



**HAL**  
open science

## Du coup de chaud au coup de froid : Perspectives 2022-2023 pour l'économie mondiale

Éric Heyer, Xavier Timbeau, Christophe Blot, Céline Antonin, Amel Falah,  
Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Christine Riffart, Mathieu Plane, Elliot  
Aurissergues, et al.

### ► To cite this version:

Éric Heyer, Xavier Timbeau, Christophe Blot, Céline Antonin, Amel Falah, et al.. Du coup de chaud au coup de froid : Perspectives 2022-2023 pour l'économie mondiale. OFCE Policy Brief, 2022, 109, pp.1-20. hal-03829086

**HAL Id: hal-03829086**

**<https://sciencespo.hal.science/hal-03829086>**

Submitted on 25 Oct 2022

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Distributed under a Creative Commons Attribution - ShareAlike 4.0 International License

# Du coup de chaud au coup de froid

## Perspectives 2022-2023 pour l'économie mondiale

Département analyse et prévision de l'OFCE, sous la direction d'Éric Heyer et Xavier Timbeau

\* Ce *Policy brief* synthétise l'analyse de la conjoncture pour l'économie mondiale menée par le Département analyse et prévision à l'automne 2022. Il s'appuie sur le travail de l'équipe internationale animée par Christophe Blot, composée de Céline Antonin, Amel Falah, Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu Christine Riffart, et celui de l'équipe France animée par Mathieu Plane et composée de Elliot Aurissergues, Magali Dauvin, Pierre Madec, Hervé Péléraux, Raul Sampognaro et Gaston Vermersch.

Cette prévision intègre les informations disponibles au 4 octobre 2022.

Le résumé des perspectives 2022-2023 pour l'économie française est disponible dans le [OFCE Policy brief, n° 110](#).

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

**D**ans un contexte toujours marqué par des blocages au niveau des chaînes de production, la forte reprise de l'activité économique en 2021 a provoqué des tensions sur les prix du pétrole, l'offre de biens et services et le marché du travail. Cette situation s'est traduite par des tensions sur les prix après près d'une décennie de craintes déflationnistes, renforcées au début de la crise sanitaire de 2020 par la forte baisse des taux d'inflation. Depuis le début de l'année 2022, les problèmes d'approvisionnement se sont accentués en raison de la stratégie chinoise du « zéro-Covid ». Quant aux tensions sur les prix de l'énergie, elles ont été amplifiées par l'invasion de l'Ukraine par la Russie qui a provoqué une envolée inédite des prix du gaz. Enfin, les aléas climatiques et la guerre en Ukraine ont également poussé les prix alimentaires à la hausse. Les ménages et les entreprises subissent les effets de ce choc *via* la baisse de leur pouvoir d'achat ou la hausse de leurs coûts de production. Il devrait en résulter une baisse de la demande et un franc ralentissement de l'activité économique mondiale bien que les gouvernements prennent des mesures visant soit à freiner la hausse des prix soit à amortir le choc sur les revenus. De leur côté, les banques centrales souhaitent réduire l'inflation en augmentant les taux directeurs, ce qui aura pour conséquence de durcir les conditions de financement et de ralentir un peu plus la demande. À court terme, les perspectives sont également assombries par l'incertitude résultant d'un risque géopolitique accru. Dans ce contexte, le ralentissement dont on peut déjà observer les prémises au cours du premier semestre 2022 devrait être confirmé, freinant la reprise post-Covid. En 2022, l'activité stagnerait ou reculerait légèrement aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni. Elle ralentirait dans les pays émergents et notamment en Chine. Le coup de froid serait cependant de courte durée puisque l'activité accélérerait de nouveau en fin d'année 2023. La croissance mondiale ralentirait en 2022 par rapport à 2021 (2,7 % après 5,9 %) mais se situerait néanmoins à un niveau proche de celle observée en 2019. En 2023, le maintien de prix de l'énergie élevés et la poursuite de la hausse des taux continueront à peser sur les perspectives de croissance si bien qu'à la menace d'une surchauffe pourrait succéder un risque de récession, en particulier dans les pays importateurs de matières premières, plus exposés au choc. De nombreux pays émergents seront également impactés par le choc sur les prix alimentaires et en même temps fragilisés par la remontée des taux aux États-Unis. Au niveau mondial, l'activité progresserait de 2,0 %. Quant à l'inflation, elle diminuerait très lentement restant supérieure à 2 % en fin d'année 2023 aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni.

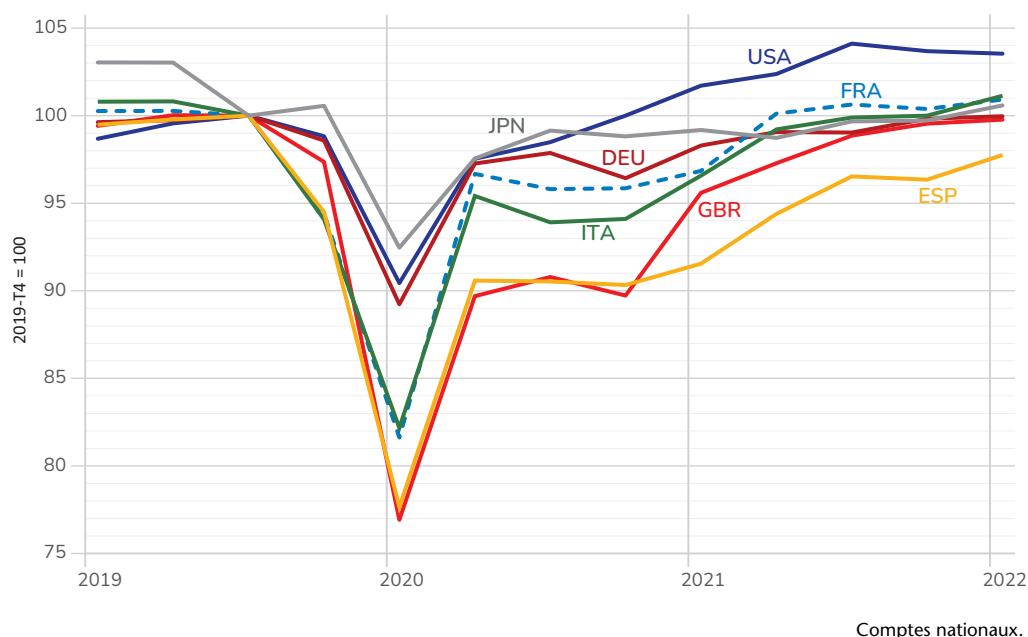
## Les prémises d'un ralentissement

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

Le début de l'année 2022 fut d'abord marqué par l'arrivée du variant Omicron. En Chine, la stratégie « zéro-Covid » a poussé les autorités à reconfiner certaines zones géographiques, ce qui a allongé les délais de livraison et accru le coût des transports maritimes. Puis l'invasion de l'Ukraine par la Russie a largement amplifié les tensions apparues en 2021 sur les prix alimentaires et de l'énergie. Les performances de croissance furent chahutées suggérant un fléchissement de la dynamique de reprise, voire les prémices d'un franc ralentissement. La stabilité du taux de croissance de la zone euro dans son ensemble – 0,7 % au premier trimestre 2022 et 0,8 % au deuxième – masque des situations hétérogènes. La faiblesse de la croissance en France (-0,2 %) en Italie (+0,1 %) et en Espagne (+0,2 %) au premier trimestre contrastait avec les bonnes performances de l'Allemagne (+0,8 %), de l'Autriche (+1,9 %), du Portugal (+2,5 %) et de la Grèce (+2,9 %). Au deuxième trimestre, alors que les pays baltes plongeaient en territoire négatif – respectivement -1,3 % pour l'Estonie, -1 % pour la Lettonie et -0,5 % pour la Lituanie – et que l'activité stagnait en Allemagne (+0,1 %) et au Portugal (+0,0 %), la France et l'Italie ont bénéficié d'un rebond : +0,5 % et 1,1 % respectivement. On retrouve la même variabilité au Royaume-Uni et au Japon avec une croissance respective de 0,8 % et 0,1 % au premier trimestre et -0,1 % et +0,9 % au deuxième. Les États-Unis se sont distingués par un recul du PIB sur deux trimestres consécutifs. Cette volatilité globale pourrait suggérer une alternance de phases de coups de chaud – caractérisés par une forte croissance et une inflation élevée – et de coups de froid avec un franc ralentissement de l'activité.

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

Graphique 1. Dynamique du PIB dans les principales économies



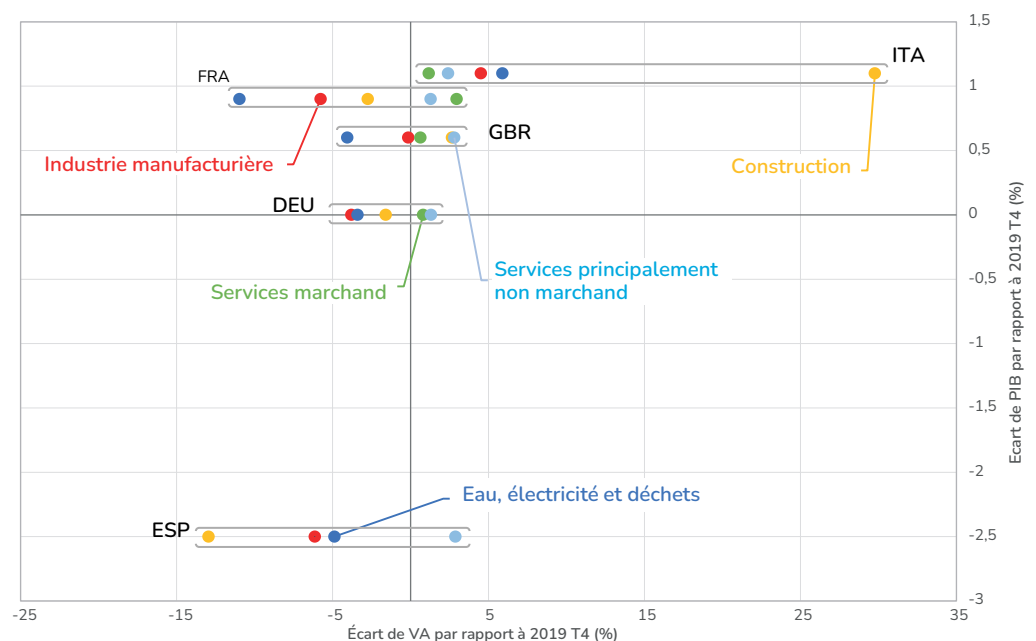
Du côté des pays émergents, le choc récessif de 2020 a été dans l'ensemble moins violent (-2,5 % contre -4,6 % pour les pays industrialisés) et la reprise de 2021 plus forte (+6,2 % contre 5 % pour les pays industrialisés). Pour autant, le ralentissement du début d'année y est également visible puisque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

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

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

Les écarts de trajectoire de croissance depuis la fin de l'année 2019 reflètent également l'hétérogénéité sectorielle au sein des pays, en particulier en Allemagne, en France et au Royaume-Uni où les l'activité des services ont dépassé le niveau d'avant-crise tandis que l'industrie demeure à la peine : entre -5,8 points et -0,1 point de valeur ajoutée par rapport à la fin d'année 2019 (graphique 2). Au sein de l'industrie

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



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

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

## Le retour de l'inflation

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

## Vers une diffusion du choc inflationniste ?

Avec la remontée du prix du pétrole et l'envolée inédite du prix du gaz européen, l'ensemble des prix de l'énergie a fortement augmenté à partir de l'été 2021. Ainsi, au mois d'août 2021, le glissement annuel de l'indice énergie dans la zone euro augmentait d'un peu plus de 15 %, soit une hausse comparable à celle observée lors de pics précédents. De fait, le prix du pétrole n'a pas dépassé le record à plus de 140 dollars le baril atteint en juillet 2008. L'intensité du choc énergie se trouve donc renforcée par la hausse inédite du prix du gaz qui avait débuté avant l'invasion de l'Ukraine mais qui s'est accentuée depuis si bien que depuis mars 2022, le glissement annuel de l'indice énergie dans la zone euro progresse de près de 40 % avec une augmentation plus forte en Allemagne, en Espagne et en Italie relativement à la France où la hausse a été amortie par la mise en place du bouclier tarifaire et la remise sur les prix des carburants. Hors zone euro, le Royaume-Uni se caractérise également par une forte hausse des prix l'énergie alors qu'elle est bien plus modérée au Japon. Aux États-Unis, l'inflation énergétique est assez proche de celle observée en Europe mais on note cependant une décélération depuis juin, ce qui explique la baisse de l'inflation qui est passée de 9 % en juin à 8,2 % en août<sup>1</sup>.

Surtout, l'inflation américaine se distingue de celle des pays de la zone euro par une diffusion plus importante des tensions, en lien aussi avec un niveau d'activité, relativement à 2019, plus élevé. En effet, l'augmentation du sous-jacent en glissement annuel est de plus de 6 % depuis janvier 2022. Dans la zone euro, la propagation semble plus

### 1.

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

2.

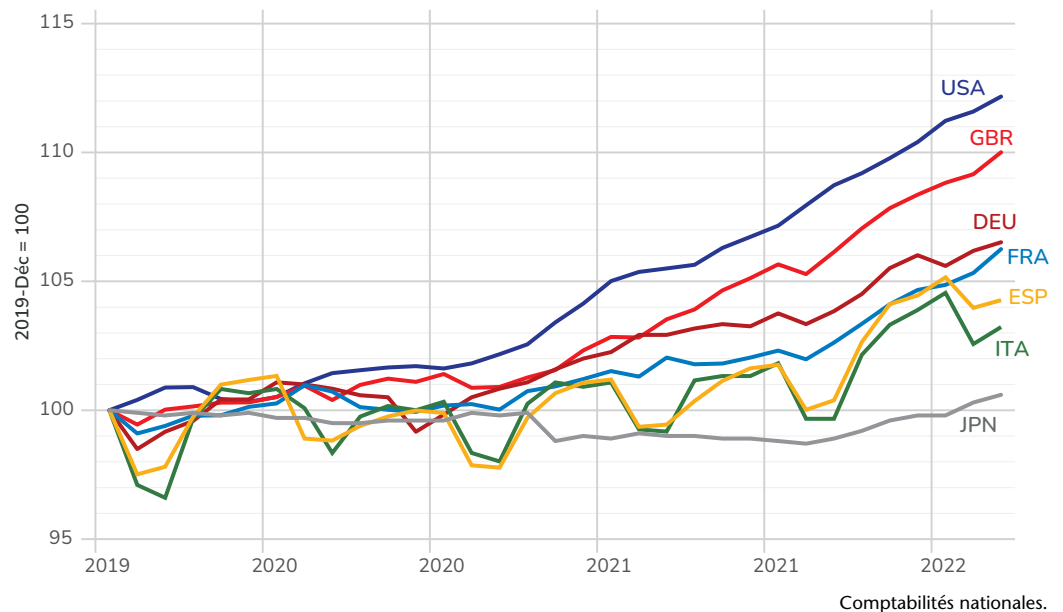
En août, le prix des services a augmenté de 3,8 % (et même 4,3 % en septembre) sur un an dans la zone euro contre 6,1 % aux États-Unis.

3.

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

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

Graphique 3. Inflation sous-jacente en niveau



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

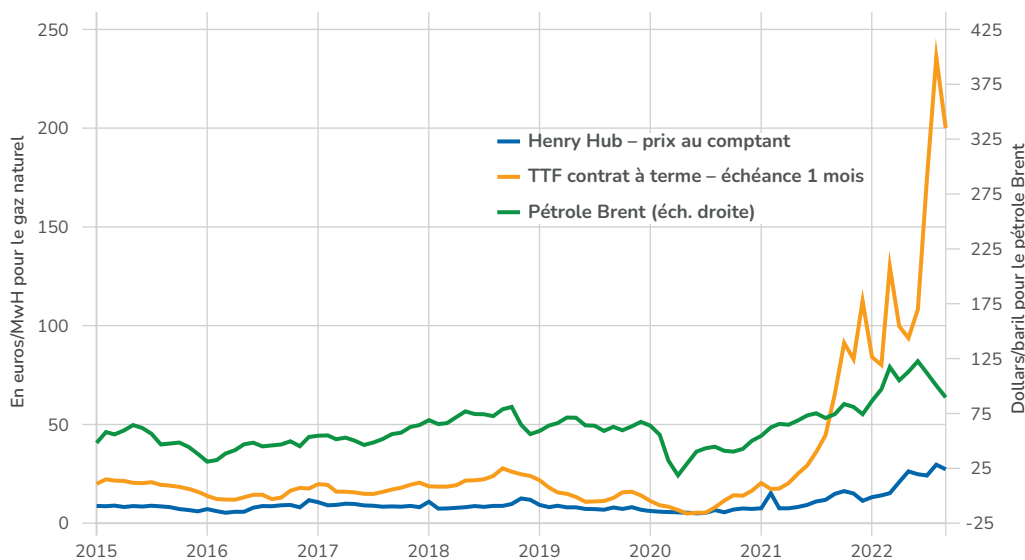
Alors que les tensions sur le prix du pétrole se sont atténuées depuis la fin du mois de juin, les prix du gaz s'envolent, ce qui représente un choc inédit notamment pour les pays européens.

### *Pétrole : une accalmie mais pas de baisse anticipée en 2023*

Après une escalade des prix jusqu'au mois de juin 2022 (122 dollars le baril en moyenne mensuelle), le cours du baril de Brent s'est détendu, retrouvant en septembre 2022 ses niveaux de janvier, à 90 dollars le baril (graphique 4). Nous anticipons cependant que l'offre sera légèrement déficitaire en 2023. Les mauvaises perspectives économiques de la Chine et les signes d'un ralentissement économique mondial réduiraient certes la demande et pèseraient sur les prix mais la baisse de l'offre des pays l'OPEP+ se traduirait par une remontée des prix de telle sorte que le prix reviendrait à 100 dollars le baril.

Concernant le prix du gaz naturel, les prix du TTF ont atteint en moyenne 100,5 euros/MWh au deuxième trimestre 2022 en Europe, puis 203 euros/MWh au troisième trimestre 2022, soit une multiplication par 13 par rapport au quatrième trimestre 2019. Cette évolution s'explique essentiellement par le rythme de baisse des importations en provenance de Russie seulement partiellement compensée par un afflux de GNL et une consommation en baisse. L'augmentation de la part du GNL provenant du marché mondial dans l'approvisionnement implique que les prix élevés sont nécessaires pour attirer les cargaisons *spot*. Par ailleurs, le contexte géopolitique avec la faiblesse, voire l'arrêt, des flux en provenance de Russie pèse à la hausse sur les cours. En prévision, nous faisons l'hypothèse d'un prix du gaz atteignant 200 euros/MWh à partir d'octobre 2022 (soit le prolongement du niveau du TTF de septembre 2022), et jusqu'à la fin 2023.

Graphique 4. Prix du pétrole et du gaz naturel



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

### Le choc énergétique a un impact différencié selon les pays

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

Ainsi, le baril de pétrole Brent se stabiliserait à 100 dollars (97 euros) à partir du dernier trimestre 2022 et en 2023, contre un prix prévu à l'automne 2021 à 65 dollars (54 euros) en moyenne pour 2023. Sur cette base et à l'aide du modèle ThreeME<sup>4</sup> de l'OFCE, nous évaluons le choc énergétique lié à l'augmentation des prix du pétrole et

4.

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

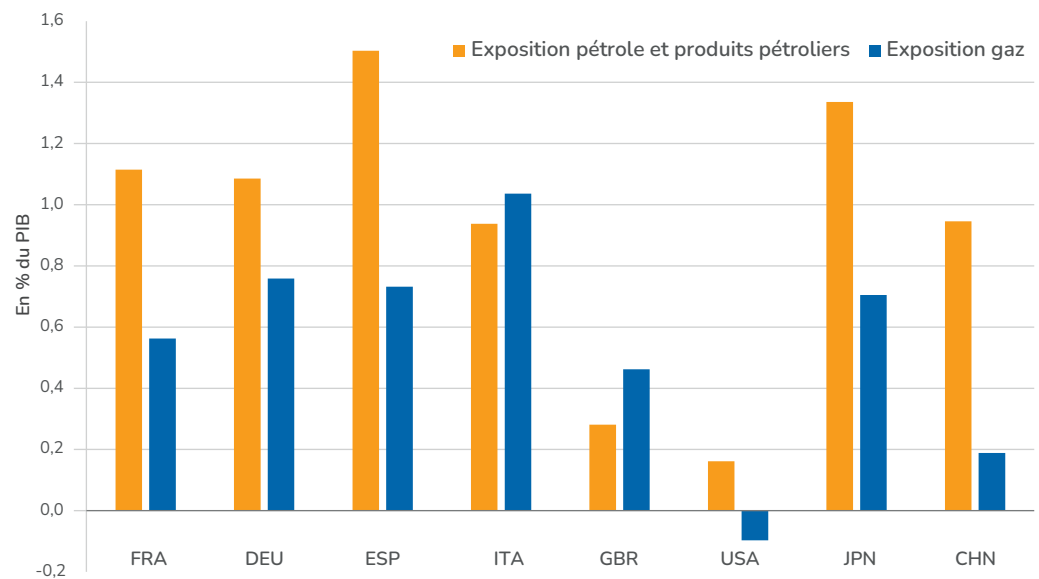


5.

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

de gaz sur l'économie française, sur la base des hypothèses présentées *supra*. Nous déterminons ensuite l'impact des chocs sur les différents pays en multipliant le choc calculé sur la France par un coefficient d'exposition différenciée aux énergies fossiles, construit pour chaque pays à partir du volume d'importations nettes d'énergies fossiles rapportées au PIB<sup>5</sup>. Le graphique 5 illustre la forte hétérogénéité entre pays : ainsi, l'Espagne et le Japon sont davantage exposés au choc pétrolier que la France tandis que l'Allemagne et l'Italie, et dans une moindre mesure l'Espagne et le Japon sont plus exposés au choc gazier que la France. En revanche, le Royaume-Uni et les États-Unis, pays producteurs d'hydrocarbures, sont beaucoup moins exposés aux chocs énergétiques. Dans le cas des États-Unis, exportateurs nets de gaz naturel, une augmentation du prix du gaz a même un impact positif sur le PIB.

Graphique 5. Exposition aux chocs pétroliers et gaziers



Les expositions par pays sont calculées en rapportant les importations nettes de pétrole (resp. de gaz) au PIB ppa 2015. Agence Internationale de l'Énergie, calculs des auteurs.

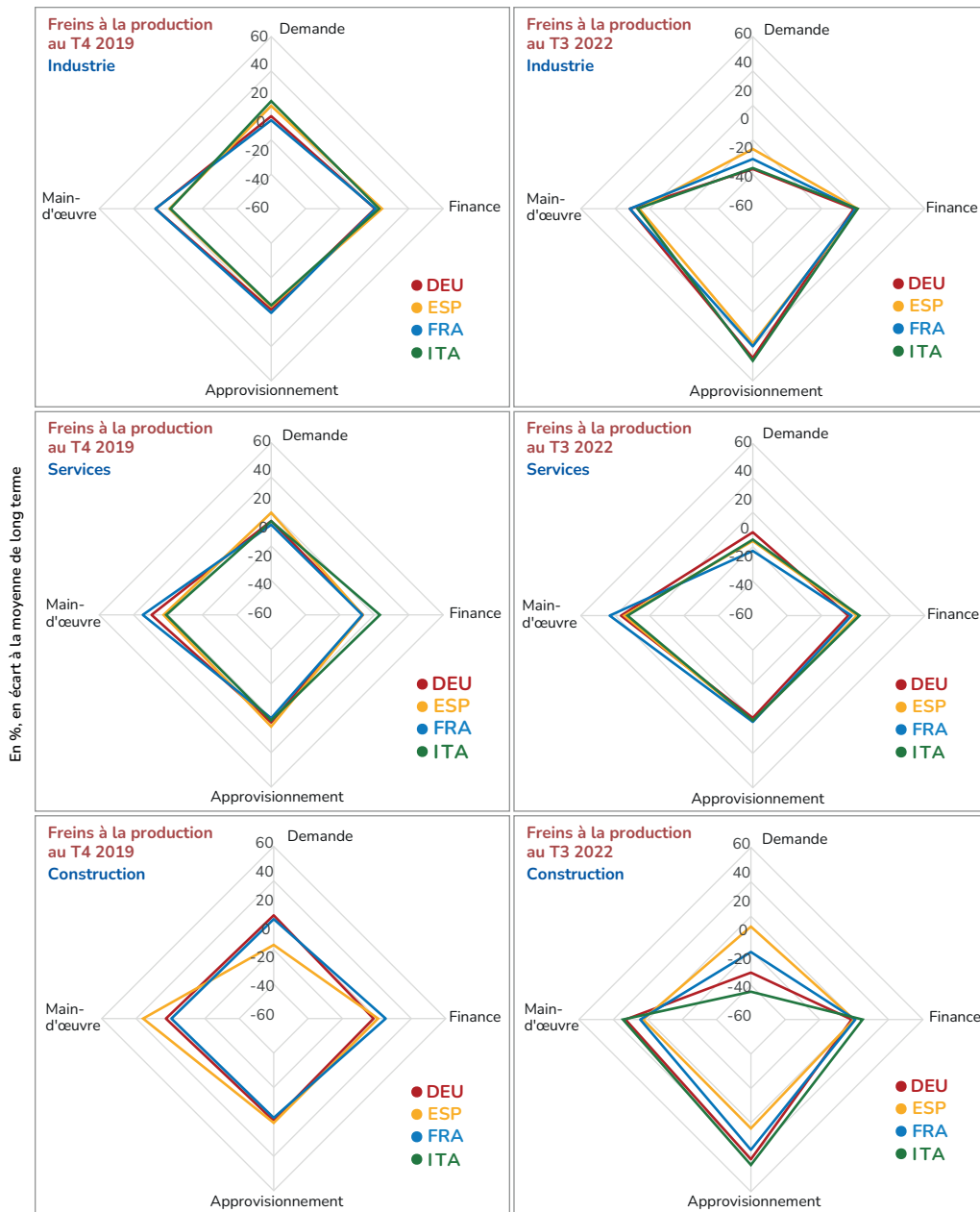
## Les contraintes d'offre et le risque géopolitique s'atténuent mais pèsent encore sur l'activité

### Les tensions sur l'approvisionnement restent vives

Les enquêtes de conjoncture publiées par la Commission européenne témoignent des répercussions, dans les pays développés, des dysfonctionnements observés sur les chaînes de production depuis le début de la crise sanitaire. Dans l'industrie, au troisième trimestre 2022, les entreprises déclarent que les pénuries de matériel et/ou d'équipement sont prépondérantes en tant que frein à la production, à la différence de la situation de fin 2019 (graphique 6). En proportion du total des entreprises industrielles ayant cité au moins un frein, la composante « main-d'œuvre » enregistre des évolutions plus modérées, ce qui montre que les pénuries de main-d'œuvre, même si elles se sont accentuées depuis le début de la crise, ne jouent pas un rôle majeur dans le freinage de la reprise contrairement aux problèmes d'approvisionnement. Le frein « demande » est bien moins souvent cité au troisième trimestre 2022 qu'à la fin 2019.

Le secteur de la construction partage ce constat : les contraintes liées à la demande étaient au troisième trimestre 2022 moins souvent citées comme frein qu'à la fin 2019 mais les contraintes d'approvisionnement se sont considérablement accrues. Notons enfin que la remontée des taux d'intérêt entamée au troisième trimestre 2022 et prégnante au quatrième trimestre pourrait accroître significativement les freins à la production en lien avec la demande du fait de la baisse de solvabilité d'un certain nombre de ménages accédant à la propriété.

Graphique 6. Part des entreprises ayant déclaré un frein à la production\*



\* À chaque trimestre, dans le cadre de l'Enquête de conjoncture européenne, les entreprises sont interrogées sur leurs freins à la production, à savoir l'insuffisance de la demande, l'insuffisance de main-d'œuvre, les pénuries de matériel et/ou d'équipement, les difficultés financières et les raisons autres. L'enquête indique pour chaque item la proportion d'entreprises ayant cité ce facteur. Les entreprises pouvant citer plusieurs freins simultanément, nous avons ramené chaque proportion à leur somme, en excluant l'item « autres » du total. Enfin, ces proportions sont centrées pour éliminer les biais propres à chaque économie. Commission européenne, calculs OFCE.

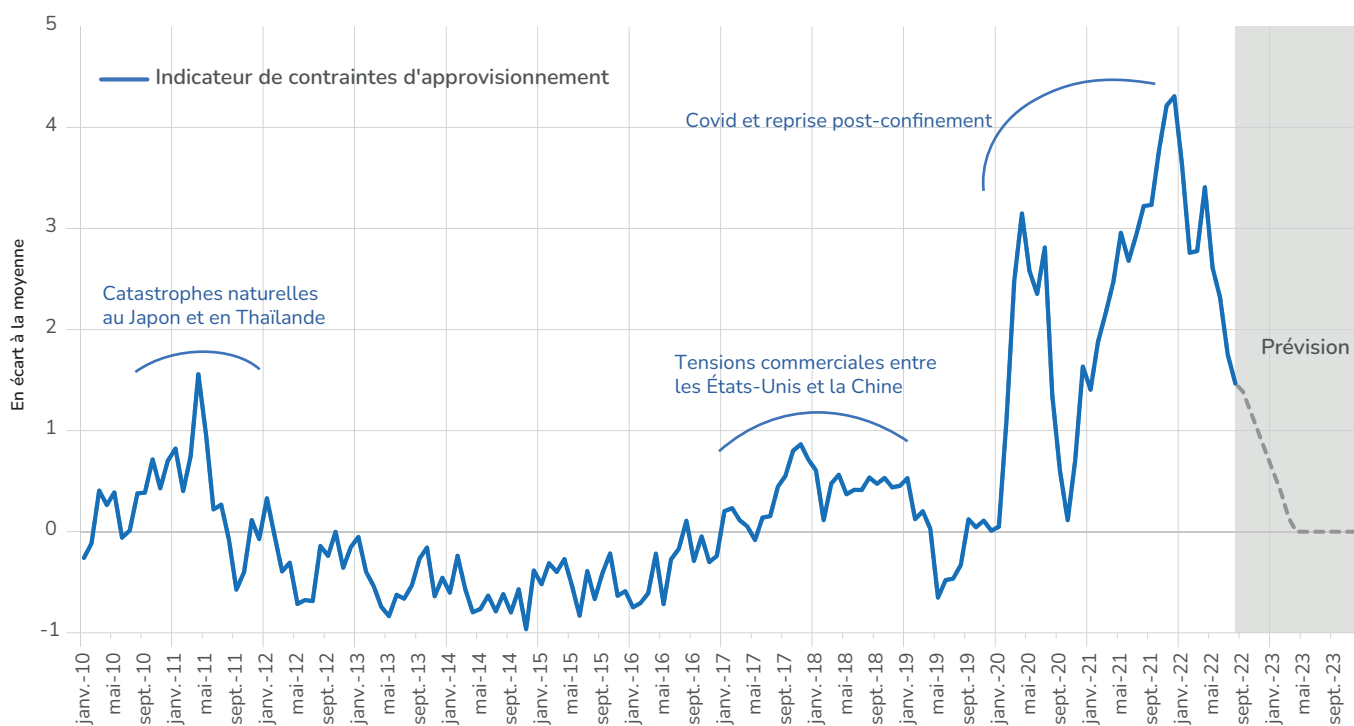
Le secteur des services apparaît logiquement moins touché que l'industrie par les pénuries d'approvisionnement. L'activité y a été moins dynamique en raison du maintien des mesures prophylactiques au fil des vagues épidémiques jusqu'à la fin de « l'épisode Omicron » en avril 2022 et parce que ce secteur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

En partant de l'indicateur synthétique des tensions, le *Global Supply Chain Pressure Index* (GSCPI) mondial qui intègre à la fois des données d'enquêtes et des indicateurs de coût du transport maritime, nous tentons d'évaluer l'effet des contraintes d'approvisionnement sur la croissance du PIB<sup>6</sup>. Le plus fort des contraintes d'approvisionnement est passé (décembre 2021) et celles-ci se situent désormais à un niveau proche de celui observé en janvier 2021, ce qui reste néanmoins nettement au-dessus de la moyenne de long terme (graphique 7). Sous les hypothèses que le niveau de tensions poursuit sa décline au second semestre 2022 et qu'il n'y a pas de rupture d'approvisionnement en gaz cet hiver, l'indice retrouverait une moyenne de long terme courant 2023 (courbe en pointillés) ; nous estimons un impact de -0,2 point sur la croissance du PIB allemand en 2022 et 0,1 point en 2023. Pour les autres pays, l'effet sur la croissance du PIB serait de 0,1 en France et aux États-Unis en 2022. En 2023, l'effet sur la croissance du PIB sera négatif en France (-0,1), nul aux États-Unis et légèrement positif (0,1) en Allemagne.

## 6.

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

Graphique 7. Indicateur des tensions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales



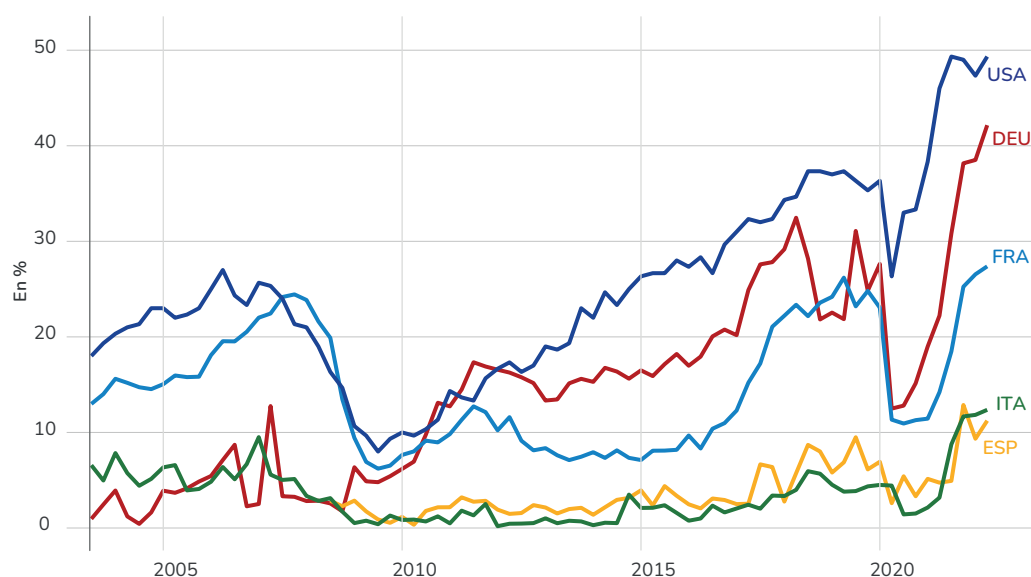
Le 0 correspond à la moyenne longue de l'indicateur et les valeurs positives représentent l'écart à la moyenne en nombre d'écart-types. La dernière donnée disponible est août 2022.

Global Supply Chain Pressure Index. Benigno, Di Giovanni, Groen et Noble (2022).

## Les difficultés de recrutement atteignent un niveau record...

Les enquêtes de conjoncture sur le rôle de la « main-d'œuvre » comme facteur de frein à la demande trouvent un écho dans la forte augmentation des difficultés de recrutement signalées par les entreprises (graphique 8). Elles atteignent un niveau record aux États-Unis en Allemagne et en Italie tandis qu'en France et en Espagne, le niveau demeure proche de celui de 2019. Cette récente tendance s'observe dans les trois grands secteurs couverts par les enquêtes (industrie, services et construction) des cinq pays étudiés et particulièrement dans les services où les pénuries de main-d'œuvre ont bondi en 2022.

Graphique 8. Les difficultés de recrutement dans les grands pays développés



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

En corollaire, les bonnes performances sur le front du chômage au sens du BIT observées en fin d'année 2021 ne se démentent pas à la fin du deuxième trimestre 2022 puisque celui-ci a diminué de près d'un point de population active en Espagne et en Italie (resp. à 12,5 % et 8,1 %), et il est passé de 4,2 à 3,6 % de la population active aux États-Unis et de 3,3 à 2,9 % en Allemagne. Il est resté le même en France (7,4 %) entre le quatrième trimestre 2021 et mi-2022. Compte tenu du niveau d'activité mi-2022 (par rapport à son niveau d'avant-crise) et de la tendance de productivité horaire, le volume total d'heures travaillées par les salariés aurait dû être encore inférieur au quatrième trimestre 2019 en Europe pour tous les pays (sauf Italie et États-Unis). L'ajustement de la durée du travail, résultant en partie de la mise en place des dispositifs d'activité partielle, a permis de limiter les destructions d'emplois en Allemagne (à hauteur de 623 000 emplois salariés) et à un degré moindre en France et au Royaume-Uni (respectivement 139 000 et 31 000 postes sauvegardés). En revanche, on observe une légère hausse de la durée du travail en Espagne et en Italie par rapport à l'avant-crise, représentant 39 000 salariés. En France, la baisse de la durée du travail mi-2022 s'est également accompagnée de créations d'emplois salariés d'environ respectivement 781 000 par rapport à 2019 (605 000 dans le secteur marchand). Il ressort de notre analyse un faible ajustement du volume horaire deux ans après le début de la crise sanitaire. Ainsi, à l'exception de l'Italie et des États-Unis, l'écart entre le volume horaire

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

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

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

\* *Emploi total.*  
Comptabilités nationales, Ducoudré et Heyer (2017), DARES, calculs OFCE.

À l'horizon de notre prévision, nous faisons l'hypothèse d'un retour progressif vers la durée du travail observée avant la crise et d'un début d'absorption de cette rétention de main-d'œuvre engendrant alors une croissance moins riche en emplois. Dans un contexte de ralentissement économique, cette augmentation des gains de productivité devrait stopper la baisse du taux de chômage décrite précédemment dans les grands pays développés. En 2023, la hausse du taux de chômage en moyenne annuelle devrait s'établir entre 0,3 point (en Allemagne, en Italie et en Espagne) et 0,9 point aux États-Unis. Fin 2023, le taux de chômage devrait dépasser la barre des 5 % aux États-Unis (5,2 %) et celle des 13 % en Espagne (13,3 %).

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

En début d'année 2022, la montée des tensions géopolitiques a provoqué une source supplémentaire de perturbation économique. L'invasion de l'Ukraine par la Russie a amplifié les chocs préexistants et provoqué un risque de ruptures d'approvisionnement de matières premières essentielles, notamment gazières, en Europe. Par ailleurs, le retour de la guerre de haute intensité sur le continent européen et de la menace nucléaire accentue l'incertitude. Caldara et Iacoviello (2022)<sup>8</sup> ont proposé un indicateur, disponible quasiment en temps réel, pour mesurer quantitativement le niveau des tensions géopolitiques. Cet indicateur est construit à partir de la recension de plus de 25 millions d'articles de presse dans des quotidiens américains, canadiens et britanniques de référence. Sans surprise, l'indicateur proposé capture bien un choc historique en Ukraine et en Russie mais aussi capture l'exposition particulière de l'Allemagne aux conséquences du conflit, du fait de sa dépendance aux hydrocarbures russes (graphique 9).

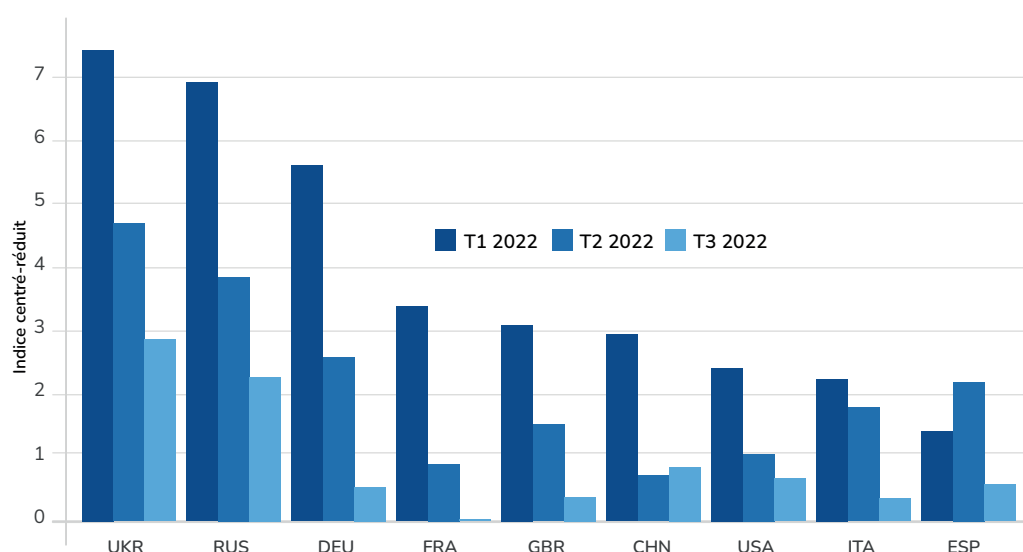
7.

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

8.

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

Graphique 9. Évolution du risque géopolitique depuis le T4 2021



Dernier point août 2022.

<https://www.matteiacoviello.com/gpr.htm>

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

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

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

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

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

## Politiques économiques : ralentissement amorti ou amplifié ?

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

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

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

Dès lors, les politiques publiques européennes destinées à alléger l'impact du choc inflationniste sur les agents privés, qui avaient été déjà activées en 2021, sont montées en puissance en 2022 et se poursuivront en 2023 (graphique 10)<sup>9</sup>.

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

- La régulation des hausses des prix de l'énergie en plafonnant les hausses sur l'électricité et/ou en offrant une remise sur les prix du carburant. Dans les deux cas, il s'agit principalement d'une hausse des dépenses publiques ;
- **La baisse de la fiscalité sur la production et la consommation d'électricité** (baisse de la TVA et autres taxes payées par les compagnies productrices et les consommateurs finals). Cet allègement de charge va entraîner une baisse des recettes fiscales perçues par l'État ;
- **L'intervention directe auprès des ménages et des entreprises**, soit de façon généralisée<sup>10</sup>, soit ciblée vers les ménages les plus pauvres, dont la part du transport et du logement dans le panier de consommation est plus élevée que pour les autres ménages, et des entreprises (notamment les TPE, et les entreprises particulièrement énergivores). Ces aides prennent la forme de chèques, de revalorisation de revenus et des subventions pour les entreprises et donnent lieu à des hausses de dépenses publiques.

9.

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

10.

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

Le gouvernement français fut parmi les premiers à prendre des mesures d'encadrement des prix de l'énergie en 2022. Ce choix fut aussi privilégié par l'Espagne et dans une moindre mesure par l'Italie. Au Royaume-Uni, le nouveau gouvernement de Liz Truss a annoncé en septembre 2022 la mise en place d'une garantie sur les prix de

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

### Encadré. L'Allemagne se convertit au bouclier budgétaire

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

Dans le débat sur l'instauration d'un bouclier tarifaire, une approche a particulièrement retenu l'attention : La proposition de Dullien et Weber de mettre à la disposition des ménages privés un contingent de base de gaz naturel à un prix plafonné, les fournisseurs étant indemnisés pour la quantité fournie à prix réduit. Une telle approche aurait l'avantage, d'une part, d'atténuer l'inflation mesurée et, d'autre part, d'alléger de manière ciblée la charge pesant sur les ménages chauffés au gaz, tout en maintenant l'incitation à économiser le gaz, puisque le prix du marché non subventionné serait appliqué au prix marginal. D'après l'IMK<sup>11</sup>, qui fait l'hypothèse d'un prix moyen du gaz de 200 euros/MWh en 2023 (ce qui est également notre hypothèse), les coûts d'un plafonnement des prix du gaz pour la consommation de base des ménages privés pour 2023 varient entre 15 milliards d'euros et 40 milliards d'euros, selon l'option retenue<sup>12</sup>.

Le rapport intermédiaire publié le 10 octobre 2022 par la commission d'experts reprend cette logique. Il prévoit d'aider ménages et entreprises pour le paiement du gaz et du chauffage urbain. D'abord, l'État prendrait en charge l'acompte mensuel sur la facture de gaz et de chauffage urbain des ménages et petites entreprises, dès décembre 2022. De mars 2023 à avril 2024 au moins, le prix du gaz et du chauffage urbain serait plafonné (à 12 centimes d'euros TTC pour le gaz, et 9,5 centimes d'euros pour le chauffage urbain), sur la base d'un quota de consommation égal à 80 % de la consommation passée. Au-delà de ce quota, le prix libre du marché s'appliquerait. Pour les 25000 entreprises clientes industrielles, elles recevront 70 % du volume de 2021 à 7 centimes d'euros hors taxes – ce qui est comparable aux 12 centimes d'euros TTC pour les ménages – à partir de janvier 2023. Selon la Commission, ce paquet d'aide global coûterait 90 milliards d'euros au total : 5 milliards d'euros en décembre 2022, et 85 milliards d'euros entre mars et avril 2023 – dont 60 milliards d'euros pour l'industrie et 25 milliards d'euros pour les ménages. La commission doit encore se prononcer sur la question des prix de l'essence, et rendre ses conclusions définitives le 27 octobre 2022.

En l'attente des arbitrages gouvernementaux, il est impossible de chiffrer l'impact du bouclier tarifaire sur la croissance allemande. On peut néanmoins réaliser un exercice théorique, en supposant que le gouvernement valide le bouclier tarifaire sur le gaz et l'électricité de 90 milliards d'euros. Hors bouclier tarifaire, le prix du gaz pour les ménages atteindrait en

#### 11.

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

#### 12.

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



## 13.

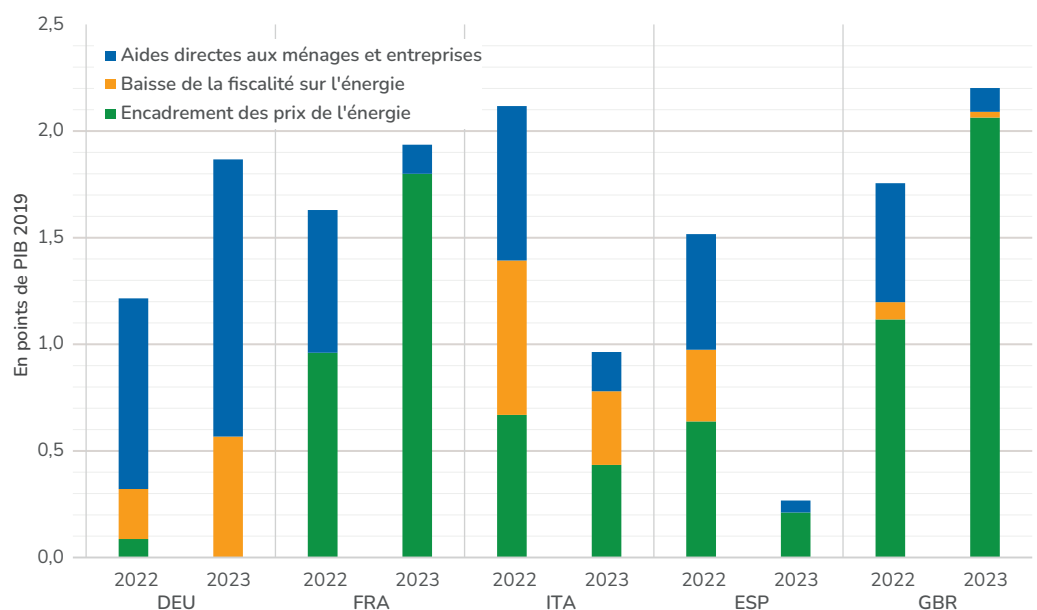
Les données de consommation sont issues de la Bundesverband der Energie- und Wasserwirtschaft (BDEW).

moyenne 17,72 c€/kWh (17,12 c€ pour les entreprises) et le prix de l'électricité pour les ménages atteindrait 36,47 c€/kWh. On suppose un bouclier tarifaire fixé à 12 c€ pour le tarif du gaz TTC (ménages et entreprises) et 20 c€ pour l'électricité consommée par les ménages, avec une mise en place en janvier 2023<sup>13</sup>, ce qui représente un total de 90 milliards d'euros en 2023. Sous ces hypothèses, l'IPC atteindrait 3,3 % en moyenne en 2023, contre 4,7 % dans notre scénario central. Le revenu disponible réel ne baisserait plus que de 1,1 % en 2023 (contre 2,9 % dans notre scénario central), la consommation ne baisserait que de 1,1 % (contre 2 % dans le scénario central) et le taux d'épargne atteindrait 10,4 % en 2023. L'investissement des entreprises serait également plus dynamique, ce qui conduirait *in fine* à une croissance du PIB de 0,3 % en 2023.

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

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

Graphique 10. Mesures d'urgence de lutte contre l'inflation



Calculs OFCE à partir de sites officiels nationaux.

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

## Politiques monétaires : quoi qu'il en coûte ?

Alors que les banques centrales s'étaient initialement montrées prudentes sur le risque inflationniste, la persistance et l'amplification de la hausse des prix les ont conduit à réviser leur jugement et, dans la foulée, l'orientation de leur politique monétaire. Elles ont donc d'abord mis un terme aux opérations d'achat d'actifs puis ont rapidement décidé d'augmenter les taux d'intérêt. La Banque d'Angleterre fut la première à réagir avec une hausse des taux de 0,15 point en décembre 2021. La Réserve fédérale a suivi le mouvement à partir de mars et la BCE en juillet (graphique 11). Le mouvement s'est intensifié tout au long des trois premiers trimestres de l'année 2022 puisque lors des réunions de juin, juillet et septembre, le FOMC (*Federal open-market Committee*) a décidé d'augmenter les taux de 0,75 point. La BCE avait fait le même choix quelques jours plus tôt si bien que les taux de politique monétaire s'élèvent à 3,25 % aux États-Unis et à 1,25 % dans la zone euro.

La persistance du choc énergie indique que l'inflation restera élevée en 2023 : 4 % aux États-Unis, 4,8 % dans la zone euro et 6 % au Royaume-Uni mais se résorberait progressivement puisqu'en fin d'année l'inflation baisserait à 3,6 % aux États-Unis, 3,2 % dans la zone euro et 4 % au Royaume-Uni. Les déclarations récentes de Jerome Powel ou de Christine Lagarde indiquent clairement que les banques centrales font de la réduction de l'inflation leur objectif prioritaire quand bien même cela devrait se traduire par un ralentissement de la demande et une hausse du taux de chômage. De fait, c'est principalement par ce canal que la politique monétaire se transmet aux prix.

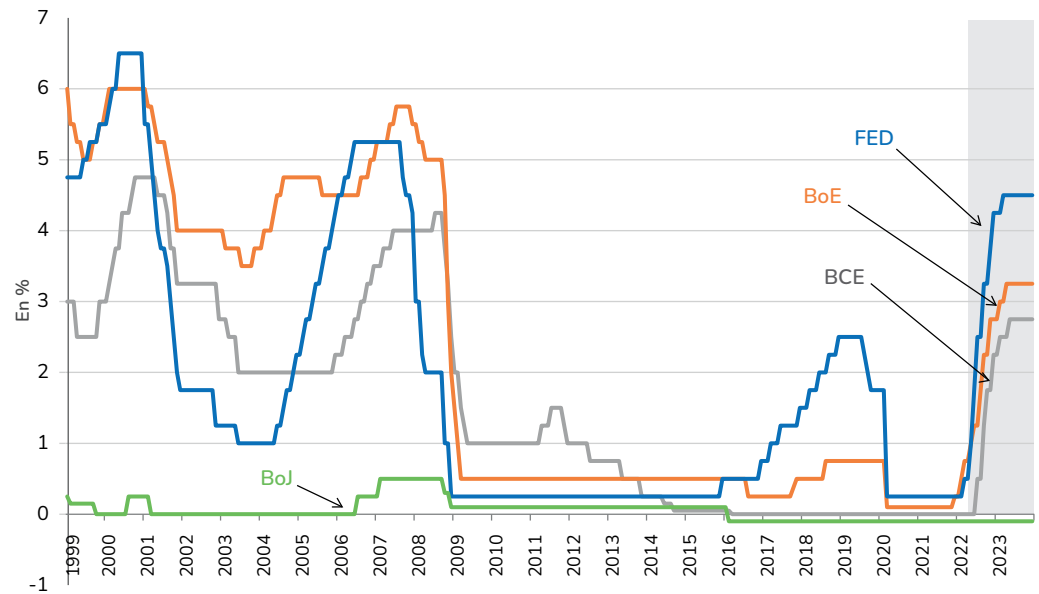
Nous anticipons que les hausses des taux se poursuivront jusqu'à la fin du premier semestre 2023 portant le taux directeur à 4,5 % aux États-Unis, 3,5 % au Royaume-Uni et 3 % dans la zone euro. L'hypothèse de stabilité des prix du pétrole et du gaz se traduira mécaniquement par une baisse de l'inflation en glissement annuel, ce qui se matérialiserait dès le deuxième semestre par une réduction lente et progressive de l'inflation qui se poursuivrait en 2024. Pour autant, l'efficacité du resserrement monétaire sur l'inflation pourrait être assez faible dans un contexte d'inflation principalement alimentée en partie par les prix de l'énergie et par des tensions sur l'offre. La réduction serait principalement due au freinage de la demande et de l'activité économique en 2023. Ce scénario de politique monétaire conduit à anticiper un effet négatif sur le taux

14.

L'évaluation de l'effet du resserrement monétaire s'appuie sur les variantes du modèle FRB/US de la Réserve fédérale pour les États-Unis. On suppose que les effets d'une hausse d'un point de taux sont proches pour les pays de la zone euro. Pour la France, Heyer et Timbeau (2006) trouvent des résultats assez proches (Voir : « Immobilier et politique monétaire », *Revue de l'OFCE*, (1), 115-151). Le calcul du choc tient également compte d'une hypothèse d'évolution des anticipations d'inflation à long terme.

de croissance qui atteindrait 0,8 % aux États-Unis et 0,4 % dans la zone euro<sup>14</sup>. Toutefois l'affaiblissement du lien entre l'inflation et le chômage indique un effet très modéré du resserrement monétaire sur les prix. Les banques centrales sont conscientes du risque de ralentissement mondial mais arguent notamment que le resserrement vise également à éviter un désancrage des anticipations qui pourrait alimenter une inflation bien plus persistante. Il reste que ce resserrement amplifiera le choc négatif, principalement lié à l'énergie, qui pèsera sur la demande.

Graphique 11. Taux des banques centrales



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

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

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

En effet, les ménages entrent dans une nouvelle zone de turbulences même si certains bénéficient d'une situation patrimoniale relativement bonne liée non seulement aux revenus de transferts reçus mais aussi à la hausse des prix d'actifs. Au niveau macroéconomique, dans les principales économies avancées, la crise du Covid-19 s'est soldée par une forte augmentation de l'épargne financière liquide des ménages. La « sur-épargne » cumulée pendant la pandémie constitue un matelas de premier ordre pour atténuer les forts chocs en cours. Si la baisse du taux d'épargne est déjà enclenchée, dans la plupart des économies avancées il reste supérieur à son niveau d'avant-Covid. Les États-Unis constituant, au deuxième trimestre 2022, une exception majeure. Cette baisse plus rapide du taux d'épargne pourrait s'expliquer par des tensions sur les prix qui sont apparues plus tôt et qui ont été plus générales.

La baisse du taux d'épargne devrait être encore plus franche au cours des mois à venir. Dans notre scénario, les ménages des pays subissant le plus fortement les chocs (énergie et géopolitiques comme l'Allemagne ou monétaires comme les États-Unis) sont ceux qui vont plus fortement puiser dans leurs réserves afin de stabiliser leur consommation. À ce stade, la France, l'Italie et le Royaume-Uni (graphique 12) ne font que retrouver le niveau d'épargne trimestrielle d'avant-Covid. Dans ces pays, des marges de progression de la consommation subsistent.

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

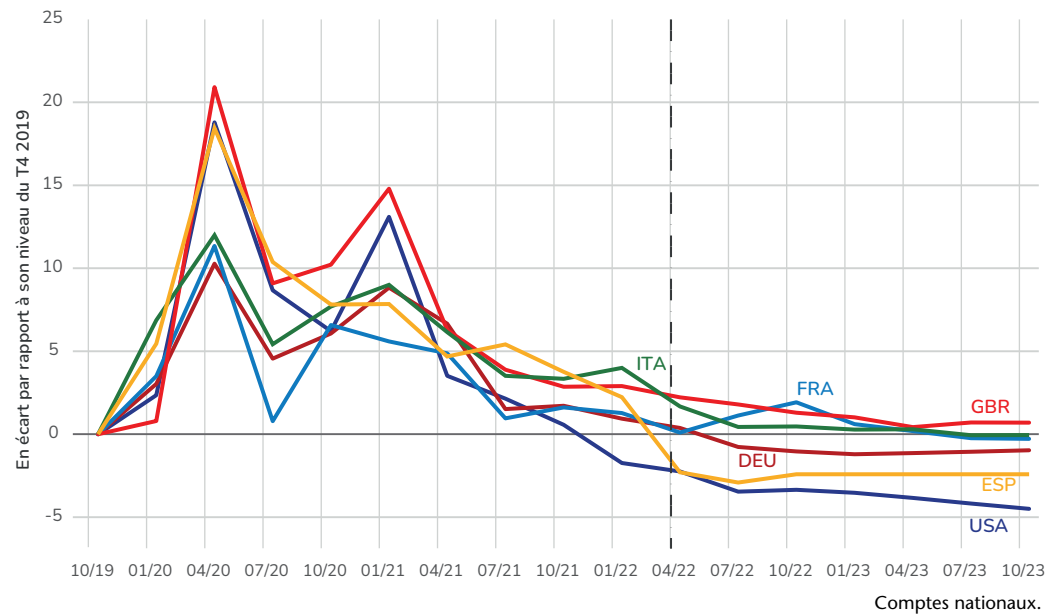
Tableau 3. Tableau de croissance mondiale (en %)

	PIB en volume		
	2021	2022	2023
DEU	2,6	1,6	-0,5
FRA	6,8	2,6	0,6
ITA	6,7	3,5	0,4
ESP	5,5	4,3	1,0
EUZ	5,2	3,2	0,6
GBR	7,5	4,5	0,9
USA	5,9	1,6	0,7
JPN	1,7	1,6	1,4
Pays développés	5,0	2,4	0,8
CHN	8,1	1,2	3,4
PVD	6,4	2,8	2,9
Monde	5,8	2,7	2,0

Pondération selon le PIB et les PPA de 2014 estimés par le FMI.  
FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2022.

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

Graphique 12. Taux d'épargne en prévision



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

	2022				2023				2021	2022	2023
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
<b>Taux de change</b>											
1 €=...dollars	1,13	1,08	1,03	1,0	1,0	1,0	1,05	1,10	1,19	1,06	1,04
1 \$=...yens	115	127	134	135	135	135	135	135	110	128	132
1 £=...euros	1,20	1,19	1,17	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,16	1,19	1,20
<b>Taux d'intérêt directeurs des banques centrales*</b>											
USA	0,37	1,38	2,75	3,75	4,33	4,50	4,50	4,50	0,25	2,06	4,46
JPN	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
EUZ	0,0	0,0	0,80	1,90	2,40	2,80	3,0	3,0	0,0	2,68	2,80
GBR	0,75	1,0	1,75	2,60	2,90	3,40	3,50	3,50	0,14	1,53	3,33
<b>Matières premières</b>											
Prix du pétrole Brent, en \$*	100,3	113,7	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	70,7	103,5	100,0
Prix du pétrole Brent, en €	89,1	105,6	96,8	100,0	100,0	100,0	95,2	90,9	59,6	97,9	96,5

\* 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. Prévision OFCE octobre 2022.

Département analyse et prévision de l'OFCE, sous la direction d'Éric Heyer et Xavier Timbeau, 2022, « Du coup de chaud au coup de froid : perspectives 2022-2023 pour l'économie mondiale », OFCE Policy brief 109, 12 octobre.

Directeur de la publication Xavier Ragot  
 Rédactrice en chef du blog et des Policy briefs Christine Riffart  
 Réalisation Najette Moummi (OFCE).

Copyright © 2022 – OFCE policy brief ISSN 2271-359X. All Rights Reserved.