



















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

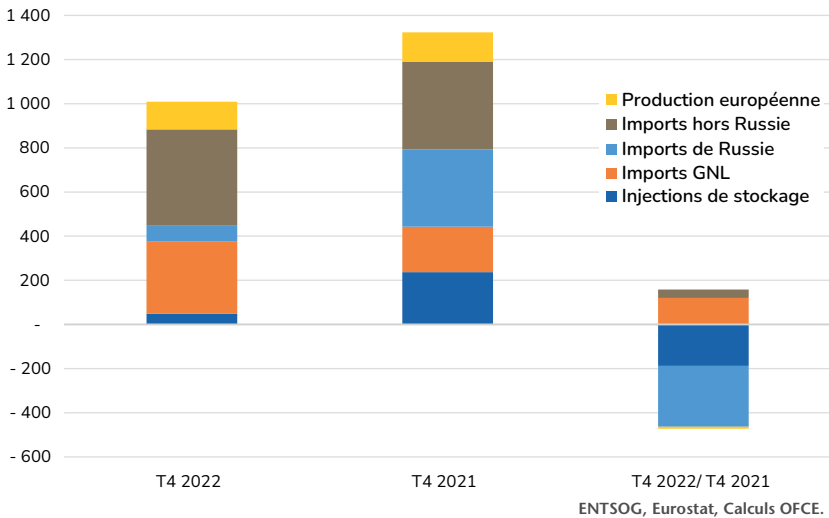
Même en intégrant les annonces d'avril, le marché resterait à l'équilibre en 2023. Nous faisons l'hypothèse d'une baisse de la production russe de 1,1 Mbj en 2023 puis une stabilité en 2024 en raison de la mise en œuvre des sanctions (5 décembre 2022 pour les importations de brut par voie maritime et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

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

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

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

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



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

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

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

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

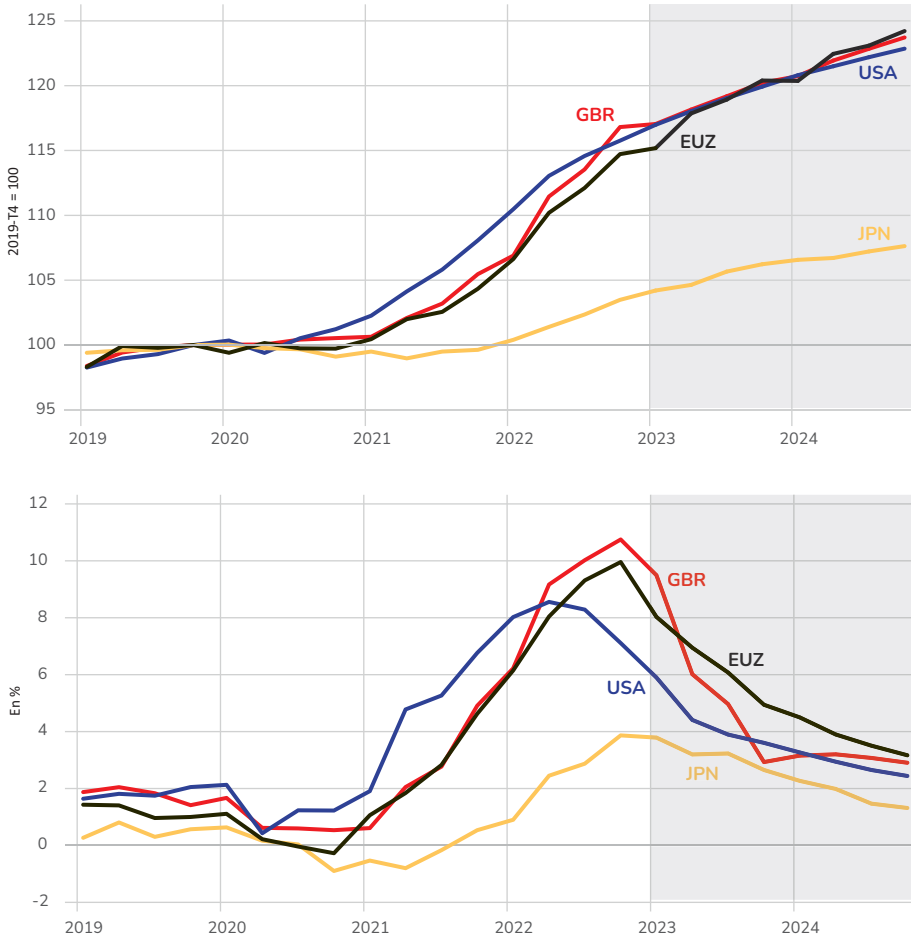
Les pics d'inflation semblent avoir été atteints et nous anticipons que le reflux de l'inflation devrait se poursuivre à l'horizon de notre prévision. Au premier trimestre 2023, c'est au Royaume-Uni qu'elle reste la plus élevée avec 9,5 %. En zone euro, elle atteint 8 % et 5,9 % aux États-Unis. À la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

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

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

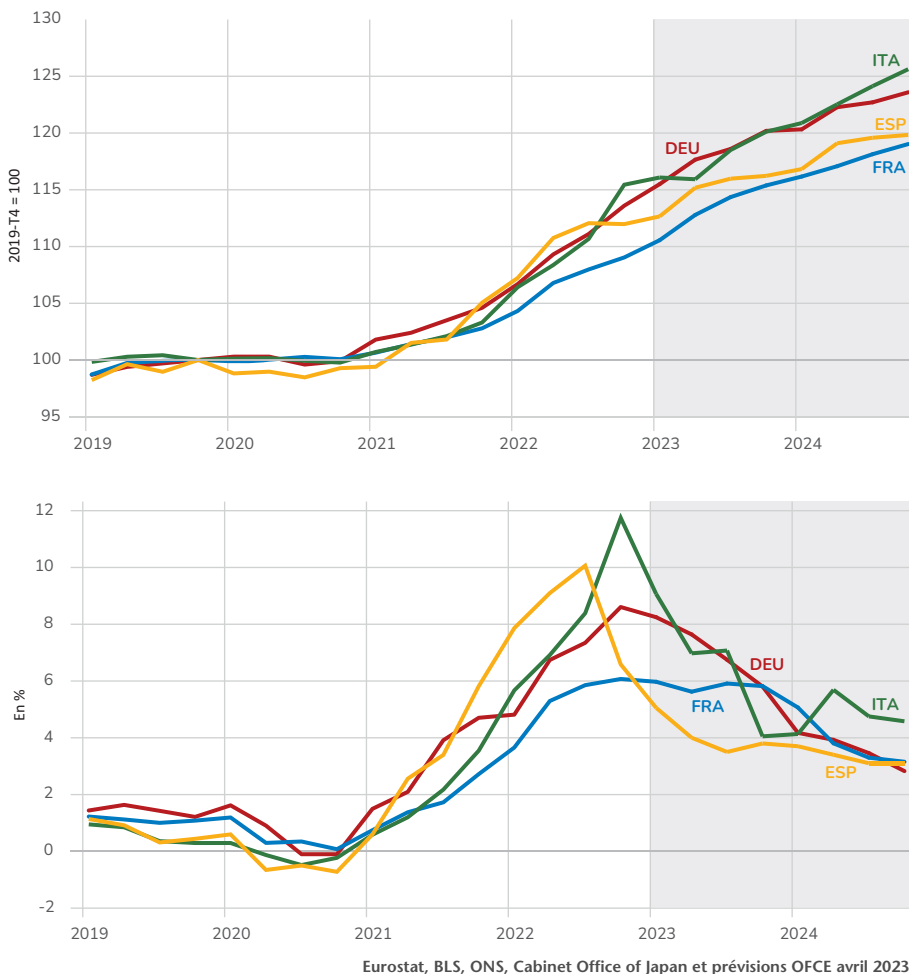
États-Unis. Dans la zone euro, elle poursuit sa trajectoire pour atteindre 5,5 % début 2023 sur an. Relativement à la fin 2019, la hausse des prix hors énergie et produits alimentaires a été moins forte dans la zone euro (8,5 % sur un an au premier trimestre 2023, contre plus de 12 % au Royaume-Uni et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

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



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

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



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

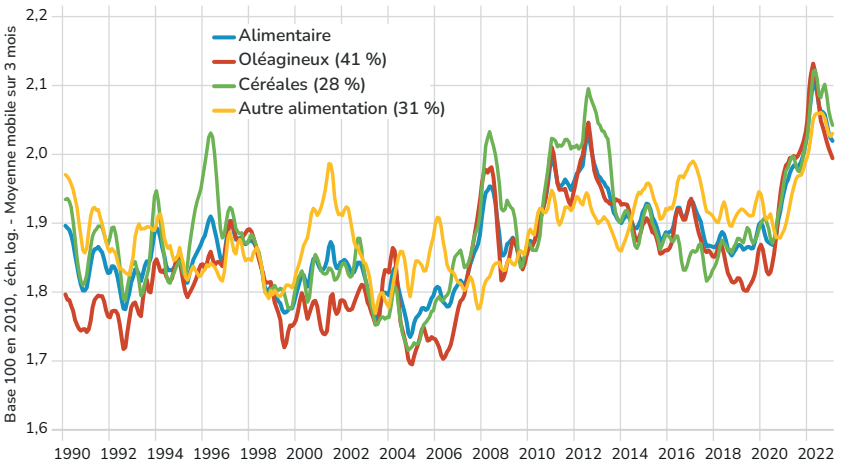
La stabilisation des prix de l'énergie en 2023 et 2024 contribuerait à réduire l'inflation d'ensemble. Cet effet favorable serait néanmoins en partie contrarié par la hausse de la composante alimentaire des indices de prix. L'inflation sous-jacente pourrait rester vive en 2023 et 2024, conduisant à des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

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

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

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

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



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

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

---

## Politiques monétaires : durcissement généralisé

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

---

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

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

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

---

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

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

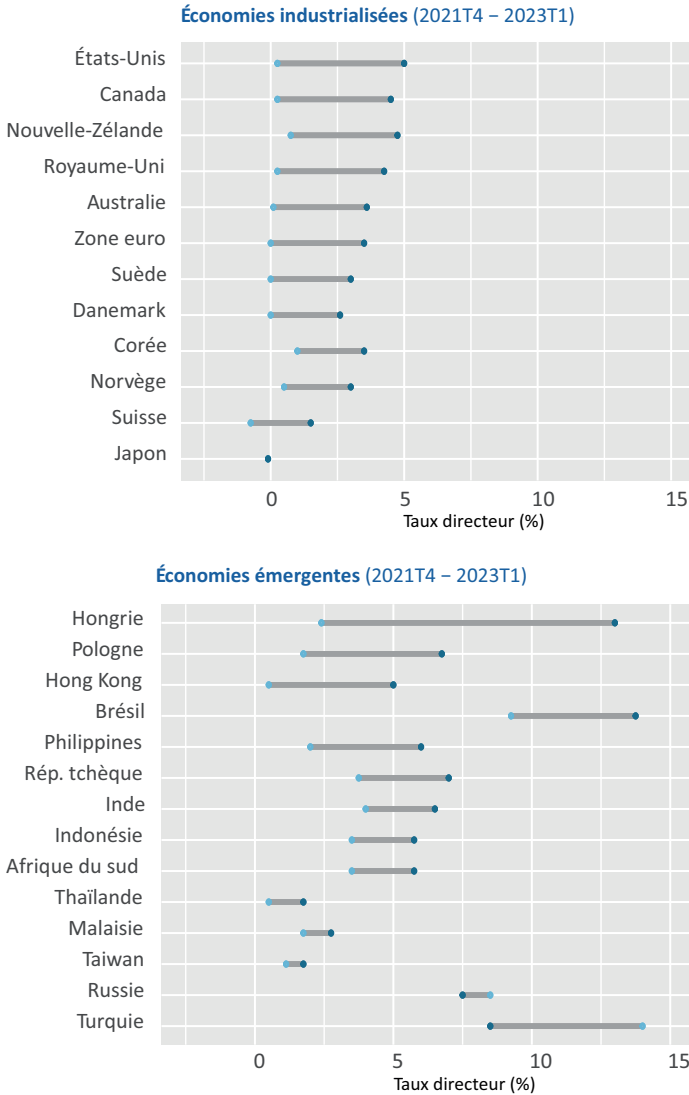
10. Le mouvement s'est renversé depuis la fin de l'année 2022. Relativement à l'euro, le dollar a baissé de 5,6 % depuis octobre 2022. Nous supposons qu'il se stabilisera à 1,1 dollar pour un euro en 2023 et 2024.

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



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

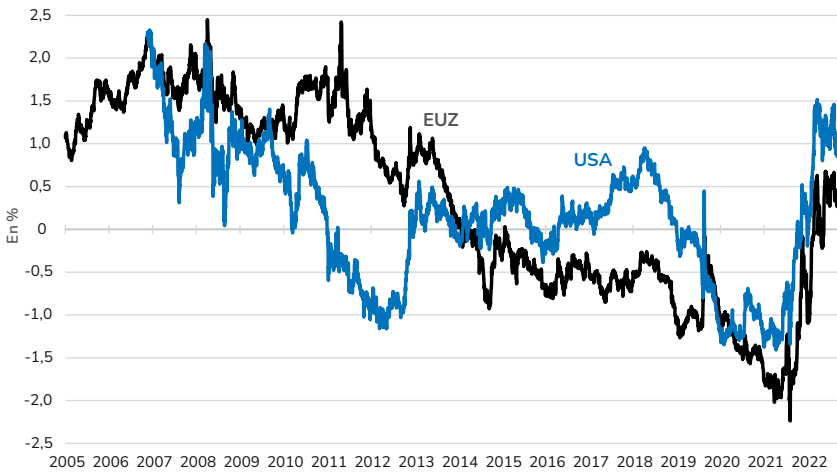
Graphique 7. Variation des taux des banques centrales depuis fin 2021



Eikon Datastream.

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

Graphique 8. Évolution du rendement souverain réel



Eikon Datastream.

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

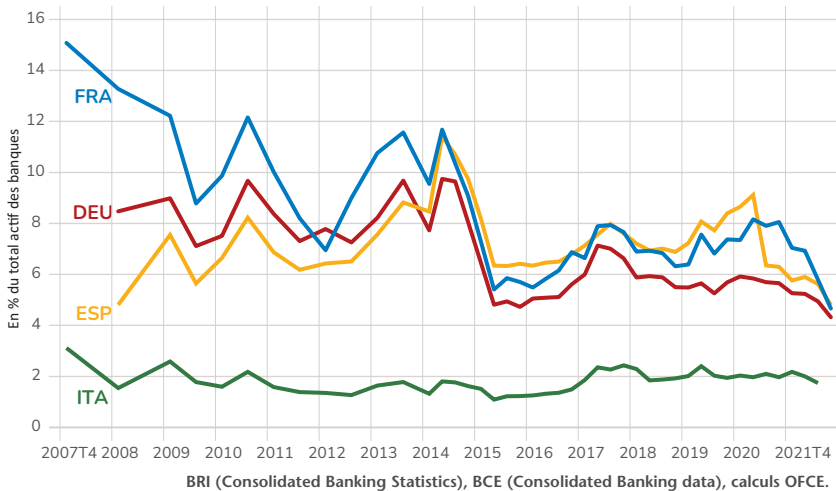
---

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

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

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

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



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

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

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

---

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

Le resserrement de la politique monétaire se matérialise par la hausse des taux directeurs des principales banques centrales. Il en résulte un durcissement des conditions financières. Pour évaluer l'impact du choc de politique monétaire, nous nous appuyons sur les travaux de modélisation de la Réserve fédérale des États-Unis (modèle FRB-US) ainsi que sur Heyer et Timbeau (2006) pour la France.

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

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

---

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

particulier par une augmentation de l'inflation. Si la hausse des taux d'intérêt est une réponse de politique monétaire à un choc sur les prix de l'énergie, l'évolution de la croissance dépendra à la fois du choc énergie et du choc de taux d'intérêt. De fait, c'est effectivement bien ce qui caractérise la réaction des banques centrales aujourd'hui. Il est également probable que leur réaction soit liée à l'évolution des anticipations d'inflation. Or à taux d'intérêt nominal donné, une hausse des anticipations réduit le taux d'intérêt réel qui est la variable pertinente pour influencer les décisions des agents économiques. C'est pourquoi notre calibration du choc n'est pas uniquement basée sur notre scénario de politique monétaire mais tient compte d'une hypothèse sur les anticipations d'inflation à long terme. Ces anticipations des agents ne sont pas observables et sont approximées soit par des indicateurs de marché, soit par des données d'enquêtes auprès de prévisionnistes professionnels ou de ménages. Enfin, ce choc est en écart à un scénario contrefactuel qui correspond à une stabilité des taux de politique monétaire en 2022 et à une normalisation qui aurait eu lieu de façon très lente en l'absence des autres chocs qui affectent l'économie en 2023. Nous déduisons alors un choc de taux réel de 2,4 points en 2023 aux États-Unis et de 2 points dans la zone euro. Pour 2024, le choc serait respectivement de 0,7 et 0,3 point.

---

## Les gouvernements sortent les boucliers

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

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

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

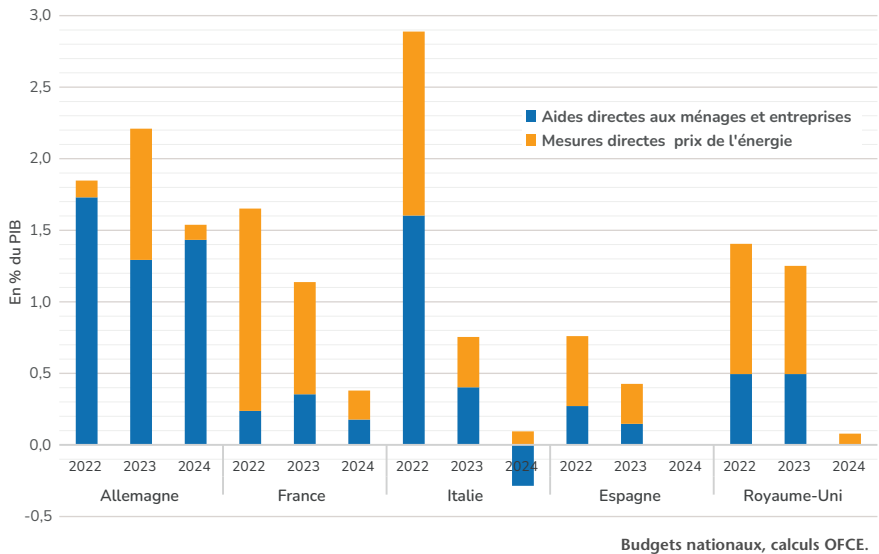
Les mesures de lutte contre la crise énergétique diffèrent non seulement entre les pays mais sont mises en œuvre avec des temporalités différentes. Dès 2023, les mesures s'amenuisent en France, en Espagne, en Italie et au Royaume-Uni. En raison de l'instauration d'un bouclier tarifaire sur le gaz et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

---

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

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

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



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



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

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

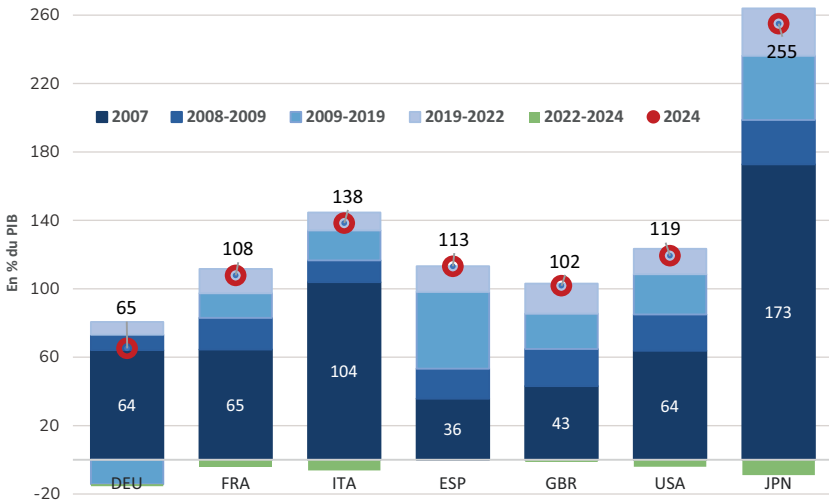
Ce rôle d'amortisseur des chocs est de nouveau crucial pour faire face à la crise énergétique. Pour autant, la situation actuelle se distingue des précédentes crises en matière de dette publique. En effet, nous prévoyons pour les principaux pays une stabilisation ou une baisse de la dette publique entre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

---

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

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

Graphique 11. Évolution des dettes publiques brutes depuis 2007



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

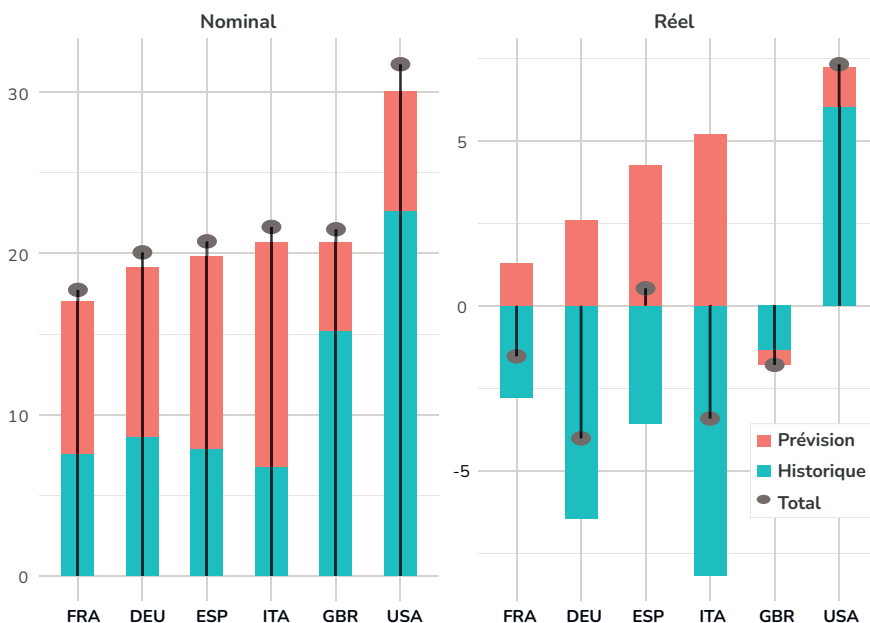
## Les salaires vont-ils s'ajuster aux prix ?

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

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

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

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



Comptabilités nationales, calculs et prévision OFCE avril 2023.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

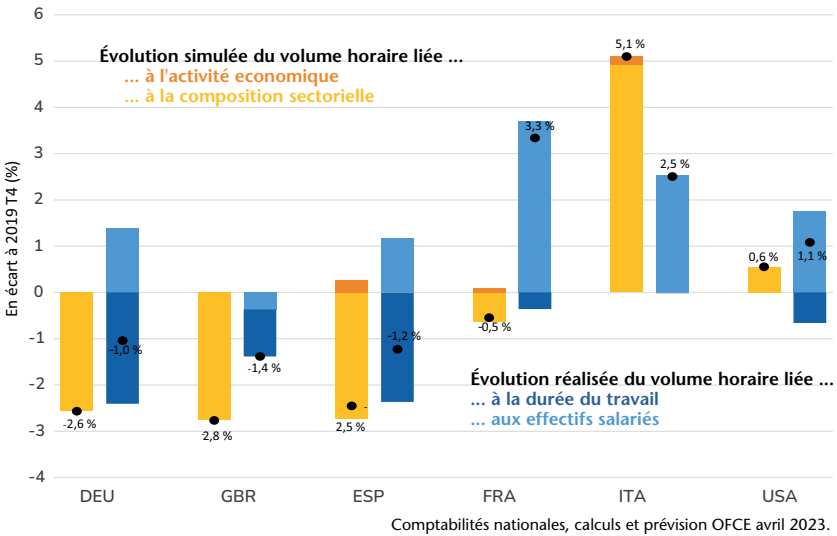
---

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

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

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

Graphique 13. Évolution simulée et observée du volume de travail



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

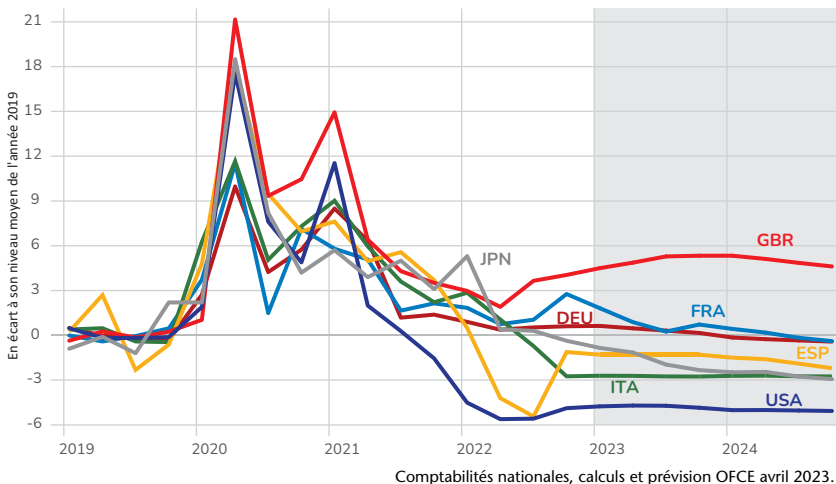
Les transferts budgétaires réalisés en faveur des ménages et la dynamique des salaires en 2023 devraient soutenir le revenu disponible brut (RdB) des ménages sans pour autant compenser intégralement l'inflation si bien que les ménages allemands, français, italiens et japonais perdraient en pouvoir d'achat.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

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

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

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

Graphique 14. Taux d'épargne des ménages



## Une croissance au ralenti

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

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

---

22. Voir Sampognaro R. (2023), « Guerre en Ukraine et hausse des tensions internationales : quel impact sur le PIB? Analyse empirique de l'économie mondiale et de six pays avancés à partir d'un indicateur de risque géopolitique », *Revue de l'OFCE*, n° 178, pp. 165-184 et Dauvin M. (2022), « Évaluation du choc d'approvisionnement », *Revue de l'OFCE*, n° 177, pp. 101-115 pour une analyse de l'impact de ces chocs sur les principales économies.



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

Tableau 1. Prévision de croissance mondiale (en %)

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

FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE avril 2023.

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

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

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

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

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

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

