prévision de l'OFCE (2024).

17. Voir : <https://www.bruegel.org/dataset/european-natural-gas-demand-tracker>.

industriel, car il est très difficile de substituer le gaz naturel et l'électricité pour les usages industriels, comme dans la chimie. On a ainsi observé une délocalisation de certaines de ces industries. La question de savoir si l'Europe pourra surmonter cette crise énergétique et remplacer le gaz russe bon marché par des énergies alternatives, ou si cette rupture des approvisionnements énergétiques russes aura des effets permanents sur la croissance potentielle, reste posée. Quoiqu'il en soit, la divergence de la zone euro avec les États-Unis s'accompagne d'une relative convergence au sein de la zone euro.

Graphique 18. Prix du gaz naturel aux États-Unis et en Europe



Banque Mondiale, Commodity Markets Outlook.

Les écarts de croissance se sont réduits depuis 2020

Au sein de la zone euro, la singularité de ces derniers épisodes de crise réside davantage dans le décrochage de l'économie allemande vis-à-vis de ses principaux partenaires européens, notamment du sud. Depuis la mise en place de la zone euro, alors qu'après chaque crise, l'Allemagne enregistrait un rebond plus fort et plus rapide que celui observé dans les autres grands pays européens, notamment en Espagne et surtout en Italie, la hiérarchie semble s'être inversée cette fois-ci. Au quatrième trimestre 2023, quatre ans après le début de la crise sanitaire et deux ans après le début de la crise énergétique, le PIB en volume est tout juste revenu à son niveau d'avant-crise en Allemagne (0,1 %) tandis qu'il se situe 3 % au-dessus en zone euro, en France comme en Espagne et 3,6 % en Italie.

Cette hétérogénéité dans les performances européennes s'amplifie si l'on tient compte des différences de tendances d'avant-crise. En se référant aux estimations de croissance potentielle effectuées avant 2019 pour chaque pays européen par la Commission européenne (base AMECO) et en les prolongeant sur les quatre années suivantes, le niveau d'activité observé fin 2023 est toujours très en dessous de celui qu'il aurait potentiellement pu atteindre pour l'Allemagne (-3,5 points du PIB) tandis qu'il est très positif (+2,8 points du PIB) pour l'économie transalpine. Pour la zone euro dans son ensemble, le déficit d'activité se situerait aux alentours de 1 point de PIB.

S'il n'est pas à exclure une incidence de la crise sanitaire sur le niveau ou le taux de croissance potentielle des économies développées notamment européennes, aucun consensus ne semble émerger pour l'instant. Certaines analyses pointent du doigt des facteurs susceptibles d'avoir un impact négatif durable sur l'économie, tels que les interruptions dans les chaînes d'approvisionnement et les contraintes pesant sur les processus de production¹⁸. Parallèlement, d'autres événements apparus depuis la crise sanitaire, notamment l'intensification des investissements dans les technologies numériques, pourraient engendrer à l'inverse des effets positifs et durable sur l'activité¹⁹. Les études empiriques réalisées à partir de données d'entreprises font ressortir une très forte diversité de situations en matière de productivité²⁰.

Ainsi, deux cas polaires parmi les pays européens peuvent être envisagés sur cette question de la croissance potentielle. En ce qui concerne l'économie allemande, il est fort probable que cette crise ait engendré un choc plus durable : en grevant la compétitivité-prix allemande dans les secteurs intensifs en énergie, le choc énergétique serait plus structurel et viendrait s'ajouter aux chocs préexistants avant 2019 dans certains secteurs industriels comme l'automobile. À l'inverse, la bonne performance italienne s'explique en partie par la faiblesse de sa croissance potentielle pré-Covid – nulle d'après la Commission européenne –, retraçant davantage celle de l'activité fortement touchée par la crise des dettes en zone euro à partir du début des années 2010, que ses fondamentaux actuels.

18. Voir Fernald et Li (2022).

19. Le télétravail pourrait aussi être source de gains de productivité. Voir Bergeaud *et al.* (2023), pour une confirmation sur données françaises.

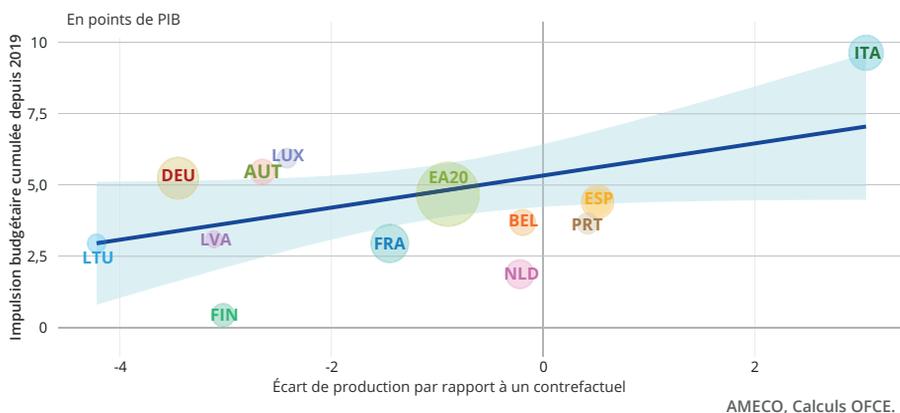
20. Voir Bloom *et al.* (2023).

Au-delà de ces effets structurels, d'autres explications peuvent être avancées pour expliquer les écarts de performances au sein des pays de la zone euro, notamment les effets importants du Plan de relance européen.

Un soutien budgétaire différencié au sein des pays européens

Une première explication peut résider dans la mise en place de politiques économiques plus ou moins expansionnistes au cours des crises sanitaires et énergétiques. À l'instar de l'ensemble des pays développés, les pays européens ont apporté une réponse budgétaire pour faire face à la crise de la Covid-19. Et à partir de 2022, ces derniers ont dû prendre de nouvelles mesures budgétaires pour amortir le choc d'inflation énergétique puis alimentaire à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Une façon d'analyser et de comparer l'ampleur de ces réponses budgétaires consiste à séparer, dans les évolutions du déficit, ce qui est lié mécaniquement aux conséquences de la crise (diminution des recettes et augmentation des dépenses sociales) de ce qui est dû à la mise en place de mesures spécifiques d'urgence ou de relance. Comme l'illustre le graphique 19, les impulsions budgétaires, ainsi calculées et cumulées au cours des quatre dernières années, semblent expliquer une partie de ces écarts de performances. À noter

Graphique 19. Impact des chocs sur l'activité et politique budgétaire depuis la crise sanitaire en Europe



Notes : l'impulsion budgétaire correspond à la variation du solde structurel primaire calculé par AMECO. L'écart de production est évalué par rapport à un contrefactuel calculé à partir des taux de croissance du PIB potentiel estimés par AMECO avant la pandémie. Le diamètre des cercles est proportionnel au PIB des pays en 2019. Le trait bleu correspond à la droite de régression pondérée par la taille des pays (hors EA20).

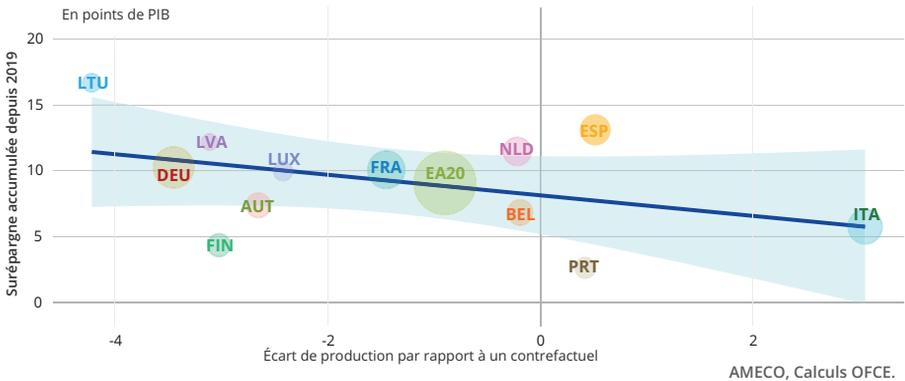
que parmi les pays européens, le soutien budgétaire a été particulièrement important en Italie : ce soutien est notamment passé par des crédits d'impôts à la rénovation dont la facture se situe à plus de 150 milliards d'euros sur les quatre dernières années, le « superbonus²¹ » représentant près des trois quarts de celle-ci.

Un comportement d'épargne des ménages différent

À ce premier effet de revenu s'ajoute également une différence dans l'utilisation de la surépargne accumulée par les ménages. En effet, ces mesures budgétaires, dans un contexte où certaines dépenses ont été contraintes, ont conduit les ménages à épargner massivement en comparaison de leur comportement d'épargne pré-Covid. Or l'utilisation différenciée de cette surépargne a pu engendrer des écarts d'activité.

Ainsi, durant la crise sanitaire, les ménages italiens ont, comme dans les autres pays européens, accumulé de l'épargne du fait des contraintes sanitaires pesant sur les comportements de consommation, mais ils ont par la suite davantage désépargné que leurs homologues des autres pays européens, stimulant davantage leur demande intérieure (graphique 20).

Graphique 20. Impact des chocs sur l'activité et surépargne des ménages depuis la crise sanitaire en Europe



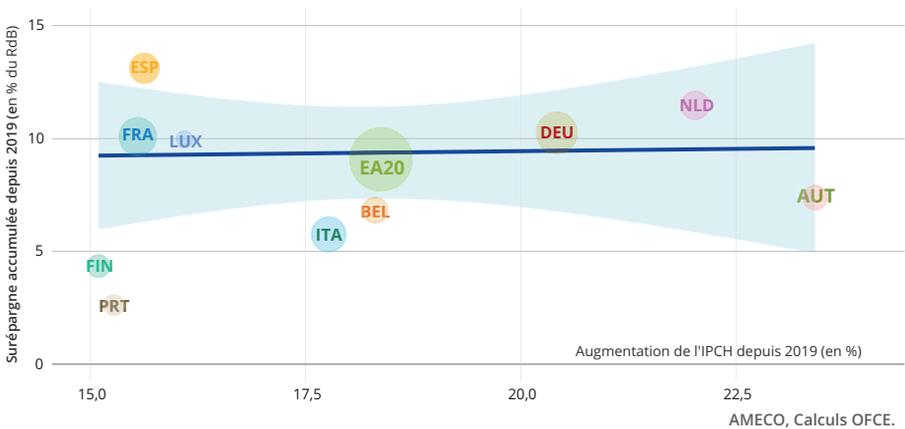
Notes : la surépargne est calculée par rapport à la moyenne du taux d'épargne observé au cours des dix ans avant la crise sanitaire. L'écart de production est évalué par rapport à un contrefactuel calculé à partir des taux de croissance du PIB potentiel estimés par AMECO avant la pandémie. Le diamètre des cercles est proportionnel au PIB des pays en 2019. Le trait bleu correspond à la droite de régression pondérée par la taille des pays (hors EA20).

21. Le dispositif dit du « superbonus » consiste en un crédit d'impôt à hauteur de 110 % du montant des travaux réalisés pour rénover son logement. Sur la période 2020-2023, son coût serait de 100 milliards d'euros d'après Istat.

Une inflation cumulée différente

Dans un contexte où l’offre est sous tension, ce différentiel de comportement de consommation aurait pu engendrer une inflation plus élevée dans les pays où la surépargne est la plus faible. Ce n’est cependant pas ce que l’on observe, la causalité, certes faible, allant plutôt dans l’autre sens : plus l’inflation est élevée, plus les ménages européens semblent avoir adopté un comportement de consommation prudent en surépargnant davantage (graphique 21).

Graphique 21. Inflation et surépargne des ménages depuis la crise sanitaire en Europe

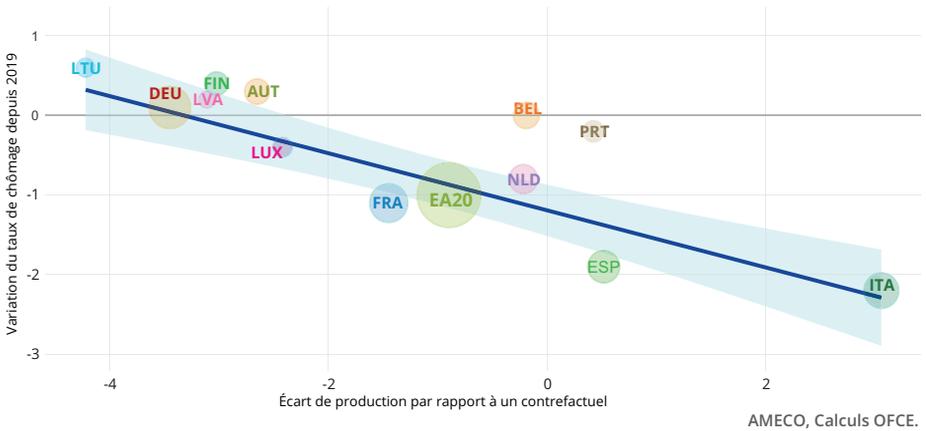


Notes : la surépargne est calculée par rapport à la moyenne du taux d'épargne observé au cours des dix ans avant la crise sanitaire. Le diamètre des cercles est proportionnel au PIB des pays en 2019. Le trait bleu correspond à la droite de régression pondérée par la taille des pays (hors EA20).

Parmi les raisons évoquées, l’inflation permet aussi d’expliquer une partie de la piètre performance allemande depuis 2019. L’inflation depuis quatre ans y a été parmi les plus fortes des grands pays européens, pesant ainsi sur la consommation des ménages et donc la demande intérieure. Cet excès d’inflation est à mettre en lien avec la plus grande dépendance de l’Allemagne à l’énergie russe bon marché ainsi que la mise en place très tardive (mars 2023) d’un bouclier tarifaire sur le gaz et l’électricité.

Ces écarts de performances économiques se retrouvent dans celles du taux de chômage (graphique 22). Depuis 2020, le taux de chômage a plus baissé en Italie et en Espagne qu’en Allemagne.

Graphique 22. Choc sur l'activité et taux de chômage depuis la crise sanitaire en Europe



Notes : l'écart de production est évalué par rapport à un contrefactuel calculé à partir des taux de croissance du PIB potentiel estimés par AMECO avant la pandémie. Le diamètre des cercles est proportionnel au PIB du pays en 2019. Le trait bleu correspond à la droite de régression pondérée par la taille du pays (hors EA20).

Mais il est à noter que l'on observe une baisse du taux du chômage y compris dans des pays qui ont enregistré une perte d'activité au cours des quatre dernières années, à l'instar de la France et de moyenne des pays de la zone euro, ce qui pourrait suggérer une baisse de la croissance potentielle.

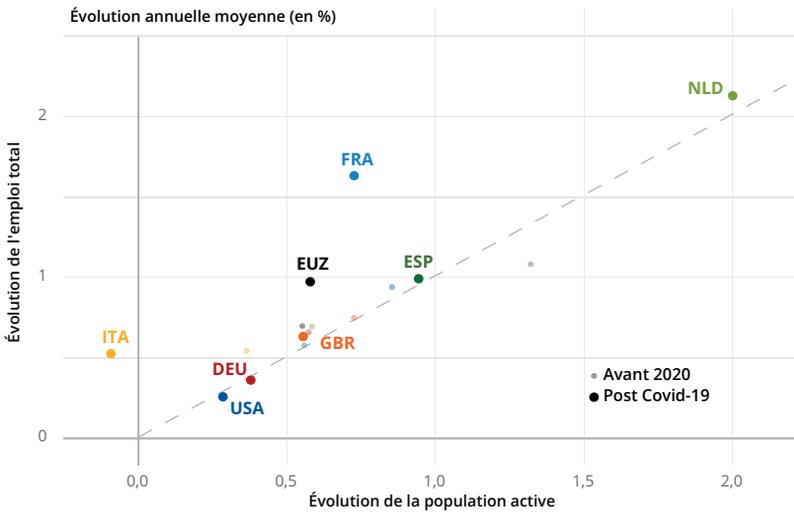
Un ajustement du marché du travail hétérogène et inachevé

Alors que la population active évoluait à peu près de concert avec celle de l'emploi total en moyenne avant la pandémie mondiale (hors Espagne, graphique 23), la crise de la Covid a rebattu les cartes de plusieurs façons.

Comme montré précédemment, tous les pays ont en moyenne vu leur taux de chômage baisser entre les deux périodes mais les déterminants sont différents selon les pays. Alors que leur dynamique avait plutôt tendance à converger avant la crise (les points sont rassemblés autour de la diagonale à un niveau +0,5 %), elles sont davantage dispersées post-Covid : l'écart d'évolution de la population active a doublé (passé de 1 pt à 2 points) tandis qu'il a plus que triplé pour l'emploi (passé de 0,5 pt à 1,7 point). Cela tient à la fois à la démographie et aux politiques mises en place post-Covid en lien avec le marché du travail, par la mise en place de politiques de l'emploi favorisant l'insertion des jeunes ou des réformes des retraites. D'un côté, les

Pays-Bas enregistre un rythme annuel moyen de croissance de l'emploi et de la population active autour de 2 %, et de l'autre, l'Italie observe une quasi-atonie de sa population active en moyenne sur la période 2020-2023 (dont -3,7 en 2020) et un emploi qui augmente modérément (+0,5 par an). Celui-ci a eu pour effet une sortie massive des personnes du marché du travail en Italie, illustrée par une baisse de 3,7 % de la population active entre 2019 et 2020.

Graphique 23. Population active et emploi total

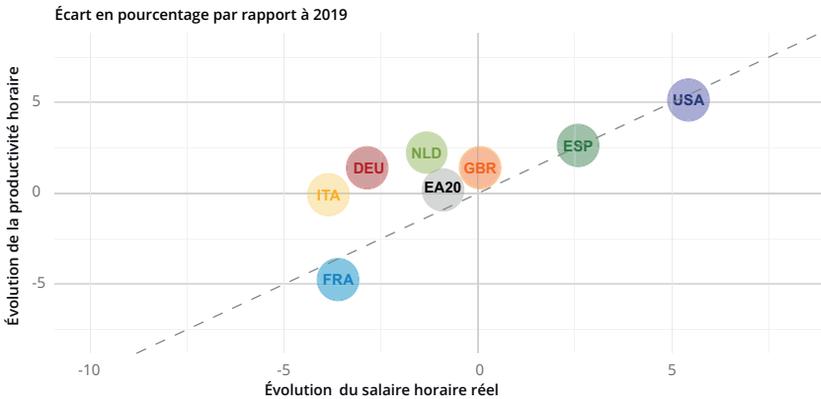


Eurostat pour les Pays-bas et la zone euro (20), Comptabilités nationales, Calculs OFCE.

Avant la crise de la Covid, l'Espagne se distinguait par la plus forte dynamique d'emploi et de population active mais a été reléguée à la deuxième (resp. troisième position), dépassée par les Pays-Bas (en haut à droite du graphique) pour les deux composantes du taux de chômage et par la France pour l'emploi. Et surprise, c'est désormais l'Allemagne qui affiche le plus faible dynamisme de l'emploi depuis la crise, contre l'Italie avant 2020. L'Italie, dont la population active était relativement inerte sur les vingt premières années continue de se distinguer par non plus un faible dynamisme mais un recul du nombre d'actifs. Son taux de chômage, de 7,7 % en 2023, pourrait davantage reculer que celui des autres pays, ou que l'Allemagne qui semble avoir atteint son taux de chômage plancher (3 % de la population active en 2023).

Dans un contexte où le taux de chômage a pourtant diminué dans les premières économies de la zone euro, on note toutefois que quatre ans après la crise de la Covid-19, la transmission des gains de productivité aux salaires réels demeure incomplète. C'est ce que l'on retrouve illustré dans le graphique 24, par la position du point noir « EA20 » à gauche de la droite à 45°, toutes choses égales par ailleurs. La productivité horaire est quasi atone sur la période alors que les salaires réels sont en deçà de 1 % par rapport à leur niveau de 2019.

Graphique 24. Productivité horaire et rémunération depuis la Covid-19



Eurostat pour les Pays-bas et la zone euro (20), Comptabilités nationales, Calculs OFCE.

Notes. Le salaire horaire réel est calculé comme le salaire horaire (masse salariale divisée par les heures travaillées des salariés) déflaté par les prix de valeur ajoutée.

La réponse des États pour répondre au choc post-Covid et la crise énergétique explique une grande partie des récents développements en matière de « productivity-pay gap ». Cet écart masque une hétérogénéité importante au sein des cinq plus grandes économies de la zone euro à plusieurs égards.

Si l'Espagne semble avoir connu une évolution des salaires réels à peu près en phase avec celle de la productivité horaire, l'Allemagne est le pays pour lequel l'écart enregistré est le plus élevé : la productivité horaire moyenne en 2023 est supérieure de 1,4 % par rapport à 2019, mais la rémunération horaire des salariés a diminué de presque 3 %. Cela témoigne d'une baisse importante des coûts salariaux horaires, offrant une marge de manœuvre pour augmenter les salaires, conclusion que l'on tire également pour l'Italie et les Pays-Bas.

La France se distingue par l'augmentation des coûts salariaux, toutes choses égales par ailleurs, hausse reflétée par la position du

point bleu clair (FRA) à droite de la droite à 45°. Nous raisonnons ici en termes de partage de la valeur ajoutée et non pas en termes de pouvoir d'achat des salariés. Si c'était le cas, nous aurions utilisé un autre déflateur pour le salaire horaire : l'indice des prix à la consommation. Celui-ci ayant augmenté moins rapidement que le prix de valeur ajoutée, le salaire horaire en 2023 n'aurait été plus faible que de 2,7 % par rapport à quatre ans auparavant.

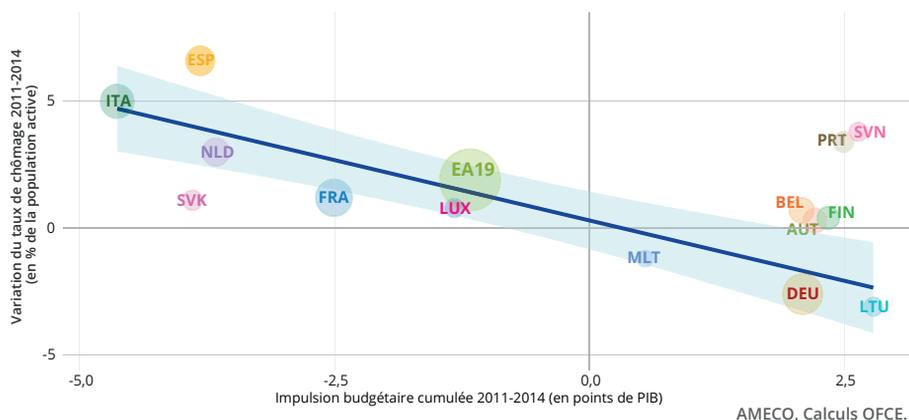
5. Ne pas reproduire l'erreur de 2011-2014 ! Pour un nouveau plan de relance européen

Si, comme nous venons de le voir, un doute subsiste encore sur l'incidence de ces quatre années de crise sur le niveau et le taux de croissance potentielle des économies européennes, la comparaison avec les performances outre-Atlantique laisse toutefois penser qu'il existerait aujourd'hui en zone euro un retard d'activité significatif. Partant de ce constat, la méthode la plus adaptée à un exercice de prévision de l'activité à moyen terme (cinq ans) consiste à évaluer le retour (vitesse et ampleur) spontané de l'économie vers son niveau potentiel mais aussi et surtout à quantifier l'impact de chocs sur cette trajectoire spontanée.

Parmi ces chocs attendus, celui lié à la politique budgétaire est le plus probable à la lecture des programmes de stabilité déjà annoncés. Or depuis la grande récession de 2008-2009, la pensée économique se partage autour de l'impact attendu de la politique budgétaire sur l'activité économique. L'épisode 2011-2014 en zone euro est riche d'enseignements. En 2011, trois ans après le début de la crise des *subprimes*, la dette publique a fortement augmenté dans tous les pays européens. En zone euro, elle a crû en moyenne sur la période de près de 20 points de PIB tandis que le déficit global se dégradait pour s'établir à 4,3 points de PIB. Ce phénomène n'est pas propre à la zone euro : bien au contraire, la dégradation a été encore plus spectaculaire dans les pays anglo-saxons avec un déficit de 7,4 % au Royaume-Uni et de près de 11 % aux États-Unis. Mais alors, seule la zone euro a décidé de se lancer dans une stratégie budgétaire visant à retrouver le plus rapidement possible l'équilibre des finances publiques. Ainsi, à partir de 2011, les grands (et petits) pays européens ont mis en place des politiques de restrictions budgétaires importantes, centrées essentiellement sur la hausse de la fiscalité. Les évolutions constatées sur le chômage ont été spectaculaires et en lien avec l'intensité de la rigueur budgétaire

mise en place, remettant en cause l'idée que la contraction budgétaire pourrait avoir des effets expansionnistes (graphique 25)²².

Graphique 25. Impulsion budgétaire et chômage au cours de la période 2011-2014 en Europe



Notes : l'impulsion budgétaire correspond à la variation du solde structurel primaire calculé par AMECO. Le diamètre des cercles est proportionnel au PIB des pays en 2019. Le trait bleu correspond à la droite de régression pondérée par la taille des pays (hors EA20).

Au cours de cet épisode, de nombreux travaux empiriques ont tenté de trancher ce débat théorique, en indiquant qu'à court terme, le multiplicateur budgétaire est positif et qu'il serait plus élevé dans certaines configurations²³. Ainsi, les consolidations budgétaires ont des effets plus négatifs – les multiplicateurs sont plus élevés – lorsqu'elles sont menées de façon synchrone entre partenaires commerciaux²⁴ ou lorsqu'elles sont rapides et de grande ampleur²⁵. Par ailleurs, certains travaux vont dans le sens de multiplicateurs plus élevés dans un contexte de retard d'activité²⁶. Enfin, Zidar (2019) montre que l'effet

22. Les hausses du chômage constatées entre 2010 et 2014 ne peuvent pas être considérées comme une hausse du chômage d'équilibre : au cours de la période, il n'y a pas eu de modifications notables des institutions ou des pratiques sur le marché du travail, déterminants principaux du chômage d'équilibre. Certes, à court terme, le chômage d'équilibre a pu être modifié par une mauvaise allocation sectorielle des ressources en capital ou en main-d'œuvre. De la réallocation peut également découler une baisse de productivité. Mais, en tout état de cause rien ne permet de conclure à une hausse durable du chômage d'équilibre.

23. Pour une revue de la littérature, voir par exemple Creel *et al.* (2011).

24. Voir Blanchard et Leigh (2013).

25. Voir Batini *et al.* (2012).

26. Voir Corsetti *et al.* (2012) ; Auerbach et Gorodnichenko (2012) ; DeLong *et al.* (2012). Notons cependant que l'hypothèse selon laquelle les multiplicateurs varient au cours du cycle n'est pas confirmée par Ramey (2019).

des baisses d'impôts est plus important lorsque les mesures sont ciblées sur les individus en bas de la distribution des revenus, ceci permettant alors de concilier l'objectif de stabilisation macroéconomique et celui de réduction des inégalités.

À l'heure actuelle, en zone euro, tout laisse à penser que les multiplicateurs sont élevés : la situation conjoncturelle est encore largement dégradée et loin de sa position d'équilibre ; la baisse des taux d'intérêt est certes à venir mais son impact mettra du temps à mordre sur l'activité ; et tous les pays européens vont conduire la même politique budgétaire basée principalement sur la réduction des dépenses publiques au cours des cinq prochaines années. Si une politique de consolidation budgétaire peut être adaptée en période de reprise de l'activité, elle est pernicieuse voire inefficace lorsque l'économie est à l'arrêt. Mais si celle-ci doit être menée en période de basse conjoncture, elle sera moins néfaste sur l'activité si elle est plutôt graduelle, lissée et non synchronisée.

Enfin, au regard d'un déficit public agrégé relativement faible en zone euro (3,6 % du PIB en 2023 malgré deux crises successives et une croissance faible), surtout en comparaison avec celui des États-Unis (8,5 % du PIB alors que la croissance y est dynamique, le chômage bas et les prix de l'énergie peu élevés), la priorité de ce côté de l'Atlantique ne peut pas être uniquement le rétablissement des finances publiques, au risque de voir le fossé économique avec les États-Unis continuer à se creuser. Pour relever les nouveaux défis mondiaux et s'adapter à la nouvelle situation géostratégique depuis le début de la guerre en Ukraine, l'Europe ne doit pas maintenir des règles budgétaires qui limitent son champ d'action. Elle doit assurer sa sécurité et sa défense, financer les investissements massifs nécessaires à la transition écologique pour atteindre l'objectif de zéro émission nette d'ici 2050 et favoriser l'émergence rapide des nouvelles industries « vertes ». En même temps, il est crucial d'accélérer la décarbonation des industries plus traditionnelles, de faire face aux prix élevés de l'énergie, de répondre à l'*Inflation Reduction Act* (IRA) américain et de ne pas rater le virage des technologies de rupture comme l'intelligence artificielle ou l'ARN messenger. Seul un plan de relance européen ambitieux et ciblé sur les secteurs stratégiques peut permettre de relever un tel défi. L'Europe dans son ensemble en a les moyens et les analyses macroéconomiques le confirment. Elle bénéficie d'un excédent structurel d'épargne qui pourrait être fléché vers le financement de ces investissements d'avenir. Elle affiche également un excédent commercial

d'ampleur et une demande interne peu dynamique par rapport à celle des États-Unis. Un soutien budgétaire ciblé à la fois sur l'offre et sur la demande favoriserait la croissance européenne et rétablirait les gains de productivité en mettant les économies sous tension, comme cela est le cas aux États-Unis. Enfin, une croissance potentielle accrue est un facteur essentiel pour garantir la soutenabilité à long terme des dettes publiques.

En l'absence de consensus sur un nouveau plan de relance européen, il est alors nécessaire de mettre en œuvre des politiques budgétaires plus accommodantes, visant à stimuler la demande interne des pays présentant d'importants excédents commerciaux²⁷. Les investissements publics alloués à la transition énergétique, à la réduction des émissions de CO₂ et à la défense devraient à minima être exclus des calculs de déficit public dans le cadre des règles budgétaires européennes.

Références

- Auerbach A. J. et Y. Gorodnichenko, 2012, « Measuring the output responses to fiscal policy », *American Economic Journal: Economic Policy*, vol. 4, n° 2, pp. 1-27, <https://www.jstor.org/stable/23249811>
- Bachmann, R., Baqaee, D., Bayer, C., Kuhn, M., Löschel, A., Moll, B., Peichl, A., Pittel, K., & Schularick, M. (2022). What if? The Economic Effects for Germany of a Stop of Energy Imports from Russia. In *EconPol Policy Reports* (36; EconPol Policy Reports). ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich.
- Batini N., G. Callegari et G. Melina, 2012, « Successful austerity in the United States, Europe and Japan », *IMF Working Paper*, n° 2012/190, <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Successful-Austerity-in-the-United-States-Europe-and-Japan-26116>
- Bergeaud A., G. Cette et S. Drapala, 2023, « Telerwork and productivity before, during and after the COVID19 crisis », *Économie et Statistique / Economics and Statistics*, n° 539, juillet, p. 73-89, <https://doi.org/10.24187/ecostat.2023.539.2098>
- Blanchard O. J. et D. Leigh, 2013, « Growth forecast errors and fiscal multipliers », *American Economic Review*, vol. 103, n° 3, pp. 117-120, <https://www.jstor.org/stable/23469713>
- Bloom N., P. Bunn, P. Mizen, P. Smietanka et G. Thwaites, 2023, « The impact of COVID-19 on productivity », *The Review of Economics and Statistics*, https://doi.org/10.1162/rest_a_01298

27. Pour plus de détails, voir Creel *et al.* (2022).

- Bock S., A. Elewa, S. Guillou, M. Napoletano, L. Nesta, E. Salies et T. Treibich, 2024, « Le décrochage européen en question », *OFCE Policy brief*, n° 128, mai, <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/pbrief/2024/OFCEpbrief128.pdf>
- Corsetti G., A. Meier et G. J. Müller, 2012, « What determines government spending multipliers? », *Economic Policy*, vol. 27, n° 72, pp. 521-565, <https://www.jstor.org/stable/23271745>
- Creel J., F. Geerolf, S. Levasseur, X. Ragot et F. Saraceno, 2022, « L'Europe, de réelles avancées mais des choix à assumer », *OFCE Policy brief*, n° 101, février, <https://www.ofce.fr/pdf/revue/7-202201OFCE.pdf>
- Creel J., É. Heyer et M. Plane, 2011, « Petit précis de politique budgétaire par tous les temps : les multiplicateurs budgétaires au cours du cycle », *Revue de l'OFCE*, n° 116, pp. 61-88, <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/2-116.pdf>
- DeLong J. B., L. H. Summers, M. Feldstein et V. A. Ramey, 2012, « Fiscal policy in a depressed economy [with comments and discussion] », *Brookings Papers on Economic Activity*, printemps, pp. 233-297, <https://www.brookings.edu/articles/fiscal-policy-in-a-depressed-economy/>
- Département analyse et prévision de l'OFCE, 2024, « L'Europe décroche : perspectives 2024-2025 pour l'économie mondiale », *OFCE Policy brief*, n° 125, 10 avril, <https://www.ofce.fr/pdf/pbrief/2024/OFCEpbrief125.pdf>
- Fernald J. G. et H. Li, 2022, « The impact of COVID on productivity and potential output », *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*, n° 2022-19, <https://www.frbsf.org/research-and-insights/publications/working-papers/2022/09/the-impact-of-covid-on-productivity-and-potential-output/>
- Fuest C., D. Gros, P.-L. Mengel, G. Presidente et J. Tirole, 2024, *EU innovation policy: How to escape the middle technology trap*. A report by the European Policy Analysis Group, <https://iep.unibocconi.eu/publications/eu-innovation-policy-how-escape-middle-technology-trap>
- Letta E., 2024, *Much more than a market: Speed, security, solidarity*, <https://www.consilium.europa.eu/media/ny3j24sm/much-more-than-a-market-report-by-enrico-letta.pdf>
- Ramey V. A., 2019, « Ten years after the financial crisis: What have we learned from the renaissance in fiscal research? », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 33, n° 2, pp. 89-114, <https://www.jstor.org/stable/26621241>
- Villeroy de Galhau F., 2024, *La France et l'Europe : de la gestion des crises à une ambition de plus long terme*, Paris, Banque de France, <https://www.banque-france.fr/fr/publications-et-statistiques/publications/lettre-au-president-de-la-republique-2024>
- Zidar O., 2019, « Tax cuts for whom? Heterogeneous effects of income tax changes on growth and employment », *Journal of Political Economy*, vol. 127, n° 3, pp. 1437-1472, <https://doi.org/10.1086/701424>

Tableaux

Monde. L'Europe décroche

Impact des mesures budgétaires mobilisées pour répondre à la crise Covid et à la crise énergétique sur le déficit structurel primaire . . .	20
Croissance du PIB mondial	35
Provenance géographique des importations américaines	47
Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et prix des matières premières.	118
États-Unis : résumé des prévisions	121
Zone euro : résumé des prévisions	122
Allemagne : résumé des prévisions	123
France : résumé des prévisions	124
Italie : résumé des prévisions	125
Espagne : résumé des prévisions.	126
Royaume-Uni : résumé des prévisions.	127
Japon : résumé des prévisions.	128
Amérique latine : résumé des prévisions	129
Asie : résumé des prévisions de PIB.	129
Nouveaux États membres de l'Union	130
Chine : résumé des prévisions	130

France. L'heure des comptes

Variation du PIB et contribution des composantes à la croissance.	132
Évaluation de l'effet des différents chocs sur la croissance du PIB	134
Évolution et contribution des composantes de l'inflation	138
Compte des ménages	139
Évolution du marché du travail	152
Effets potentiels de la réforme sur le taux de chômage au sens du BIT	156
Bénéficiaires d'emplois aidés et effets sur l'emploi	158
Coût budgétaire des mesures non pérennes sur la période 2020-2025.	164
Évolution des finances publiques	166
Résumé des prévisions pour l'économie française.	169
France. Ressources et emplois en biens et services, aux prix chaînés.	170
Déflateur de la consommation et taux de salaire horaire	171
Commerce extérieur et parts de marché	171

Graphiques

Monde. L'Europe décroche

DDynamique récente de la croissance des principaux pays industrialisés. . .	13
Écarts du PIB au niveau du T4-2019 ou au contrefactuel.	15
Écarts du PIB et de ses composantes par rapport au T4 2019	16
Taux de croissance de l'indice des prix à la consommation, composante énergie.	17
Niveau des sous-indices de l'IPC énergie, 2019-2023	18
Formation brute de capital fixe part type d'actif, T4 2019 et T4 2023.	21
Évolution des salaires nominaux et réels depuis le T4 2019.	23
Les freins à la production dans le secteur industriel	28
Prix du pétrole et du gaz naturel.	30
Taux d'inflation suivis par les banques centrales	31
Scénario de politique monétaire des principales banques centrales.	32
Dynamique de la dette publique 2019-2025	33
Évolution du chômage dans les principales économies industrialisées	34
Le revenu disponible brut des ménages	40
Indicateurs de tensions sur le marché du travail	41
Coût du logement et inflation américaine.	43
Écart de taux et récession aux États-Unis.	45
Indices de production industrielle	51
Contribution des composantes alimentaire, énergétique et du sous-jacent à l'évolution de l'indice des prix à la consommation	57
Revenu disponible réel et contributions au revenu disponible nominal des ménages	58
Croissance du PIB italien et contributions de ses composantes	61
Contributions au glissement annuel de l'IPCH.	64
Investissement en actifs résidentiels (volume)	66
évolution de l'investissement parmi les principales économies de la zone euro (T4 2019-T4 2023).	67
Indices de confiance des entreprises et de production industrielle.	69
Taux d'épargne des ménages	75
Patrimoine financier des ménages.	76
Indicateurs de tensions sur le marché du travail	77
Royaume-Uni : Contributions à l'évolution de l'inflation	80
Taux d'épargne des ménages japonais	85
Taux d'inflation au Japon et contributions des principales composantes à l'évolution de l'indice des prix à la consommation	87

Taux sur les obligations publiques japonaises à 10 ans	93
Taux d'épargne des ménages.	96
Parts de marché chinoises (biens et services, volume).	99
Chine : évolution des taux de change effectifs	100
PIB régional d'Asie hors Chine et d'Amérique latine	103
Part des exportations de produits primaires et manufacturés dans le PIB en 2019.	105
Taux directeurs réels dans les pays émergents	106

France. L'heure des comptes

Trajectoire du PIB de la France, de l'Allemagne et de la moyenne de la zone euro depuis le début de la crise	131
Enquêtes de conjoncture	135
Patrimoine financier des ménages	140
Taux d'épargne des ménages et sur-épargne	140
Construction et enquêtes	142
Indices de chiffres d'affaires dans la construction	142
Taux d'investissement et taux de marge des entreprises.	143
Contribution à la variation du taux de marge par branche depuis fin 2018.	144
Taux de croissance de l'encours de crédit des entreprises par type de crédit	145
Solde de la balance des biens et services	147
Parts de marché à l'exportation de l'économie française	148
Indices d'activité de l'aéronautique	150
Contributions cumulées des « effets » à la variation du taux de chômage de début 2024 à fin 2025 (par rapport à la situation de fin 2023)	153
Où sont les allocataires du RSA dans l'enquête Emploi en 2022 ?	155
Entrées annuelles par types d'emplois aidés (2013-2024).	161

Étude spéciale

25 ans d'union monétaire : la zone euro à travers les crises

Évolution du PIB par habitant aux États-Unis et en zone euro	176
Taux de croissance annuel moyen du PIB par habitant entre 1999 et 2023	177
Évolution des termes de l'échange aux États-Unis et en zone euro	179
Décomposition de la croissance moyenne annuelle du PIB par habitant entre 1999 et 2023	181

Évolution de la production manufacturière en volume aux états-Unis et en zone euro	182
Évolution du taux de chômage en Europe et aux États-Unis	184
Évolution du taux d'emploi en Europe et aux États-Unis	185
Taux d'épargne et taux d'investissement dans la zone euro et aux États-Unis	186
Taux d'épargne et taux d'investissement dans les grands pays européens .	187
Balances commerciales et de revenus dans la zone euro, aux États-Unis et en Chine	189
Balances commerciales et de revenus au sein de la zone euro	190
Coûts unitaires salariaux nominaux en zone euro	191
Impulsion budgétaire et cycle économique en zone euro et aux états-Unis entre 1999 et 2023	194
Dynamique de la dette publique en zone euro et aux états-Unis depuis 1999	195
Taux directeurs de la BCE et de la Réserve fédérale	197
Bilan de la BCE et de la Réserve fédérale	197
Inflation dans la zone euro et aux États-Unis	198
Prix du gaz naturel aux États-Unis et en Europe	200
Impact des chocs sur l'activité et politique budgétaire depuis la crise sanitaire en Europe	202
Impact des chocs sur l'activité et surépargne des ménages depuis la crise sanitaire en Europe	203
Inflation et surépargne des ménages depuis la crise sanitaire en Europe . .	204
Choc sur l'activité et taux de chômage depuis la crise sanitaire en Europe .	205
Population active et emploi total	206
Productivité horaire et rémunération depuis la Covid-19	207
Impulsion budgétaire et chômage au cours de la période 2011-2014 en Europe	209

Encadrés

La croissance potentielle a-t-elle été baissée ?	14
Le soutien public à la rénovation en Italie depuis 2019.	20
Quels sont les effets des tarifs douaniers ?	46
Le coup de semonce de la Cour constitutionnelle de Karlsruhe.	55
Les primes à la rénovation des logements et l'investissement en Italie depuis la Covid	66
Salaires minimum des adultes, objectif 66 % du salaire médian atteint	78
Fin du contrôle de la courbe des taux et des taux d'intérêt courts négatifs.	92
Vers un rebond de l'industrie aéronautique	149
Effet de la réforme du RSA sur les chiffres du chômage.	154
5,5 % de déficit public : anatomie d'un dérapage	166

Liste des abréviations de pays

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

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

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