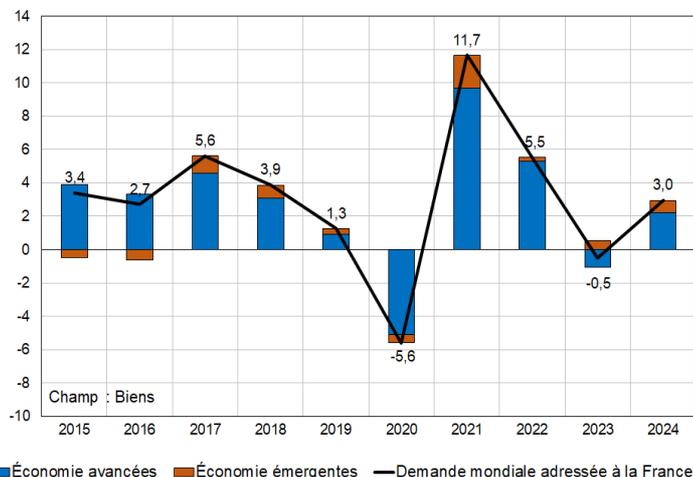


Perspectives mondiales à l'automne 2023 : l'économie résiste à la montée des taux

*Raphaël BEAUJEU, Louis BERTRAND, Adama Hawa DIALLO, Juliette FLAMENT, Paul MAINGUET,
Cyprien RONZE-SPILLIAERT, Eloïse VILLANI*

- L'activité mondiale ralentirait en 2023 à +3,0 % (après +3,5 % en 2022). C'est en grande partie une conséquence du resserrement monétaire pour réduire l'inflation. En 2024, l'économie mondiale croîtrait au même rythme toujours inférieur à sa moyenne pré-covid (+3,0 %), la poursuite du ralentissement dans les pays avancés étant compensée par une croissance plus soutenue dans certains pays émergents.
- Dans les économies avancées, l'activité a mieux résisté que prévu au premier semestre 2023 : le ravitaillement en énergie cet hiver a été maintenu en Europe, et les entreprises ont bénéficié du relâchement des tensions d'approvisionnement. Le ralentissement de l'activité en 2023 et 2024 reflète en premier lieu le durcissement monétaire et son impact sur l'investissement. La trajectoire de croissance de chaque pays dépend aussi de ses capacités de rattrapage résiduelles après la crise sanitaire, notamment en termes de consommation, plus importantes en zone euro qu'aux États-Unis, et de son degré d'exposition au commerce mondial, qui pèse particulièrement sur l'Allemagne.
- Au sein des économies émergentes, l'activité resterait globalement dynamique en 2023, mais présenterait des premiers signes d'essoufflement. En particulier, la Chine connaîtrait un rebond (+5,0 %) plus limité qu'initialement anticipé en raison de la faible reprise de la consommation et d'un soutien limité des autorités dans le contexte de la crise immobilière. En 2024, la plupart des économies émergentes bénéficieraient de la baisse des pressions inflationnistes et de la détente des politiques monétaires.
- Le commerce mondial ralentirait fortement en 2023, traduisant la forte contraction des échanges à l'hiver 2022-2023, avant de se normaliser en 2024. La demande mondiale adressée à la France (cf. Graphique) baisserait légèrement en 2023, en lien avec la contraction des importations dans les pays avancés, avant de rebondir en 2024, portée en particulier par l'accélération de l'activité en zone euro.
- L'évolution de l'inflation et les effets de la politique monétaire sur l'activité et sur le secteur financier constituent les principaux aléas pesant sur ce scénario.

**Croissance annuelle de la demande mondiale adressée
à la France**



Source : DG Trésor.

1. Hypothèses du scénario : des taux d'intérêt et un prix du pétrole élevés

Les prévisions internationales présentées ici reposent sur des hypothèses, arrêtées le 21 août 2023, concernant l'évolution des conditions financières, du cours des matières premières et de la politique budgétaire.

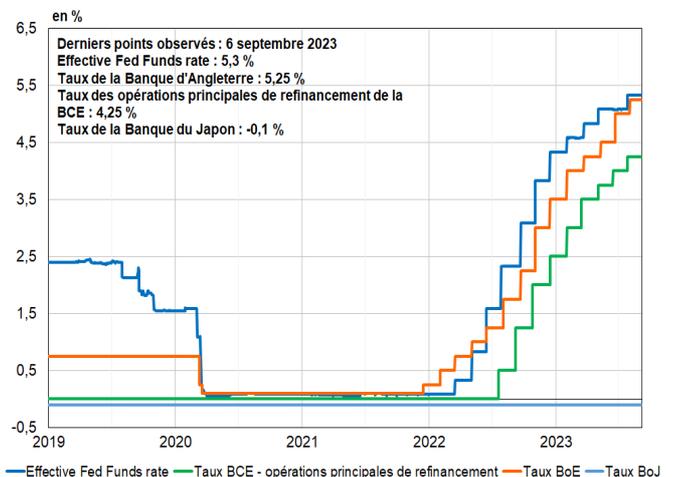
Les banques centrales des grandes économies avancées ont poursuivi leur resserrement monétaire au premier semestre 2023, à un rythme toutefois plus lent qu'au semestre précédent. Le resserrement quantitatif¹, c'est-à-dire la réduction du bilan des banques centrales, a également ralenti après les tensions bancaires aux États-Unis qui ont nécessité l'intervention de la Fed, mais il a accéléré en zone euro. Les prévisions intègrent l'amorce d'une baisse des taux directeurs fin 2023 pour la Fed et début 2024 pour la Banque d'Angleterre (BoE), conformément aux anticipations de marchés. Le taux de la Banque centrale européenne (BCE) baisserait légèrement en 2024². Les économies émergentes présentent des situations diverses : la Chine a procédé à des assouplissements successifs dès le mois de janvier 2023, comme devrait le faire le Brésil au second semestre ; à l'inverse, les taux ont connu une hausse limitée en Inde et plus marquée en Turquie, qui devrait se poursuivre compte tenu de l'inflation (cf. Encadré 3).

Les taux longs s'étaient brusquement tendus avec l'accélération des resserrements monétaires à l'été 2022³, en réaction à l'augmentation des anticipations d'inflation et à la communication des banques centrales sur les hausses à venir. Les taux souverains sont ensuite restés stables entre le 4^e trimestre 2022 et le 2^e trimestre 2023, et demeureraient proches des niveaux actuels en prévision⁴.

En Europe, la politique budgétaire serait marquée par la poursuite du retrait des mesures de soutien mises en place lors de la crise énergétique. Les investissements publics resteraient cependant soutenus par la mise en œuvre des plans nationaux de relance et de résilience

(PNRR). Aux États-Unis, la politique budgétaire serait centrée sur les grands plans d'investissements adoptés par l'administration Biden (notamment l'Inflation Reduction Act), dont les décaissements s'accroîtraient en 2024. La politique budgétaire au Royaume-Uni se durcirait en 2023, avec une hausse du taux d'impôt sur les sociétés et une réduction des mesures de soutien à l'investissement des entreprises. En Chine, les politiques de soutien à la production (allègements et reports de charges) seraient maintenues en 2023. Au Brésil, la hausse du montant des allocations sociales (*Bolsa Familia*) décidée début 2023 serait également maintenue, ce qui devrait soutenir la consommation.

Graphique 1 : Niveau des principaux taux directeurs



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

Le prix du baril de Brent (baril de pétrole de référence en Europe) est conventionnellement gelé en prévision. Le niveau retenu est de 86,1 \$ (78,7 €), correspondant à la moyenne des cours sur la période du 2 au 21 août 2023. Le taux de change de l'euro est également gelé, avec la même période de référence, à 1,09 dollar.

- (1) La Fed a entamé la réduction de son bilan en juin 2022, et la BCE en novembre 2022. Au total, la Fed a réduit son bilan de 579 Md\$ (soit près de 2,5 % du PIB 2022) entre avril 2022 (date de son niveau maximal) et juin 2023, sur un bilan qui représentait environ 35 % du PIB. La BCE a réduit son bilan de 1 212 Md€ (soit 9 % du PIB de la zone euro en 2022) entre juin 2022 et juin 2023, sur un bilan qui représentait environ 66 % du PIB.
- (2) En moyenne trimestrielle, le taux directeur de la Fed culminerait à 5,4 % au 4^e trimestre 2023, puis baisserait à 4,2 % au 4^e trimestre 2024. Celui de la BoE culminerait à 5,9 % au 1^{er} trimestre 2024 puis diminuerait à 5,5 % 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 4,0 % au 1^{er} trimestre 2024, puis baisserait à 3,4 % fin 2024.
- (3) La BCE et la Fed ont procédé à une augmentation de taux de respectivement 50 pb et 75 pb en juillet, et la BoE de 50 pb en août.
- (4) En moyenne au 2^e trimestre 2023, les taux à 10 ans s'élevaient à 2,3 % pour l'Allemagne, 3,9 % pour le Royaume-Uni et 3,6 % pour les États-Unis.

2. Une activité mondiale en ralentissement par rapport à 2022

Tableau 1 : Prévisions de croissance mondiale

	Moyenne 2015-2019	2020	2021	2022 ^a	2023	2024	Cumul depuis 2019 ^b		
				(prévisions, CJO)			2022	2023	2024
Croissance mondiale	3,4	-2,8	6,3	3,5	3,0	3,0	6,9	10,2	13,5
Économies avancées^c	2,1	-4,2	5,5	2,7	1,7	1,3	3,7	5,4	6,8
Zone euro ^d	2,0	-6,2	5,4	3,4	0,9	1,3	2,2	3,1	4,5
dont Allemagne	1,7	-4,2	3,1	1,9	-0,1	1,1	0,7	0,6	1,6
dont Espagne	2,8	-11,3	5,5	5,5	2,4	1,5	-1,3	1,0	2,5
dont Italie	1,0	-9,0	7,0	3,8	1,0	0,7	1,0	2,0	2,7
Royaume-Uni	2,1	-11,0	7,6	4,1	0,5	0,8	-0,3	0,1	1,0
États-Unis	2,4	-2,8	5,9	2,1	2,1	0,8	5,1	7,3	8,1
Japon	0,9	-4,3	2,3	1,0	2,3	1,2	-1,1	1,2	2,4
Économies émergentes^c	4,3	-1,8	6,8	4,0	4,0	4,2	9,1	13,4	18,2
Brésil	-0,5	-3,3	5,0	2,9	2,3	1,3	4,5	6,9	8,3
Chine	6,7	2,2	8,4	3,0	5,0	4,5	14,1	19,8	25,2
Inde ^e	6,7	-5,8	9,1	7,2	6,2	6,5	10,1	16,9	24,5
Turquie	4,1	1,9	11,4	5,6	3,8	3,6	19,8	24,4	28,9
Commerce mondial en biens ^f	2,9	-4,7	12,6	4,1	0,3	3,6	11,7	12,0	16,1
Demande mondiale – France	3,4	-5,6	11,7	5,5	-0,5	3,0	11,3	10,7	13,9

- a. Les chiffres de 2022 sont des estimations à partir des données disponibles à la date d'arrêt des prévisions (21 août 2023). Ils n'intègrent donc pas la révision des comptes annuels du Royaume-Uni du 1^{er} septembre 2023.
- b. Il s'agit de l'évolution cumulée du PIB entre 2019 et chacune des années de 2022 à 2024.
- c. Les agrégats « économies avancées » et « économies émergentes » sont estimés à partir des prévisions du FMI de juillet 2023 corrigées : sur le passé, par les derniers comptes nationaux trimestriels disponibles (2^e trimestre 2023 dans la plupart des cas) ; en prévision, par les prévisions de la DG Trésor pour les pays du tableau ci-dessus. 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 de comptes trimestriels sur le passé. En prévision, il est estimé à partir des prévisions de l'OCDE de juin 2023 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, qui s'étend du mois d'avril de l'année n au mois de mars de l'année n+1.
- f. Le commerce mondial est calculé comme la somme des importations de 40 pays, représentant 85 % des importations mondiales.

Sources : FMI, *Perspectives économiques mondiales intermédiaires de juillet 2023* Trésor-Éco n° 332 (Septembre 2023), " *Perspectives mondiales à l'automne 2023 : l'économie résiste à la montée des taux* ; OCDE, *Perspectives économiques de juin 2023* ; calculs et prévisions DG Trésor.

2.1 Une croissance mondiale modérée

En 2023, l'activité mondiale ralentirait à +3,0 % (cf. Tableau 1), un rythme inférieur à celui de 2022 (+3,5 %) et à la moyenne pré-crise sanitaire⁵ (+3,4 %). Le ralentissement en 2023 reflète en particulier la hausse des coûts de financement et le durcissement des critères d'octroi des crédits dans la plupart des grandes économies, induits par le resserrement des politiques monétaires. Cette croissance serait néanmoins supérieure à celle que la DG Trésor prévoyait au printemps⁶, reflétant des performances

meilleures qu'attendu au premier semestre dans la plupart des pays avancés. L'écart de croissance entre économies avancées et économies émergentes devrait se creuser en 2023, avec une activité toujours dynamique dans les pays émergents (+4,0 %), reflétant une croissance soutenue en Inde et un rebond en Chine après la fin de la politique « zéro covid », même si celui-ci est plus limité qu'anticipé. L'activité connaîtrait en revanche un net ralentissement dans les pays avancés (+1,7 %, après +2,7 %), avec une croissance particulièrement atone au Royaume-Uni et en Allemagne.

(5) Calculée sur la période 2015-2019.

(6) Cf. Alvarez B. et al. (2023), « Perspectives mondiales au printemps 2023 : l'économie au creux de la vague », *Trésor-Éco*, n° 325.

En 2024, l'économie mondiale croîtrait au même rythme qu'en 2023 (+3,0 %). L'activité continuerait à décélérer dans les économies avancées dans leur ensemble (+1,3 %), avec toutefois des trajectoires différentes entre zones. Elle ralentirait nettement aux États-Unis, où la consommation des ménages serait pénalisée par l'épuisement de la sur-épargne constituée lors de la crise sanitaire et par un accès plus restreint au crédit à la consommation. Au contraire, en zone euro, la consommation et l'activité seraient soutenues par le reflux de l'inflation et la hausse des salaires réels. L'activité dans les pays émergents et en développement progresserait légèrement (+4,2 %), le ralentissement en Asie étant compensé par une reprise de l'activité dans les autres régions (Amérique latine hors Brésil, Moyen-Orient, Asie centrale, et Afrique subsaharienne).

Le commerce mondial en biens ralentirait très fortement en 2023 (+0,3 % contre +4,1 % en 2022), avant de se redresser en 2024 (+3,6 %). En 2023, la quasi-stagnation du commerce mondial résulte de la forte contraction des échanges au 4^e trimestre 2022 et au 1^{er} trimestre 2023, attribuable à la nouvelle vague

de Covid-19 en Chine fin 2022, au tassement de la production manufacturière, et à la réduction des stocks constitués aux moments des fortes tensions d'approvisionnement. Ces facteurs se sont dissipés au cours de l'année 2023, conduisant à une reprise progressive du commerce, qui demeurerait néanmoins bridée par une activité mondiale peu dynamique. La croissance du commerce mondial serait portée par les pays émergents, alors que la contribution des pays avancés serait négative. En 2024, la croissance du commerce mondial atteindrait 3,6 %, un taux supérieur à sa moyenne pré-crise, essentiellement du fait de la dissipation des effets de base à l'origine de l'important ralentissement des échanges en 2023.

La demande mondiale adressée à la France se contracterait en 2023 (-0,5 %), avant de rebondir en 2024 (+3,0 %). Les exportations françaises, fortement exposées aux pays européens⁷, seraient en particulier bridées par la baisse de la demande en Allemagne, en Italie, et au Royaume-Uni en 2023. En 2024, la demande mondiale adressée à la France rebondirait dans le sillage du commerce mondial, portée en particulier par le regain d'activité en zone euro.

Encadré 1 : Sécurité de l'approvisionnement en gaz dans l'Union européenne à l'approche de l'hiver 2023-2024

Le gaz a une place importante dans le mix énergétique (23 % de l'énergie brute disponible^a en 2021) de l'Union européenne (UE), en particulier pour la production d'électricité, le chauffage des bâtiments et les activités industrielles. La production gazière de l'UE permettant de couvrir moins de 20 % de la consommation, l'UE a fortement recours aux importations, historiquement par gazoduc et dans une moindre mesure par transport maritime sous forme de gaz naturel liquéfié (GNL)^b.

La baisse des livraisons russes à travers les gazoducs Nord Stream et Yamal^c en 2022 a provoqué de fortes inquiétudes sur la disponibilité de gaz pour l'hiver 2022-2023. L'UE est finalement parvenue à traverser l'hiver sans rupture d'approvisionnement grâce à : (i) une diversification des sources d'approvisionnement et notamment une forte hausse des importations de GNL en provenance de pays tiers, qui a permis un haut niveau de remplissage des stocks, à 95 % au 1^{er} novembre 2022 (contre 77 % en 2021), au prix d'un restockage à des prix très élevés à l'été 2022 ; et (ii) une baisse importante de la demande européenne (-16 % entre avril 2022 et mars 2023 par rapport aux cinq années précédentes), en raison d'une hausse de la production électrique

a. L'énergie brute disponible représente l'offre globale d'énergie pour toutes les activités de l'économie.

b. Le gaz est transporté par bateaux méthaniers sous forme liquéfié afin de réduire son volume. Il est ensuite regazéifié dans des terminaux méthaniers avant d'être injecté dans le réseau de transport européen.

c. Le gazoduc Yamal relie les champs gaziers de la péninsule russe Yamal à l'Allemagne, en passant par la Biélorussie puis la Pologne. Le gazoduc Nordstream relie la Russie à l'Allemagne par la mer Baltique.

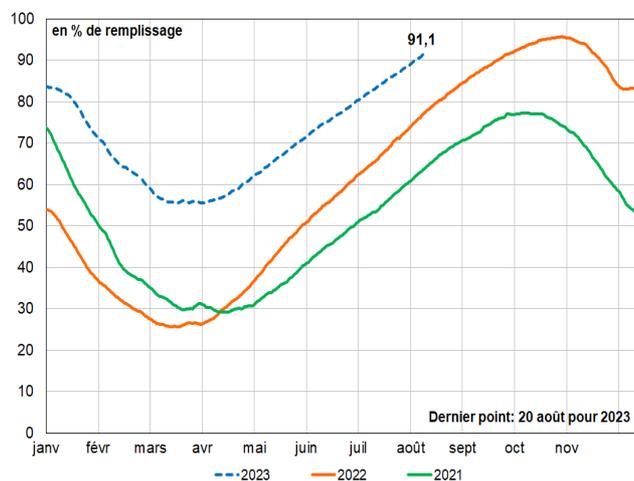
(7) En 2022, 68 % des exportations françaises étaient destinées au marché européen.

d'énergies renouvelables et de charbon, d'un hiver doux, et d'efforts de sobriété de l'ensemble des acteurs de l'économie, en particulier de l'industrie (cf. Graphique 3).

Depuis avril 2023, les stocks de gaz européens se reconstituent à une vitesse rapide. Le 20 août 2023, les stocks de l'UE étaient remplis à hauteur de 91 % des capacités, un niveau historiquement très élevé (cf. Graphique 2). En raison des risques sur la sécurité européenne de l'approvisionnement en gaz, la Commission exige des États membres un remplissage minimal des stocks de gaz à hauteur de 90 % des capacités au 1^{er} novembre 2023. Au vu du rythme de remplissage les stocks de l'UE pourraient être quasi-remplis dès la fin septembre. Ces stocks permettraient de couvrir environ deux mois de consommation hivernale, voire trois mois en supposant que les efforts de sobriété observés l'hiver dernier perdurent.

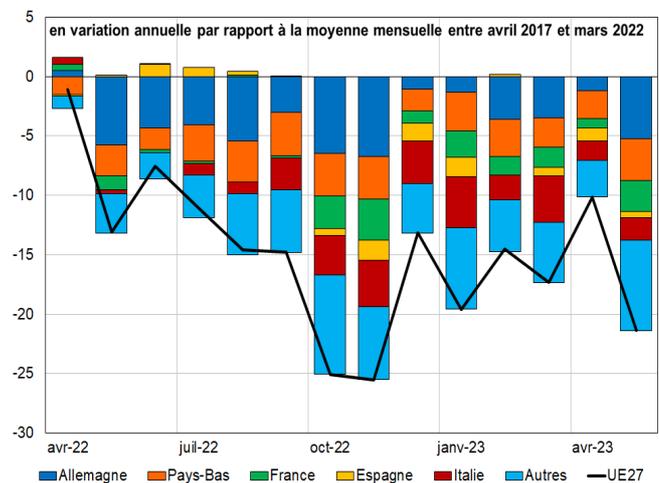
En complément, pour assurer sa sécurité énergétique pour l'hiver 2023-2024, l'UE pourrait accroître ses approvisionnements lors des mois d'hiver, en particulier en GNL. L'offre mondiale de GNL devrait progresser à l'hiver 2023/24 : les États-Unis devraient augmenter nettement leurs exportations, afin de satisfaire la demande européenne et asiatique, cette dernière dépendant de l'ampleur de la reprise de l'activité en Chine.

Graphique 2 : Niveau de remplissage des stocks de gaz dans l'UE



Source : GIE (Gas Infrastructure Europe).

Graphique 3 : Décomposition de l'évolution de la consommation de gaz de l'UE par pays, par rapport à la moyenne mensuelle entre avril 2017 et mars 2022



Sources : Eurostat, calculs DG Trésor.

2.2 Une croissance hésitante dans les économies avancées

Les grandes économies avancées verraient leur activité fortement ralentir en 2023, et dans une moindre mesure en 2024, sans pour autant connaître de récession, à l'exception notable de l'Allemagne en 2023. La poursuite du resserrement monétaire pèserait sur l'investissement des entreprises et des ménages, tandis que la reprise de consommation des ménages, à la faveur de la baisse de l'inflation viendrait progressivement prendre le relais pour soutenir la croissance dans la plupart des économies. Certains pays, en particulier l'Espagne et l'Allemagne,

bénéficieraient encore d'importants effets de rattrapage post-covid de leur demande intérieure.

Aux États-Unis, la croissance serait stable en 2023 par rapport à 2022, à +2,1 %. L'activité a été plus dynamique qu'attendu au premier semestre, soutenue par la consommation des ménages. L'activité ralentirait sensiblement en 2024 (+0,8 %). Dès le second semestre 2023, la consommation des ménages serait plus modérée, pénalisée par la hausse du coût du crédit, alors que la sur-épargne constituée lors de la crise sanitaire a déjà été largement consommée. Les dépenses des ménages seraient également bridées par le ralentissement du marché du travail et une

reprise des remboursements des prêts étudiants, gelés depuis la pandémie⁸. L'investissement des entreprises et des ménages diminuerait légèrement en raison des conditions de financement restrictives. La consommation et, dans une moindre mesure, l'investissement ne se redresseraient qu'en fin de période grâce à une augmentation du pouvoir d'achat et aux importants plans d'investissement lancés par l'administration Biden.

L'**Allemagne** connaîtrait une très légère baisse du PIB en 2023 (-0,1 %), avant de retrouver une croissance positive en 2024 (+1,1 %). En 2023, l'économie souffrirait de sa dépendance au commerce mondial atone, et du poids des industries énérgo-intensives exposées à la baisse des approvisionnements en gaz russe. La hausse des taux directeurs de la BCE et le climat d'incertitude pèseraient sur l'investissement, en particulier dans le secteur de la construction résidentielle. La consommation des ménages, principal moteur de la croissance, connaîtrait une reprise progressive sur l'horizon de prévision, grâce à une normalisation du taux d'épargne et au dynamisme des salaires, dans un marché du travail tendu.

L'activité au **Royaume-Uni**⁹ ralentirait nettement en 2023 (+0,5 %) avant de se redresser légèrement en 2024 (+0,8 %). Le ralentissement en 2023 reflète notamment le recul de l'investissement à partir du second semestre 2023, pénalisé par le durcissement des conditions de financement, la fin d'un dispositif de suramortissement et la hausse du taux de l'impôt sur les sociétés. Malgré une inflation supérieure à celle des principales économies avancées, la consommation des ménages devrait résister en 2023 et se raffermir en 2024, soutenue par le reflux progressif de l'inflation et la hausse des salaires.

L'**Italie** connaîtrait un net ralentissement de son activité en 2023 (+1,0 %) et en 2024 (+0,7 %), après avoir

surperformé en sortie de crise par rapport à ses voisins européens. La consommation privée serait le principal moteur de l'activité (en rythme trimestriel) sur l'horizon de prévision, portée par la hausse des revenus réels. L'investissement privé, fortement soutenu par des mesures de soutien à la rénovation énergétique en 2021 et 2022, ralentirait nettement après leur retrait partiel à partir du 2^e trimestre 2023, et en raison de l'alourdissement des coûts d'emprunt. Les investissements publics continueraient d'être soutenus par le plan de relance européen (cf. Encadré 2).

En **Espagne**, après deux années de croissance vigoureuse après la crise sanitaire, l'activité ralentirait en 2023 (+2,4 %) et 2024 (+1,5 %), tout en demeurant supérieure à la moyenne de la zone euro. Encore inférieure de 3,4 points à son niveau pré-covid au 2^e trimestre 2023, la consommation des ménages bénéficierait jusqu'à fin 2024 d'effets de rattrapage et de la baisse de l'inflation, déjà parmi les plus modérées de la zone euro. L'investissement, freiné par le resserrement monétaire, resterait soutenu par le plan de relance européen.

Au **Japon**, l'activité continuerait de bénéficier de l'effet de rattrapage post-covid en 2023 (+2,3 %) et en 2024 (+1,2 %). La consommation des ménages progresserait légèrement, grâce à l'utilisation de la sur-épargne constituée pendant la crise sanitaire et au reflux de l'inflation. Par ailleurs, les augmentations convenues en avril lors des négociations salariales annuelles (*Shunto*), laissent prévoir une accélération des salaires nominaux en 2023, ce qui contribuerait à soutenir le revenu des ménages et donc leur consommation. L'investissement serait dynamique et rejoindrait progressivement son niveau d'avant-crise, soutenu essentiellement par les projets d'investissements publics et privés dans la transition écologique et la numérisation.

(8) En mars 2020, l'administration Trump avait décrété un moratoire sur le remboursement des prêts étudiants, prolongé par l'administration Biden, qui avait même envisagé d'effacer une partie de cette dette avant que la Cour suprême invalide la mesure en juin 2023. Pour atténuer l'impact de la reprise des remboursements sur les emprunteurs, l'administration Biden a adopté le plan « Saving on a Valuable Education » (SAVE). Le remboursement des prêts étudiants reprendra en octobre 2023, plus de trois ans après le début du gel.

(9) Étant donné la date d'arrêt des prévisions, du 21 août 2023, ces chiffres ne prennent pas en compte la *révision* statistique du 1^{er} septembre 2023 des comptes annuels (de 1997 à 2021), réhaussant le niveau du PIB britannique d'environ 2 %.

Encadré 2 : Quelles perspectives pour l'investissement dans un contexte de taux élevés ?

Pour réduire l'inflation, les banques centrales des principales économies avancées ont entamé un cycle de resserrement monétaire, dont le calendrier et l'ampleur diffèrent selon les zones monétaires. La BoE a été la première à relever ses taux directeurs (de 515 points de base depuis décembre 2021), suivie par la Fed (de 525 pdb depuis mars 2022) et la BCE (de 425 pdb depuis juillet 2022).

La hausse des taux directeurs a provoqué un durcissement des conditions d'octroi de crédits et une hausse des coûts de financement. Depuis le début du resserrement, les taux d'intérêt des nouveaux crédits immobiliers ont fortement augmenté aux États-Unis (de 4 à 7 %) et en zone euro (de 2 à 4 %). Comme montré par l'OCDE^a, les taux d'emprunt pour les entreprises ont réagi plus fortement que pour les ménages. La hausse pour les entreprises semble aussi plus élevée en zone euro (hausse de 3 points des taux d'emprunts bancaires pour les sociétés non financières) qu'aux États-Unis (hausse de 2 points des taux de rendement des obligations d'entreprises^b).

La hausse des taux s'est traduite par un recul de la demande de nouveaux prêts, pesant sur l'investissement des ménages (immobilier résidentiel) et des entreprises. Comme le resserrement est plus marqué et a commencé plus tôt, ces effets se sont déjà manifestés significativement aux États-Unis, où l'investissement résidentiel baisse nettement depuis le 2^e trimestre 2022. En zone euro, les effets sur l'investissement des entreprises ont été plus faibles en 2022 et 2023 car (i) l'allègement des tensions d'approvisionnement a permis un rattrapage des stocks de commandes en attente à partir de la mi-2022 ; (ii) la hausse des profits des entreprises a pu absorber une partie du besoin de financement ; et (iii) certains programmes de soutien ont stimulé l'investissement, en particulier en Italie où l'investissement au 1^{er} trimestre 2023 se situe 20 points au-dessus de son niveau pré-pandémique, grâce à deux dispositifs d'incitation à la rénovation énergétique (Superbonus) et à la modernisation des processus de production des entreprises (tous deux intégrés au financement du PNRR), qui ont toutefois fait l'objet d'un retrait partiel à partir de 2023.

Les effets du resserrement monétaire devraient s'amplifier durant la période de prévision, la transmission de la politique monétaire à l'activité réelle mettant du temps à se matérialiser. Le délai de transmission à l'économie est en outre variable selon les pays^c, en particulier en fonction de la structure des marchés financiers nationaux, de la distribution du revenu des ménages, et de la structure de l'endettement^d.

Les effets du resserrement monétaire seraient atténués par le soutien budgétaire à l'investissement public et privé en zone euro et aux États-Unis :

- Dans les pays d'Europe du sud, les plans nationaux de relance et de résilience (PNRR), financés par les fonds européens, soutiennent l'investissement. Ces plans devraient monter en puissance sur l'horizon de prévision, avec des montants budgétés en Italie de 2,1 % et 2,4 % du PIB en 2023 et 2024, et en Espagne de 2,6 % du PIB en 2023^e. Alors que les efforts portaient principalement sur l'investissement privé en Italie jusqu'en 2023, ils se reporteraient davantage sur les infrastructures publiques en 2024.
- En Allemagne, où le PNRR n'est pas d'une ampleur comparable, l'investissement serait soutenu par le fonds climat et transformation (KTF), qui prévoit des dépenses à hauteur de 0,9 % du PIB en 2023 et 1,5 % en 2024.

a. *Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 1 / 2023 du 7 juin 2023, encadré 1.1, « Répercussions de la politique monétaire sur les conditions de financement des ménages et des entreprises : une évaluation préliminaire ».

b. Les entreprises américaines se financent davantage sur le marché obligataire que sur le marché bancaire : au 1^{er} trimestre 2023, l'encours de dette des entreprises était composé à 60 % de titres de créances, dont 89 % sont des obligations d'entreprises. Pour mesurer l'évolution des coûts de financement des entreprises, on retient le *Moody's Seasoned Baa Corporate Bond Yield*, comprenant des obligations d'entreprises sujettes à un risque de crédit modéré.

c. Les travaux empiriques pointent vers des délais de transmission longs et particulièrement incertains : les changements de la politique monétaire mettraient entre 18 et 24 mois à se transmettre aux prix.

d. Cf. Encadré 1.2. du Chapitre 2 du rapport *Perspectives de l'économie mondiale* d'avril 2023 du FMI.

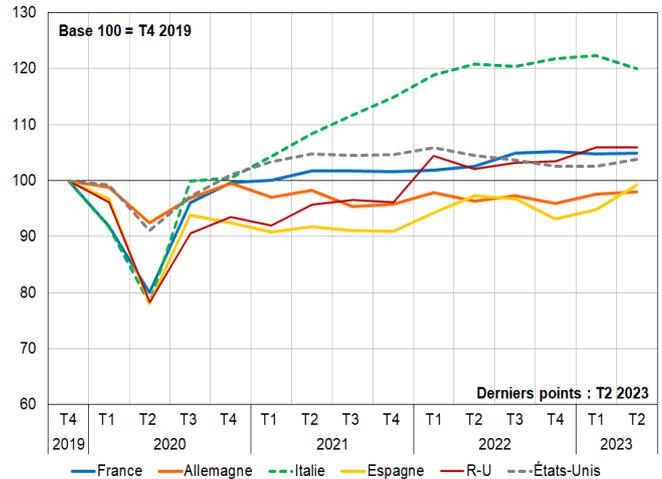
e. Le montant pour 2024 n'est pas encore connu, et dépendra (i) des décaissements effectifs de 2023 et de (ii) la répartition du montant total budgété sur la période 2024-2026 (le gouvernement prévoit de mobiliser plus de 7 % du PIB supplémentaires).

- Aux États-Unis, plusieurs plans d'investissement (dont l'Inflation Reduction Act, IRA) ont été votés en 2021 et 2022^f, dont les montants budgétés représentent 0,4 % du PIB en 2023 et 0,5 % en 2024.

L'ampleur de ces facteurs positifs dépendra de la capacité de chaque pays à absorber les fonds. C'est en particulier le cas pour l'Espagne et l'Italie, où la mise en œuvre des programmes a déjà pris du retard, et qui devraient continuer à avoir des difficultés à décaisser les fonds en raison notamment de la hausse du coût des intrants, des difficultés de recrutement et, en Espagne, de l'absence de cadre politique stable.

À l'inverse, au Royaume-Uni, les soutiens à l'investissement privé sont en baisse : le dispositif de suramortissement sur les investissements des entreprises a pris fin en avril 2023^g alors que le taux d'impôt sur les sociétés est passé à cette date de 19 à 25 %.

Graphique 4 : Investissement total (privé aux États-Unis) dans les principales économies avancées



Sources : Instituts statistiques nationaux.

- f. L'Infrastructure Investment and Jobs Act (IIJA), un plan d'investissement dans les infrastructures sur 10 ans (promulgué en novembre 2021) ; le CHIPS and Science Act, visant à renforcer la compétitivité de l'industrie américaine par des aides aux industries des semi-conducteurs et des investissements dans la R&D publique (promulgué le 9 août 2022) ; l'IRA (promulgué le 16 août 2022), qui a notamment pour objectif de renforcer la sécurité énergétique et la transition écologique.
- g. La mesure de suramortissement était une déduction fiscale de 130 % accordée aux entreprises investissant dans les machines et installations. Cette mesure était en vigueur depuis 2021 et a expiré fin mars 2023. La mesure d'amortissement qui la remplace est active depuis avril, et le restera jusqu'en 2026.

2.3 Des économies émergentes dynamiques en 2023 malgré une reprise timide en Chine

En **Chine**, l'activité rebondirait à +5,0 % en 2023 (après +3,0 % en 2022). Malgré la fin des mesures « zéro-covid » en décembre 2022, le rebond de la croissance chinoise au premier semestre 2023 est plus faible que prévu. La reprise de la consommation est moindre qu'anticipé, les investissements privés restent timides au premier semestre 2023, et la situation du secteur immobilier continue de se dégrader. Les mesures de soutien à l'immobilier¹⁰ et à la production et l'assouplissement de la politique monétaire sont jusqu'à présent limités et peu efficaces (cf. Encadré 3). La croissance diminuerait à +4,5 % en 2024 avec l'essoufflement des relais de croissance traditionnels (immobilier, investissement), alors que la croissance de la productivité décline et que la population vieillit. En l'absence de rééquilibrage de la demande interne, la

soutenabilité du modèle de croissance chinois est incertaine.

En **Turquie**, en 2023, la croissance diminuerait à +3,8 % (après 5,6 % en 2022), associée à une inflation très élevée et à la persistance de déséquilibres externes (dépréciation de la livre turque et niveau faible des réserves de change). La croissance annuelle résulterait essentiellement de celle du premier semestre, lorsque la demande intérieure était portée par des mesures de soutien pré-électorales, l'assouplissement monétaire et la reconstruction après les séismes du mois de février. Au second semestre 2023, l'investissement et la consommation privée pâtiraient du renchérissement du coût du crédit induit par le revirement restrictif de la banque centrale. En 2024, la croissance baisserait à +3,6 %, avec la poursuite d'une politique monétaire restrictive et l'absence de mesure de soutien de la demande.

(10) Les autorités chinoises ont encouragé les banques commerciales à octroyer de nouveaux financements aux promoteurs immobiliers les plus sérieux et la renégociation des prêts non remboursés des promoteurs.

En Inde, la croissance diminuerait à +6,2 % en 2023/2024¹¹ (après 7,2 % en 2022/2023), dans un contexte de baisse de la demande mondiale, de resserrement monétaire et de consolidation budgétaire. En 2024/2025, l'activité réaccélérerait à +6,5 %, soutenue par la poursuite des investissements en infrastructures et par une hausse de la consommation des ménages alors que reflueraient les pressions inflationnistes, permettant à la politique monétaire de devenir plus accommodante.

Au Brésil, la croissance serait robuste à +2,3 % en 2023, portée par des récoltes record et des

exportations agricoles dynamiques au premier semestre (+40 % par rapport au premier semestre 2022) et par une demande intérieure résiliente malgré des taux d'intérêts maintenus à des niveaux élevés par la Banque centrale (BCB) au premier semestre (13,75 %), mais qui devraient baisser d'ici la fin de l'année. En 2024, la croissance brésilienne reculerait à +1,3 % (traduisant un effet de base important), malgré le soutien budgétaire à la consommation, la poursuite de l'assouplissement monétaire engagé en 2023, et la mise en place graduelle de réformes favorisant les investissements.

Encadré 3 : Dynamique de l'inflation et politique monétaire dans les grandes économies émergentes

Après avoir atteint un pic à la fin de l'année 2022, l'inflation devrait baisser dans la plupart des économies émergentes en 2023 et 2024. Cette baisse suivrait celle des prix de l'énergie et des produits alimentaires, ainsi que les resserrements monétaires opérés par la plupart des banques centrales depuis 2022 (Inde, Brésil notamment). Au sein des grandes économies émergentes, les niveaux d'inflation et l'orientation des politiques monétaires resteraient hétérogènes en 2023. Selon les prévisions de la Banque mondiale^a de juin pour 2023, l'inflation devrait rester modérée en Chine (+2,1 %), et baisserait en Inde (+4,8 %), au Brésil (+5,6 %) et en Turquie où elle resterait cependant très élevée (supérieure à 40 %).

En Chine, l'inflation est particulièrement faible (+0,7 % sur le premier semestre 2023 et -0,3 % en g.a. en juillet), en raison de facteurs conjoncturels (baisse des prix du porc depuis octobre 2022, rabais sur les véhicules électriques), mais aussi structurels (faiblesse de la consommation et niveau d'épargne élevé, entrée continue sur le marché du travail de nouveaux urbains qui acceptent des salaires faibles, tarifs réglementés pour l'électricité et le gaz). Face à un rebond de l'activité au premier semestre plus faible qu'anticipé, la banque centrale chinoise a poursuivi ses mesures d'assouplissement en abaissant notamment ses taux directeurs en juin et en août 2023, mais elle reste contrainte par la dépréciation du yuan face au dollar (-4,8 % depuis janvier 2023^b), et surtout par une volonté des ménages et des entreprises de se désendetter plutôt que de consommer ou investir. Par ailleurs, les investissements publics demeurent élevés, mais leur rendement décroît compte tenu du stock de capital déjà élevé, en particulier dans les infrastructures.

En Inde, face à la hausse de l'inflation (+6,7 % en moyenne annuelle sur 2022 et +7,4 % en g.a. en juillet 2023), la banque centrale a relevé ses taux directeurs à +6,5 % (soit +250 pdb depuis mai 2022). Elle ne devrait pas abaisser ses taux directeurs avant 2024, afin d'ancrer les anticipations, ce d'autant plus que de fortes incertitudes pèsent sur les prévisions d'inflation. Des phénomènes climatiques (la mousson et El Niño) sont en effet susceptibles de réduire les récoltes et d'entraîner une nouvelle hausse des prix alimentaires. À court terme, la consommation des ménages serait pénalisée par des prix encore élevés et par la hausse des taux directeurs depuis plus d'un an (la moitié des crédits des ménages étant indexée sur les taux directeurs).

a. *Global Economic Prospects*, juin 2023. Pour la plupart des économies et en particulier pour la Chine, les prévisions de la Banque mondiale n'intégraient pas les données du T2.

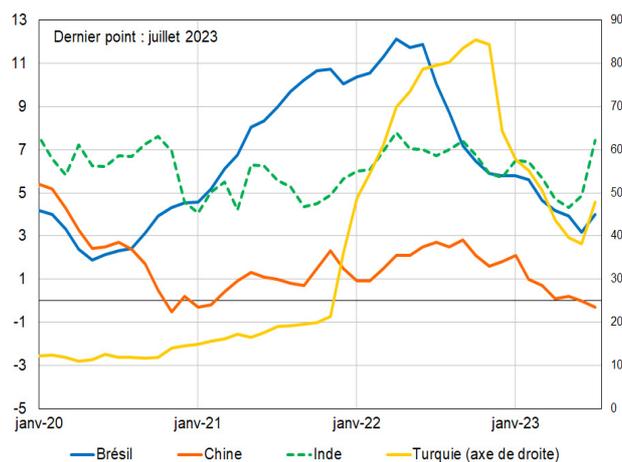
b. Au 11/08/2023.

(11) 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.

Au Brésil, le resserrement monétaire conduit par la banque centrale (BCB) pour lutter contre l'inflation a permis de réduire une inflation qui devrait s'établir à +5,6 % en moyenne sur 2023 selon la Banque mondiale, en nette baisse par rapport à son pic d'avril 2022 (+12,1 %), mais au-dessus de la cible d'inflation, fixée en juin à +3,0 % par le Conseil monétaire national. La BCB a mainten un taux directeur particulièrement élevé depuis août 2022 (13,75 %), affectant la consommation et l'investissement. Après plusieurs mois de tensions entre le nouvel exécutif brésilien et la BCB, celle-ci a annoncé qu'une baisse de taux pouvant aller jusqu'à -2,25 points interviendrait d'ici la fin 2023, ce qui s'est concrétisé par une première baisse en août (-0,5 point), ramenant le taux directeur à 13,25 %.

Depuis l'été 2021, la banque centrale turque (TCMB) a mené une politique d'assouplissement monétaire avec pour objectif de soutenir la croissance plutôt que la stabilité des prix. Cette politique a engendré une forte dépréciation de la livre turque, une inflation élevée (72,3 % en moyenne annuelle en 2022 après 19,6 % en 2021) exacerbée par la hausse des prix des matières premières, et une déplétion des réserves de change. Un fort resserrement monétaire est à l'œuvre depuis les élections générales de mai, avec trois hausses successives du taux directeur, passé de 8,5 % à 25 % fin août 2023. En dépit du resserrement monétaire, les pressions inflationnistes seraient toujours prégnantes (la TCMB prévoit une inflation à 58 % fin 2023).

Graphique 5 : Inflation (en glissement annuel, %)



Source : Bureau national des statistiques.

3. Le resserrement monétaire et ses effets, principal aléa du scénario

Si les aléas associés à ce scénario international demeurent orientés à la baisse, ils paraissent plus équilibrés que lors de la prévision du printemps 2023, car certains aléas baissiers se sont dissipés. En Europe, le risque sur l'approvisionnement en gaz pendant l'hiver 2023-2024 semble limité, grâce au niveau élevé de stockage, aux efforts de sobriété énergétique et à la diversification réussie des approvisionnements (cf. Encadré 1). Les faillites de banques américaines en mars 2023 n'ont pas provoqué de contagion large, grâce à la réaction de la Fed qui a mis en place un programme de prêts d'urgence aux banques. Alors que de fortes inquiétudes pesaient sur un possible défaut de paiement temporaire du gouvernement américain en mai, elles ont été levées par la suspension du plafond de dette jusqu'en 2025. Les tensions sur les cours agricoles, liées au retrait unilatéral de la Russie le 18 juillet 2023 de l'accord céréalier et aux frappes russes sur les ports ukrainiens en mer Noire, sont à ce stade restées contenues.

Le principal aléa entourant le scénario international concerne l'évolution de la politique monétaire et l'impact du cycle de hausses de taux sur l'activité. Elle

sera déterminée par celle de l'inflation – surtout de l'inflation sous-jacente, suivie de près par les banques centrales – mais aussi par les délais de sa transmission à l'économie et l'ampleur de ses effets sur les conditions de financement et les prix des actifs, avec des risques à la hausse comme à la baisse. Les hausses de taux directeurs décidées par les banques centrales des grandes économies avancées sont historiquement fortes, ce qui rend particulièrement incertains leurs effets sur l'activité. Les entreprises pourraient davantage puiser dans leurs marges pour maintenir leur niveau d'investissement, ou au contraire voir leurs financements très contraints par la dégradation des conditions d'octroi. Les hausses de taux font aussi peser des risques sur les marchés financiers, avec une possible chute des prix des actifs qui entraînerait des tensions dans le secteur financier.

L'évolution des prix des matières premières est un paramètre important de la prévision, en particulier celle des cours pétroliers qui demeurent volatils et élevés malgré la décrue par rapport à 2022. Dans une moindre mesure, le cours du gaz naturel européen présente une certaine volatilité à l'été 2023 : l'accroissement des

importations de GNL depuis l'invasion de l'Ukraine expose le marché européen du gaz aux fluctuations des marchés spots mondiaux. Une correction à la baisse ou à la hausse de ces cours se répercuterait à moyen-terme sur l'inflation sous-jacente.

L'évolution de la situation géopolitique demeure incertaine. Une escalade des tensions, dans le contexte de l'invasion russe ou en mer de Chine, est susceptible de perturber le fonctionnement des chaînes de valeur mondiales. À l'inverse, un cessez-le-feu, voire la paix, entre l'Ukraine et la Russie pourrait rassurer les marchés à la fois financiers et énergétiques.

L'évolution des politiques commerciales déterminera largement la dynamique du commerce mondial. Si l'augmentation des restrictions commerciales observée dans le contexte de la pandémie, de la guerre en

Ukraine et du conflit sino-américain était amenée à se poursuivre, les échanges mondiaux pourraient être davantage freinés. À l'inverse, l'évolution récente du positionnement des États-Unis vis-à-vis de la Chine vers une stratégie de « réduction des risques » (*de-risking*), via une diversification des partenaires commerciaux, plutôt que de « découplage » total, pourrait favoriser le commerce mondial à l'horizon de prévision. L'évolution du commerce mondial pourrait également être affectée par l'ampleur du rebond de l'économie chinoise sur l'année 2023, et en particulier de la consommation, qui semble à ce stade s'être principalement orientée vers les services.

Enfin, le réchauffement climatique constitue un aléa structurel susceptible de peser sur l'activité, y compris à court terme, en cas d'événements climatiques extrêmes.

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 :**

Dorothee Rouzet

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**Août 2023**

N° 331 Le marché des actifs sûrs
Agathe Blanchard, Clara Léonard, Léonore Raguideau-Hannotin

Juillet 2023

N° 330 Un objectif de déficit public tenu en 2022 malgré la crise énergétique
Victor Prieur, Jean Sol Macher, Elsa Trézéguet
N° 329 Quels facteurs de reconfiguration des chaînes de valeur mondiales ?
Aymeric Lachaux

<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.