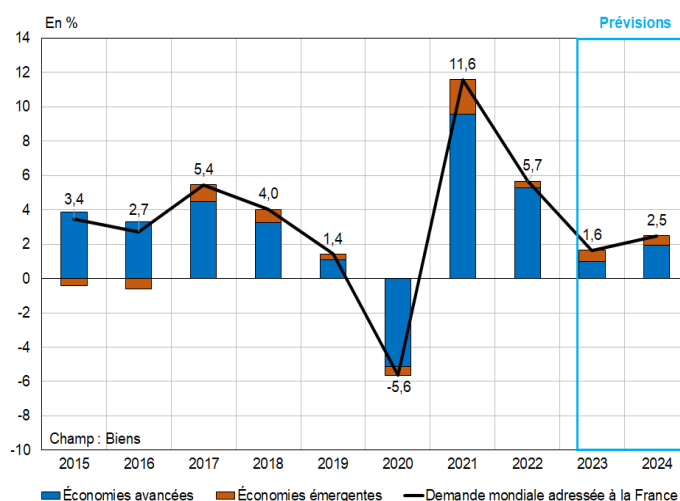


Perspectives mondiales au printemps 2023 : l'économie au creux de la vague

*Bastien ALVAREZ, Raphaël BEAUJEU, Sixtine BIGOT, Louis BERTRAND, Adama Hawa DIALLO,
Paul MAINGUET, Cyprien RONZE-SPILLIAERT, Éloïse VILLANI*

- En 2023, la croissance de l'économie mondiale serait de +2,8 % (après +3,4 % en 2022), en nette baisse en raison des effets de l'inflation élevée et d'une forte remontée des taux directeurs des grandes banques centrales, malgré le soutien de la réouverture de l'économie chinoise. L'activité mondiale accélérerait légèrement en 2024 (+3,0 %), avec la détente des politiques monétaires.
- La croissance des économies avancées resterait positive en 2023, à l'exception du Royaume-Uni qui subirait une récession en raison de la forte inflation enregistrée en 2022 et d'une économie encore fragilisée par le *Brexit*. À l'horizon des prévisions (2023 et 2024), les économies européennes continueraient de bénéficier du plan de relance européen (*Next Generation EU*), en particulier l'Italie et l'Espagne. En 2024, les États-Unis profiteraient d'un rebond de l'investissement favorisé par un renouveau de la politique industrielle.
- Au sein des économies émergentes l'activité serait globalement dynamique, portée par la Chine et l'Inde, tandis qu'elle ralentirait au Brésil et en Turquie. Le rebond chinois en 2023 serait porté par la réouverture de l'économie plus rapide qu'anticipée et la reprise de la consommation des ménages. En Turquie, la croissance serait affectée négativement par les conséquences des séismes en 2023.
- Le commerce mondial ralentirait fortement en 2023 en raison de l'affaiblissement de l'activité, puis il rebondirait en 2024. La croissance de la demande mondiale adressée à la France (cf. Graphique) suivrait le même profil. Sur les deux années, elle resterait cependant inférieure à la croissance du commerce mondial.
- L'évolution de l'inflation, les risques financiers, le conflit en Ukraine et la survenue de catastrophes naturelles constituent les principaux aléas pesant sur ce scénario.

Croissance annuelle de la demande mondiale adressée à la France



Source : DG Trésor.

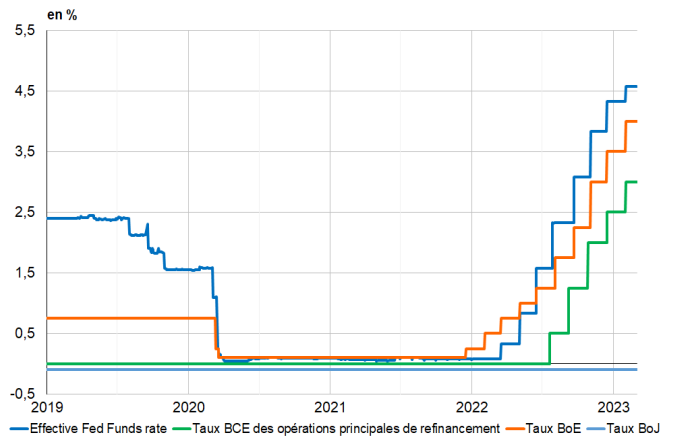
1. L'économie mondiale face au resserrement monétaire

Les prévisions internationales présentées ici dépendent d'hypothèses, arrêtées le 17 février 2023, concernant l'évolution des conditions financières, du cours des matières premières et de la politique budgétaire.

L'année 2022 a été marquée par un resserrement monétaire rapide dans les grandes économies avancées, à l'exception du Japon qui a maintenu son taux directeur inchangé. En parallèle de la remontée des taux directeurs, les banques centrales ont entamé une réduction de leur bilan (resserrement quantitatif ou *quantitative tightening*)¹. Le scénario présenté fait l'hypothèse d'une légère baisse des taux directeurs de la Fed, de la Banque d'Angleterre (BoE) et de la Banque centrale européenne (BCE) à partir de mi-2023². La majorité des économies émergentes, en particulier l'Inde et le Brésil, ont aussi connu un resserrement monétaire en 2022 face aux pressions inflationnistes et aux resserrements des taux de la Fed. À l'inverse, la Chine a abaissé plusieurs de ses taux pour soutenir l'investissement et le crédit immobilier. En Turquie, la banque centrale a poursuivi sa politique accommodante en abaissant ses taux de 12,5 % à 9,0 % en 2022.

Les annonces de resserrement monétaire des banques centrales ont été suivies d'une brusque hausse des taux longs. Les taux souverains à 10 ans des grandes économies avancées ont fortement progressé au dernier trimestre de 2022³, au moment où l'inflation et les anticipations de hausses des taux directeurs étaient au plus haut. Début 2023, la persistance de l'inflation sous-jacente et les incertitudes sur la conduite de la politique monétaire continuent d'exercer une pression à la hausse sur les taux longs, qui restent à des niveaux historiquement hauts. On fait l'hypothèse que les taux souverains ont déjà intégré l'information fournie par la communication des banques centrales, et qu'ils n'augmenteront que faiblement d'ici à 2024.

Graphique 1 : Niveau des principaux taux directeurs



Sources : Fed, Banque d'Angleterre, Banque centrale européenne, Banque du Japon.

Note : Derniers points observés : 9 mars 2023.

La politique budgétaire devrait en revanche continuer à soutenir l'activité dans la plupart des économies avancées, excepté au Royaume-Uni. En Europe, les dépenses prévues par les plans nationaux de relance et de résilience (PNRR) soutiendraient en particulier l'investissement en Espagne et en Italie tandis que les mesures annoncées par les gouvernements européens pour faire face à la hausse de l'inflation continueraient de soutenir le pouvoir d'achat des ménages et l'activité des entreprises en 2023. Ces soutiens seraient retirés progressivement en 2024 avec la nette décade de l'inflation. Aux États-Unis, les grands plans budgétaires votés par l'Administration Biden (*Infrastructure Investment and Jobs Act*, *Chips & Science Act* et *Inflation Reduction Act*), ciblés sur la souveraineté industrielle et la transition écologique, n'impacteraient l'économie américaine qu'à partir du second semestre 2024, principalement à travers l'investissement non-résidentiel. Au Royaume-Uni, notre scénario intègre une stratégie de consolidation budgétaire à moyen terme qui se manifeste notamment par un relèvement du plafond auxquels sont bloqués les prix du gaz et

- (1) La Fed a réduit ses rachats d'actifs en novembre 2021, avant de les cesser totalement à partir en mars 2022, puis d'entamer la réduction de son bilan en juin 2022. La BCE a cessé d'accroître son bilan en juin 2022, puis elle a entamé son resserrement quantitatif à partir de novembre. La Fed a ainsi réduit son bilan de 532 Md\$ (soit 2,1 % du PIB) entre avril (date de son niveau maximum) et février 2023, sur un bilan qui représentait 8 965 Md\$ (35,2 % du PIB) en avril 2022. La BCE a réduit son bilan de 952 Md€ (soit 7,1 % de PIB de la zone euro) entre juin 2022 et février 2023, sur un bilan qui représentait 8 826 Md€ (soit 66 % du PIB) en juin 2022.
- (2) Le taux directeur de la Fed culminerait à 4,9 % en juin 2023, puis s'abaisserait à 3 % fin 2024, celui de la BoE culminerait à 4,5 % en août 2023, avant de progressivement reculer et de s'établir à 3,5 % fin 2024. Le taux de facilité de dépôt de la BCE (taux auquel sont rémunérées les banques qui déposent des liquidités pour vingt-quatre heures auprès de la banque centrale) atteindrait 3,5 % en septembre 2023, avant de baisser à 3,25 % fin 2024.
- (3) Les taux italien, britannique et américain ont atteint leur point haut en octobre 2022 – en lien avec les développements politiques nationaux (*mini-budget* au Royaume-Uni, élections aux États-Unis et en Italie) avant de refluer, tandis que les taux français, allemand et espagnol ont atteint leur pic plus tardivement en décembre 2022.

de l'électricité, ainsi que par la hausse du taux d'impôt sur les sociétés, de 19 % à 25 % au 1^{er} semestre 2023.

Les prix du pétrole se sont envolés au cours du premier semestre de 2022 après l'invasion russe en Ukraine. Bien qu'en forte baisse depuis mi-juin, les cours du pétrole sont restés particulièrement volatils sur le second semestre de 2022 à cause des fortes incertitudes géopolitiques (intensité de la guerre en Ukraine, sanctions contre le pétrole russe, politique

sanitaire en Chine...) et économiques (inflation élevée, rapidité des resserrements monétaires, perspectives de croissance mondiale...). Le prix du pétrole a enregistré de nouvelles tensions en janvier 2023 en raison de la réouverture de l'économie chinoise et du ralentissement anticipé des resserrements monétaires dans un contexte d'inflation en nette baisse. Pour la prévision, le cours du baril de Brent (baril de référence de la mer du Nord) est gelé à 83,4 \$ (78,2 €), tout comme le taux de change de l'euro, fixé à 1,08 dollar.

2. Scénario international : un net ralentissement de l'activité

Tableau 1 : Prévisions de croissance mondiale

	Moyenne 2015-2019	2019	2020	2021	2022 ^a	2023	2024	Cumul depuis 2019 ^b		
					(prévisions, CJO)			2022	2023	2024
Croissance mondiale	3,4	2,8	-3,0	6,2	3,4	2,8	3,0	6,5	9,4	12,7
Économies avancées^c	2,1	1,7	-4,3	5,4	2,7	1,0	1,4	3,6	4,6	6,1
Zone euro ^d	2,0	1,6	-6,3	5,3	3,5	0,8	1,5	2,1	2,9	4,5
dont Allemagne	1,7	1,1	-4,1	2,6	1,9	0,2	1,3	0,3	0,5	1,7
dont Espagne	2,8	2,0	-11,3	5,5	5,5	1,3	1,8	-1,3	-0,1	1,7
dont Italie	1,0	0,5	-9,1	6,7	3,9	0,7	1,3	0,8	1,6	2,9
Royaume-Uni	2,1	1,6	-11,0	7,6	4,0	-0,7	0,5	-0,4	-1,1	-0,6
États-Unis	2,4	2,3	-2,8	5,9	2,1	1,0	1,1	5,2	6,2	7,3
Japon	0,9	-0,4	-4,3	2,2	1,1	1,1	1,3	-1,2	-0,1	1,2
Économies émergentes^c	4,3	3,7	-2,0	6,6	3,9	3,9	4,1	8,5	12,7	17,3
Brésil	-0,5	1,2	-3,9	4,6	2,8	1,1	1,6	3,4	4,5	6,2
Chine	6,7	6,0	2,2	8,1	3,0	5,3	4,5	13,8	19,9	25,2
Inde ^e	6,6	3,7	-6,6	8,7	6,9	6,0	6,5	8,5	15,0	22,5
Turquie	4,1	0,8	1,9	11,4	5,0	2,8	2,9	19,2	22,6	26,1
Commerce mondial en biens ^f	3,0	0,8	-4,7	12,7	5,2	2,2	3,1	12,9	15,3	24,8
Demande mondiale en biens – France	3,4	1,4	-5,6	11,6	5,7	1,6	2,5	11,3	13,1	22,8

a. Les chiffres de 2022 sont des estimations pour les économies avancées et la Chine à partir des données disponibles à la date d'arrêt des prévisions (17 février 2023). Ce sont des prévisions pour les autres pays émergents et pour la croissance mondiale.

b. Il s'agit des taux de croissance cumulés entre 2019 et chacune des années de 2022 à 2024.

c. En prévision, les agrégats économies avancées et économies émergentes sont estimés à partir des prévisions du FMI corrigées des prévisions de la DG Trésor portant sur les pays du tableau ci-dessus et corrigées sur le passé des révisions de comptes nationaux. La prévision de la demande mondiale adressée à la France n'intègre plus de prévision pour l'économie russe du fait de la chute des flux bilatéraux consécutive aux sanctions commerciales à l'encontre de la Russie.

d. L'agrégat zone euro est construit à partir des comptes trimestriels corrigés des jours ouvrés. En prévision, il est estimé à partir des prévisions de la Commission corrigées de celles de la DG Trésor pour l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne.

e. La croissance de l'Inde est en année fiscale. En année calendaire elle est de 6,9 % pour 2022, 4,7 % pour 2023 et 7,5 % pour 2024.

f. Le commerce mondial, calculé comme la somme des importations, couvre 40 pays représentant 85 % des importations mondiales.

Sources : FMI, *Perspectives économiques mondiales de janvier 2023* ; Commission européenne, *prévisions économiques de février 2023* ; calculs et prévisions DG Trésor.

2.1 Un creux de croissance pour l'activité et le commerce mondial

Après avoir atteint un niveau proche de sa moyenne pré-crise⁴ en 2022 (+3,4 %), la croissance mondiale reculerait en 2023 (+2,8 %) (cf. Tableau 1). Ce rythme de croissance modéré reflète essentiellement l'effet du durcissement des politiques monétaires et des prix toujours élevés, qui se traduisent par des conditions de financement moins favorables, des revenus réels plus faibles, et une dégradation de la confiance des entreprises et des ménages. L'absence de chocs négatifs majeurs dans les grandes économies émergentes d'Asie, moins exposées à l'inflation et au conflit en Ukraine, accentuerait les écarts de croissance entre économies avancées et émergentes. La croissance demeurerait dynamique dans les pays émergents (+3,9 %), portée par la reprise de l'activité chinoise, tandis qu'elle connaîtrait un net ralentissement dans les économies avancées (+1,0 %), pénalisée en particulier par la faiblesse de l'activité en zone euro et au Royaume-Uni.

En 2024, la croissance mondiale connaîtrait une reprise modérée (+3,0 %), soutenue en premier lieu par

les économies émergentes (+4,1 %). L'activité se redresserait également dans les économies avancées (+1,4 %), grâce à une accélération des revenus réels et aux premières mesures d'assouplissement des politiques monétaires permises par la dissipation progressive des tensions inflationnistes.

Le commerce mondial en biens ralentirait nettement en 2023 (+2,2 % contre +5,2 % en 2022) dans le sillage de l'activité économique mondiale, et cela malgré le relâchement des tensions d'approvisionnement. Le ralentissement de l'activité étant particulièrement marqué pour les pays avancés, ce sont les pays émergents qui contribueraient pour plus de la moitié à la croissance du commerce mondial (contre moins d'un quart en 2022). En 2024, le commerce mondial retrouverait un rythme de croissance identique à celui qui prévalait avant la crise sanitaire (+3,1 %).

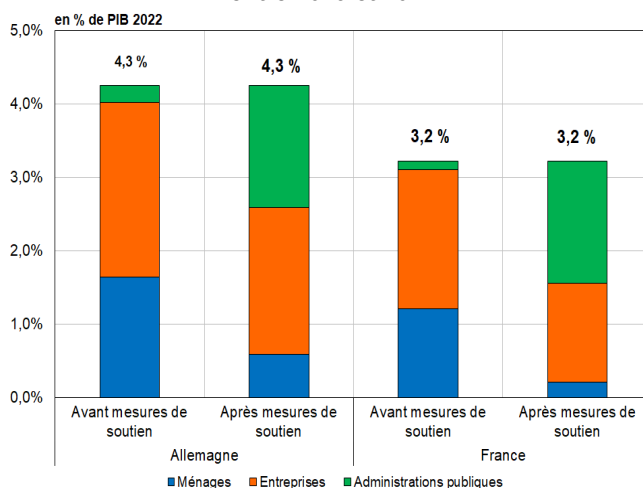
La croissance de la demande mondiale en biens adressée à la France serait plus faible que celle du commerce mondial en 2023 (+1,6 %) et en 2024 (+2,5 %), en raison de la faiblesse des importations dans les pays avancés, qui sont les principaux partenaires économiques de la France.

Encadré 1 : Un coût élevé de la hausse des prix des matières premières pour l'économie allemande en 2022

L'inflation qui a touché les pays européens en 2022 a principalement été portée par la hausse des prix de l'énergie^a. L'Allemagne a fait face, comme l'ensemble des économies européennes, à une forte hausse des prix de gros de l'énergie : entre 2019 et 2022, le prix de marché du gaz de référence pour l'Allemagne a été multiplié par huit, le prix du charbon par quatre et le prix du pétrole par deux. En 2019, le solde commercial de l'Allemagne pour le gaz, le pétrole et le charbon s'élevait à -65 Md€ (1,9 % du PIB 2019), un chiffre comparable en point de PIB à celui de la France (-47 Md€, soit 2,0 % du PIB).

En France, cette hausse des prix des hydrocarbures importés a entraîné une perte de revenu estimée à environ 85 Md€, soit 3 % du PIB^b. La même méthodologie d'estimation peut être appliquée à

Graphique 2 : Répartition des pertes de revenu liées à la dégradation des termes de l'échange énergétiques entre 2019 et 2022



Source : DG Trésor.

a. En 2022, l'énergie a contribué à 40 % de l'inflation totale au sens de l'IPCH en France, et à 47 % en Allemagne.

b. Cf. Clavères G. (2022), « Répartition des pertes dues à la dégradation des termes de l'échange énergétiques », *Trésor-Éco*, n° 318 pour l'analyse sur la France et le détail de la méthodologie retenue.

(4) Définie ici comme la moyenne entre les années 2015 et 2019.

l'Allemagne, en ajoutant le charbon aux matières premières énergétiques, qui y est utilisé pour produire une part significative de l'électricité^c.

On peut ainsi estimer la perte de revenu outre-Rhin directement liée à la hausse des prix des énergies importées à plus de 160 Md€, soit 4,3 % du PIB. Comme pour la France, la perte est principalement due au gaz (115 Md€), dont le prix a le plus augmenté, et dans une moindre mesure au pétrole (33 Md€) et au charbon (16 Md€). L'impact plus important en Allemagne s'explique par une hausse plus élevée du prix du gaz sur l'indice de référence allemand^d et par l'effet de la hausse du prix du charbon. Cette estimation est à interpréter comme un chiffrage *ex-ante* statique, qui ne prend pas en compte les marges d'ajustement qui pourraient compenser les effets de la hausse : les entreprises ont pu répercuter la hausse des prix de production sur les prix des exportations et les volumes d'importations ont pu diminuer par rapport à 2019. En outre, cette analyse ne prend pas en compte l'effet modérateur de stratégies d'approvisionnement, qui peuvent partiellement et temporairement protéger certaines entreprises de la hausse des prix. D'autres indicateurs montrent ainsi des pertes plus limitées pour l'Allemagne : la dégradation de la balance énergétique a par exemple été moindre (-73 Md€, soit environ 2 points de PIB).

Concernant la répartition entre secteurs, avant soutien public, les pertes auraient d'abord été subies par les entreprises, puis par les ménages, selon une répartition proche de celle qui a été estimée pour la France. Les finances publiques allemandes ont absorbé une large partie du choc, mais la perte des entreprises et des ménages reste significative. À l'instar du gouvernement français, le gouvernement allemand a pris des mesures en réponse à la hausse des prix de l'énergie. Après mesures de soutien, les ménages et les entreprises en Allemagne supporteraient ainsi encore respectivement 14 % et 47 % de la perte de revenu totale, une charge plus lourde qu'en France (6 % et 42 %).

c. D'après les premières estimations de Destatis, près d'un tiers de l'électricité produite en Allemagne en 2022 avait pour source du charbon.

d. Les fournisseurs français et allemands peuvent s'approvisionner au prix coté aux Pays-Bas (Title Transfer Facility, TTF) ou aux prix cotés dans les hubs nationaux : le Point d'Echange de Gaz (PEG) en France et le Trading Hub Europe (THE) en Allemagne, ce dernier ayant en moyenne un cours de référence plus élevé que le PEG français.

2.2 Des économies avancées confrontées à un net ralentissement de leur activité

Les économies avancées seraient pénalisées par la remontée des taux et le caractère graduel du recul de l'inflation, ce qui entraînerait un net ralentissement de l'activité en 2023 (+1,0 %) avant une réaccélération limitée en 2024 (+1,4 %), mais pas de récession en moyenne annuelle, excepté au Royaume-Uni en 2023.

Aux **États-Unis**, la croissance serait faible sur l'horizon de prévision (+1,0 % en 2023 et +1,1 % en 2024⁵). En 2023, l'économie américaine connaîtrait un ralentissement de la consommation des ménages en raison de l'épuisement de la sur-épargne, constituée au cours de la crise sanitaire, qui a compensé jusqu'à présent la baisse des salaires réels. Le retournement immobilier provoqué par le resserrement monétaire affecterait l'activité (i) directement via l'investissement privé, notamment dans le logement, qui décélérerait en 2023, et (ii) indirectement via une baisse de la consommation en réponse à des effets de richesse

négatifs (voir Encadré 2). En 2024, l'activité serait portée par l'investissement, grâce à une amélioration des conditions de financement dans un contexte de baisse du taux directeur de la Fed, et par des plans budgétaires incitatifs dans certains secteurs d'avenir (semi-conducteurs, batteries, énergies renouvelables, véhicules électriques, minéraux).

L'**Allemagne** connaîtrait un fort ralentissement de son activité en 2023 (+0,2 %)⁶. L'investissement, en particulier dans la construction, resterait pénalisé par le niveau élevé des prix des intrants et des coûts de financement. La consommation privée serait grevée par un niveau d'inflation supérieur à la moyenne de la zone euro. En 2024, l'activité allemande connaîtrait une reprise (+1,3 %) portée par la hausse du pouvoir d'achat due à la progression des salaires et au reflux de l'inflation. Le recul de l'incertitude et le dynamisme du commerce mondial permettraient également un rattrapage de l'industrie allemande, notamment dans l'automobile.

(5) En raison de l'acquis de croissance important atteint au 4^e trimestre 2022, qui soutient l'activité en 2023, la relative constance du taux de croissance annuel traduit une croissance trimestrielle stagnante en 2023 et plus dynamique en 2024.

(6) Destatis a publié une nouvelle estimation du PIB au 4^e trimestre 2022 le 24 février, après l'arrêt des prévisions. Cette révision de la croissance trimestrielle de -0,2 pt (à -0,4 %) ne remet pas en cause la prévision de croissance annuelle de l'Allemagne pour 2023.

L'activité au [Royaume-Uni](#) se contracterait en 2023 (-0,7 %). Quoiqu'en net recul par rapport à 2022, la hausse des prix ferait chuter le pouvoir d'achat des ménages en 2023 et la consommation privée reculerait. L'investissement diminuerait aussi en raison du durcissement de la politique monétaire et fiscale et de la persistance des incertitudes liées au *Brexit*. Le rebond en 2024 resterait modéré (+0,5 %), ne permettant pas encore à l'économie britannique de retrouver son niveau d'avant la crise sanitaire. De fait, la consommation ne reprendrait que légèrement en 2024 et resterait nettement inférieure à son niveau de 2019, grevée par un pouvoir d'achat peu dynamique.

En [Italie](#), la croissance ralentirait fortement en 2023 (+0,7 %) et rebondirait en 2024 (+1,3 %). Pendant les deux années, la croissance serait tirée par la consommation privée et l'investissement, tandis que les exportations souffriraient fortement du ralentissement du commerce mondial en 2023, sans pour autant se contracter. La consommation privée progresserait en 2023 grâce à un recul de l'inflation et à des salaires dynamiques. Après avoir été fortement soutenu par des mesures d'incitation fiscales en faveur de la rénovation énergétique, dites de « Super-bonus », l'investissement resterait dynamique, porté par la montée en puissance du plan de relance

européen, et il soutiendrait l'activité en 2023 et en 2024.

L'activité en [Espagne](#), bien qu'en net recul en 2023 (+1,3 %) et en 2024 (+1,8 %), bénéficierait toujours de fortes marges de rattrapage du fait d'un rebond moins marqué que chez ses voisins européens après la crise sanitaire. La consommation resterait dynamique grâce à une inflation en forte baisse depuis fin 2022. Le plan national de relance et de résilience continuerait de soutenir l'investissement, dynamique sur l'horizon de prévision, malgré le durcissement des conditions de financement.

Au [Japon](#), l'activité continuerait de progresser légèrement en 2023 (+1,1 %) et en 2024 (+1,3 %), principalement tirée par le rattrapage de la demande intérieure. Malgré la légère hausse du taux directeur de la Banque du Japon, l'investissement rejoindrait progressivement son niveau d'avant-crise. La consommation de la sur-épargne accumulée pendant la crise sanitaire se poursuivrait malgré les fortes pressions inflationnistes. Bien que nettement plus faible que dans les autres économies avancées, l'inflation au Japon, qui a atteint +4 % au 4^e trimestre de 2022, est à son niveau le plus élevé depuis plus de trente ans.

Encadré 2 : L'immobilier aux États-Unis, un frein à la croissance du PIB depuis le 2^e trimestre 2022

Aux États-Unis, porté par le soutien budgétaire massif et la baisse des taux directeurs de la Fed, le marché de l'immobilier résidentiel a crû fortement en 2020 et 2021. Ensuite, le resserrement monétaire entamé en mars 2022 a entraîné un net renchérissement du coût d'emprunt et une baisse de la demande des crédits hypothécaires. En conséquence, l'octroi de permis de construire puis les mises en chantier sont en chute depuis avril 2022. Sur le segment résidentiel, les prix de l'immobilier ont commencé à reculer dès juin 2022^a, pesant sur la croissance du PIB des États-Unis à hauteur de -0,5 pt en 2022.

Pour sa part, le segment non-résidentiel^b plus procyclique, ralentissait déjà en 2020 et 2021 du fait du ralentissement de l'activité économique qui s'est traduit par de plus faibles capacités des entreprises à investir dans des dépenses de construction, dans l'industrie et dans les points de ventes de détail. Ce segment est resté déprimé et a contribué négativement au PIB (-0,2 pt) en 2022 en raison notamment d'une demande de bureaux basse du fait du développement du télétravail. Au total, l'investissement immobilier, qui souffre par ailleurs d'une offre contrainte par les pénuries d'approvisionnement en matériaux de construction et de main-d'œuvre, a pesé sur la croissance à hauteur de -0,7 pt en 2022 (sur une croissance observée du PIB de +2,1 %).

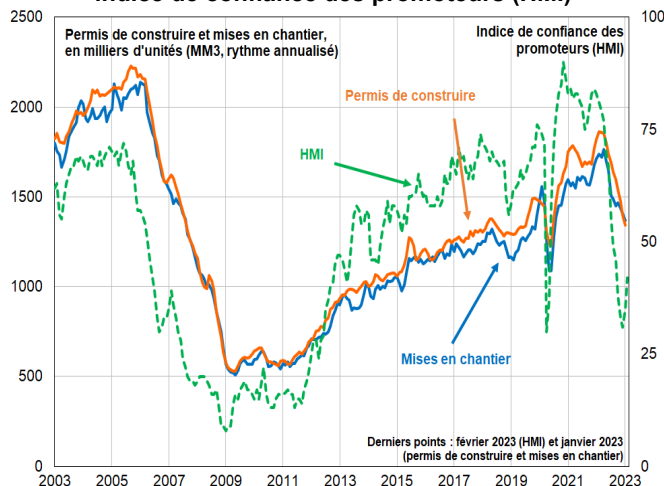
a. La chute des prix immobiliers est la résultante de deux forces opposées : d'un côté, la demande est réduite par des taux hypothécaires élevés et, de l'autre, la faible offre de biens à vendre maintient les prix relativement haut. Selon l'indice *S&P Case Schiller*, les prix dans les vingt plus grandes villes du pays ont baissé de 4 % de juin à novembre 2022 et ils ont baissé de 1 % au niveau national selon l'indice FHFA (*Federal Housing Finance Agency*).

b. L'investissement non-résidentiel regroupe les dépenses de construction des entreprises dans les bureaux, industries, entrepôts et points de vente au détail.

L'investissement immobilier continuerait de peser sur l'activité économique en 2023, avec un effet plus incertain en 2024.

- Dans le segment résidentiel, l'investissement contribuerait encore négativement à la croissance en 2023 avec des taux d'intérêts qui se maintiendraient à des niveaux élevés et des prix en baisse^d. En 2024, l'effet de l'immobilier sur la croissance dépendra de l'évolution de la politique monétaire de la Fed : la baisse des taux d'intérêt anticipée par les marchés en décembre 2023 relancerait le secteur de l'immobilier résidentiel et soutiendrait la croissance seulement à partir de mi-2024, aboutissant à une contribution nulle à la croissance sur l'ensemble de l'année. La hausse des taux fait par ailleurs peser un risque sur la santé financière des entreprises foncières, qui pourraient avoir du mal à se refinancer, et sur la stabilité financière. Les risques d'une crise similaire à celle de 2007-2008 sont toutefois moindres en raison (i) d'une situation financière des emprunteurs plus soutenable ; (ii) d'une part de prêts à taux variables bien moins élevée ; et (iii) d'un marché des crédits et de la titrisation mieux réglementé.
- Le segment non-résidentiel quant à lui stagnerait en 2023 puis viendrait soutenir la croissance du PIB en 2024, aidé par l'amélioration des conditions de financement et par les constructions d'usines à la faveur des politiques industrielles en faveur de la souveraineté industrielle (*CHIPS and Science Act, Inflation Reduction Act et Infrastructure Investment and Jobs Act*).

Graphique 3 : Permis de construire, mises en chantier et indice de confiance des promoteurs (HMI)^c



Sources : Census, NAHB.

c. Note de lecture : Le HMI – *Housing Market Index* est un indice désaisonnalisé, basé sur une enquête mensuelle auprès des constructeurs immobiliers. Un chiffre supérieur à 50 indique que les constructeurs sont plus nombreux à considérer les conditions de vente comme bonnes que mauvaises.

d. Outre l'impact direct via l'investissement, l'immobilier a un impact indirect sur la croissance via la consommation des ménages par un effet-richeesse induit par une hausse des prix de l'immobilier : la chute des prix fait baisser la richesse immobilière des agents et ainsi leur capacité à s'endetter pour consommer (1 \$ de richesse immobilière en plus augmenterait la consommation des ménages de 2 à 9 cents d'après des études universitaires : (i) Caceres C. (2019), "Analyzing the effects of financial and housing wealth on consumption using micro data", *International Monetary Fund* ; (ii) Aladangady A. (2017), "Housing wealth and consumption: evidence from geographically linked microdata", *American Economic Review* ; 107(11) et (iii) Cooper D. (2013), "House price fluctuations: the role of housing wealth as borrowing collateral", *Review of Economics and Statistics*, 95(4)).

2.3 Une croissance dans les pays émergents tirée par la Chine et l'Inde

En **Chine**, après un net ralentissement de l'activité à +3,0 % en 2022, dû au maintien de la politique « zéro Covid » et à la crise immobilière, l'activité rebondirait à +5,3 % en 2023 grâce à la réouverture rapide de l'économie. La fin des mesures de restrictions sanitaires favoriserait un rebond de la consommation. Les autorités affichent également une priorité de soutien à l'activité pour 2023⁷ comme en témoignent le revirement sur le « zéro Covid » et les récentes mesures apportées au secteur immobilier⁸, tandis que la politique monétaire poursuivrait son

assouplissement. La croissance diminuerait à +4,5 % en 2024 (vers son rythme de croissance potentielle) compte tenu de l'essoufflement des relais de croissance traditionnels (immobilier, investissement). En l'absence de rééquilibrage de la demande interne, et faute de politique renforçant les filets de sécurité sociaux, la soutenabilité du modèle de croissance chinois est incertaine.

En **Turquie**, en 2023, l'activité ralentirait à +2,8 %, en raison des séismes et de la nécessaire normalisation de la politique économique. Bien que les séismes du 6 février soient les plus virulents que la Turquie ait connus, le poids économique des régions touchées

(7) Les autorités chinoises ont fixé en mars une cible de croissance autour de +5 % pour 2023.

(8) Le secteur de l'immobilier se stabiliserait grâce à l'assouplissement des conditions d'accès au financement fin 2022 pour les 30 promoteurs les plus sérieux et à la reprise des chantiers déjà en cours.

(9 % du PIB) et leur éloignement du cœur économique du pays laissent penser que leurs effets sur la croissance seraient limités. En 2024, la croissance s'établirait à +2,9 %, soutenue par le dynamisme de l'investissement face aux besoins de reconstruction.

En Inde, la croissance resterait dynamique à +6,9 % en 2022/2023⁹, grâce au rebond de la consommation et de l'investissement au 1^{er} semestre et une relance par les infrastructures (+2,7 % du PIB en 2022/2023), principalement dans les chemins de fer, les routes et les télécoms. La baisse de la demande mondiale, le resserrement monétaire opéré par la banque centrale indienne pour lutter contre l'inflation avec une hausse des taux directeurs de 250 pbb depuis mai, et un marché du travail moins favorable pèseraient

cependant sur l'activité au 2^e semestre. Les dépenses d'investissement en infrastructures continueraient de soutenir l'activité, qui progresserait de +6,0 % en 2023/2024 et +6,5 % en 2024/2025.

Au Brésil, la croissance reculerait à +1,1 % en 2023 (contre +2,8 % en 2022). L'ampleur du ralentissement de l'activité dépendra de la manière dont le gouvernement conduira des réformes en matière d'aide aux ménages (la consommation étant amenée à rester l'un des principaux facteurs de croissance), comme de l'amélioration de l'environnement des affaires et de la confiance des marchés. Les exportations pourraient également bénéficier du rebond de l'économie chinoise en début d'année (voir Encadré 3).

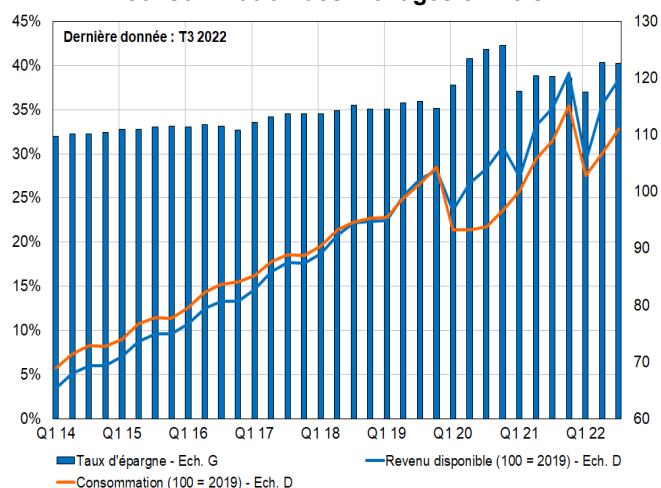
Encadré 3 : Quels effets du rebond de l'activité en Chine ?

La levée début décembre 2022 de la plupart des restrictions sanitaires en Chine a conduit à une vague épidémique d'une ampleur inédite, dont le pic aurait été atteint en janvier 2023. Selon le Centre chinois de contrôle et de prévention des maladies (CDC), 1,2 milliard de personnes auraient contracté le Covid au 21 janvier (80 % de la population). Le pic des contaminations aurait d'abord été atteint dans les plus grandes villes du pays, puis dans les zones rurales fin janvier, en raison des déplacements interprovinciaux lors des célébrations du nouvel an chinois. La situation sanitaire se serait stabilisée depuis le mois de février. Certains épidémiologistes n'excluent pas une nouvelle vague d'ici quatre à six mois avec des infections qui seraient cependant en moyenne moins sévères en raison d'une immunité collective plus élevée.

L'abandon du « zéro Covid » a conduit à une dégradation des indicateurs d'activité en Chine au mois de décembre, mais celle-ci a été transitoire et d'ampleur limitée. La production industrielle a ralenti à +1,3 % en glissement annuel (g.a.) en décembre (après +2,2 % en novembre), et les ventes au détail ont décliné de -1,4 % en g.a.. Les indices PMI manufacturiers et non-manufacturiers officiels^a se sont dégradés en décembre alors qu'ils se situaient déjà en zone de contraction. En effet, la circulation massive du virus a affecté les nouvelles commandes et la production avec une hausse de l'absentéisme et des perturbations logistiques. L'atteinte du pic de contaminations dès le mois de janvier a permis de soutenir une reprise rapide de l'activité. À titre d'exemple, le trafic de conteneurs à Shanghai est reparti à la hausse dès la fin du mois de décembre et les indices PMI ont rebondi et sont revenus en zone d'expansion en janvier.

Après avoir ralenti en 2022, l'activité chinoise rebondirait à +5,3 % en 2023. L'ampleur de cette reprise reste toutefois incertaine compte tenu de l'apparition possible de nouveaux variants, de

Graphique 4 : Revenu disponible, taux d'épargne et consommation des ménages chinois



Source : NBS, calculs : DG Trésor.

a. L'indice PMI ("Purchasing Manager's Index") mesure le niveau de confiance des directeurs d'achat. Un PMI supérieur à 50 signifie que les directeurs d'achat sont confiants et anticipent une expansion économique. À l'inverse, un PMI inférieur à 50 reflète l'anticipation d'une récession économique.

(9) Le calendrier de référence est l'année fiscale, qui débute en avril de l'année N et se termine en mars de l'année N+1.

l'évolution de la demande des pays occidentaux, et des tensions avec les États-Unis. Le rebond de la consommation pourrait en outre être retardé par la faible hausse des revenus réels en 2022, car il dépendra de l'utilisation de l'épargne de précaution accumulée depuis le début de la crise sanitaire (cf. Graphique 4).

Le rebond de l'activité chinoise en 2023 contribuerait à soutenir la demande mondiale^b et à la poursuite du relâchement des tensions d'approvisionnement, avec de moindres dysfonctionnements dans la production industrielle et un désengorgement des routes maritimes.

En revanche, il pourrait avoir un effet haussier sur les prix de certaines matières premières^c, notamment du pétrole et du nickel, très dépendants de la demande chinoise^d. Selon l'Agence internationale de l'énergie (AIE)^e, la demande mondiale de pétrole augmenterait de 1,9 million de barils par jour (mbj) en 2023, près de la moitié de la hausse provenant de la Chine. S'agissant de l'offre mondiale de pétrole, l'AIE anticipe une progression de 1,2 mbj en 2023, alors que l'OPEP+ n'a pas modifié son quota de production – qui est de 41,9 mbj – depuis novembre 2022. La Russie a annoncé le 10 février réduire ses exportations de 500 000 barils par jour à compter de mars, en réaction aux sanctions.

Au total, l'effet net du rebond chinois sur le PIB mondial serait légèrement positif, mais bénéficierait surtout aux exportateurs de matières premières (Brésil notamment) et aux principaux partenaires commerciaux de la Chine (ASEAN, UE, Taïwan, Corée du Sud, Japon).

b. Un choc positif d'offre ou de demande se transmettrait directement par le canal commercial. La Chine représentait près de 11 % des importations mondiales de biens et de services en 2019.

c. Une hausse de 1,0 % de la demande chinoise entraînerait une hausse de 2,2 % du prix des matières premières, selon William L. Barcelona, Danilo Cascaldi-Garcia, Jasper J. Hoek, Eva Van Leemput (2022), "What Happens in China Does Not Stay in China".

d. La Chine représente près de 14,5 % de la demande mondiale de pétrole.

e. IEA (2023) Oil Market Report – Février 2023.

3. La dynamique de l'inflation, principal aléa du scénario

L'évolution de l'inflation est un point crucial du scénario. Si l'inflation totale a commencé à refluer sous l'effet d'une baisse de la contribution des prix énergétiques, l'inflation sous-jacente continue d'augmenter, du fait de la transmission des hausses de prix de l'énergie à l'ensemble de l'économie. L'évolution ultérieure de l'inflation dépendra de forces contraires dont il est difficile d'estimer précisément la résultante : si le reflux du prix d'un certain nombre de matières premières, ainsi que d'indicateurs avancés comme les prix de production, conforte le diagnostic d'un reflux de l'inflation, il reste encore des effets de diffusion des hausses passées qui viendront la soutenir, en particulier les hausses de salaires. L'ampleur de ces hausses est incertaine mais le risque de boucle prix/salaires semble à l'heure actuelle limité : les évolutions récentes des salaires réels demeurent négatives, les anticipations d'inflation à long terme restent ancrées à des niveaux proches des cibles des banques centrales, et les mécanismes d'indexation automatique sont plus rares que par le passé. Jouant dans l'autre sens, le

haut niveau des tensions observées aujourd'hui sur les marchés du travail des économies avancées tend à y soutenir les salaires.

En miroir de l'évolution de l'inflation, l'évolution de la politique monétaire est également incertaine. Si l'inflation persistait plus longtemps qu'attendu, les banques centrales pourraient accélérer ou prolonger leur resserrement monétaire, ce qui accroîtrait le risque de récession dans les économies avancées, via un durcissement des conditions de financement et une chute de l'investissement affectant l'activité et l'emploi. Ce resserrement supplémentaire affecterait également les économies émergentes via des mouvements de capitaux, des risques de crises de change, et une hausse du coût du service de la dette libellée en dollars. À l'inverse, une décrue plus rapide qu'anticipée de l'inflation permettrait une reprise plus dynamique de l'activité et pourrait entraîner un assouplissement plus rapide.

La stabilité financière reste sujette à des aléas dans le contexte actuel de resserrement monétaire. Depuis début 2023, l'éloignement des risques de récession et les annonces de poursuite du resserrement monétaire ont soutenu les actifs risqués et orienté les taux souverains à la hausse, sans écartements significatif des *spreads* entre États membres de la zone euro, autrement dit sans résurgence du risque de fragmentation financière. Malgré la bonne tenue des marchés début 2023, les institutions financières demeurent sous pression. L'augmentation des coûts de financement affecte en effet la capacité de remboursement des entreprises et des ménages et accroît le risque de défaut de paiement pour le système bancaire.

L'évolution de l'inflation est aussi tributaire de l'environnement international. Les prix énergétiques, en particulier ceux du pétrole, sont volatils face à des forces opposées : la réouverture de l'économie chinoise (*cf.* Encadré 3) et les restrictions aux exportations de pétrole russe exercent une pression haussière sur les cours du pétrole, tandis que la libération de réserves stratégiques américaines et les politiques monétaires restrictives tirent les cours à la baisse. Les prix des autres matières premières (gaz, produits industriels, alimentaires), dont la baisse a déjà été largement observée mais qui restent au-dessus de leur niveau de 2021, pourraient encore refluer. Les stocks élevés de gaz en Europe, combinés aux efforts concertés sur l'approvisionnement en énergie, pourraient rassurer les marchés et alléger encore

davantage les pressions sur les prix. Par ailleurs, la réouverture de l'économie chinoise et une reprise plus dynamique qu'anticipé de la consommation des ménages en Chine pourraient soutenir l'activité des pays émergents et avancés via le canal commercial.

Le regain de protectionnisme actuel, s'il s'accroît, pourrait s'accompagner d'une fragmentation des chaînes de valeur mondiales qui accroîtrait les coûts commerciaux pour les entreprises et menacerait la sécurité des approvisionnements.

Une escalade militaire de la guerre en Ukraine assombrirait les perspectives d'investissement à long terme en Europe et entraînerait des incertitudes durables sur les marchés gaziers et pétroliers. À l'inverse, un cessez-le-feu, voire une paix entre l'Ukraine et la Russie, rassurerait les marchés financiers et pétroliers et pourrait entraîner une nouvelle détente des prix de certaines matières premières.

Le réchauffement climatique est un aléa majeur dès le court terme en raison des catastrophes naturelles qui en découlent et qui peuvent faire apparaître des contraintes d'offre aussi bien dans les économies avancées que dans les économies émergentes. Les deux derniers étés (en 2021 et en 2022) ont été marqués, respectivement, par des épisodes d'inondations et d'incendies inédits en Europe, entraînant, au-delà du bilan humain, des pertes en matière d'infrastructures.

Éditeur :

Ministère de l'Économie,
des Finances
et de la Souveraineté
industrielle et numérique
Direction générale du Trésor
139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

**Directrice de la
Publication :**

Muriel Lacoue-Labarthe

Rédacteur en chef :

Jean-Luc Schneider
(01 44 87 18 51)
tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

Mise en page :

Maryse Dos Santos
ISSN 1777-8050
eISSN 2417-9620

Derniers numéros parus**Mars 2023**

N° 324 À quoi servent les plans de relance mis en place après la crise du Covid-19 ?
Morgane Bastardie, Hannah Fatton, Simon Ganem, Corentin Ponton

Février 2023

N° 323 Quel effet du marché carbone européen sur la productivité des entreprises ?
Ariane Alla

Janvier 2023

N° 322 Les inégalités d'accès aux crèches et leurs enjeux économiques
Karine Ishii, Per Yann Le Floc'h, Adrien Massebieau, Baptiste Royer

<https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/tags/Tresor-Eco>



Direction générale du Trésor



@DGTresor

Pour s'abonner à *Trésor-Éco* : bit.ly/Trésor-Eco

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie, des Finances et de la Souveraineté industrielle et numérique.