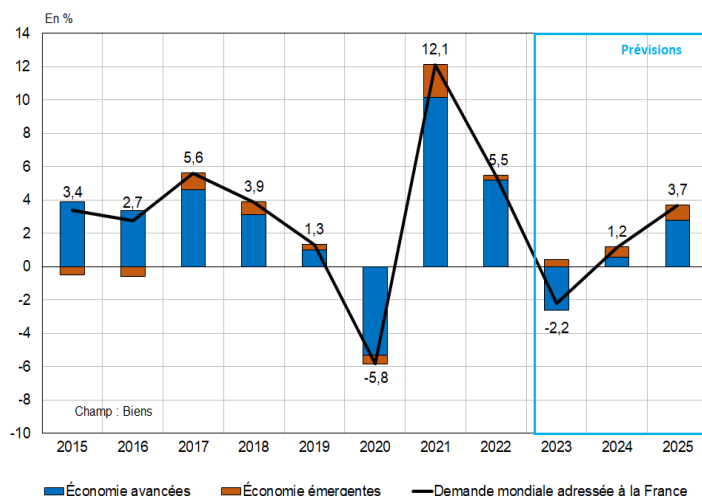


## Perspectives mondiales au printemps 2024 Une croissance modérée et inégale

*Bureaux de la DG Trésor en charge des prévisions internationales*

- La croissance mondiale atteindrait +3,1 % en 2024, un rythme similaire à celui de 2023, avant d'augmenter légèrement en 2025, à +3,2 %. Ce scénario est légèrement plus favorable que ce qui était prévu à l'automne 2023. Malgré l'allègement des contraintes sur la production et le reflux confirmé de l'inflation, l'activité resterait freinée par les effets du resserrement monétaire et les incertitudes géopolitiques. Le rythme de croissance de l'économie mondiale serait ainsi un peu inférieur à sa moyenne de la fin des années 2010.
- Dans les économies avancées, la croissance resterait modeste, avec de fortes disparités entre les pays. En 2024, l'activité serait dynamique aux États-Unis et en Espagne, mais morose dans les autres grandes économies avancées, notamment au Royaume-Uni et en Allemagne. En 2025, les taux de croissance se rapprocheraient, avec une accélération de l'activité en zone euro et un ralentissement aux États-Unis, sous l'hypothèse d'un retour progressif du taux d'épargne vers sa moyenne historique.
- L'activité ralentirait d'abord en 2024 dans les grandes économies émergentes (Inde, Turquie, Brésil) avant de rebondir en 2025. En Chine, l'activité poursuivrait son ralentissement, faute de rééquilibrage de son modèle de croissance vers la demande interne.
- Après s'être contracté en 2023, le commerce mondial se redresserait en 2024 et en 2025. La demande mondiale adressée à la France serait moins dynamique que le commerce mondial, ce qui reflète l'activité moins allante en zone euro : elle devrait timidement rebondir en 2024 avant d'accélérer plus franchement en 2025 (cf. Graphique).
- Les incertitudes géopolitiques, le calendrier et l'ampleur de la baisse des taux directeurs, et l'évolution des comportements de consommation constituent les principaux aléas entourant ce scénario.

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



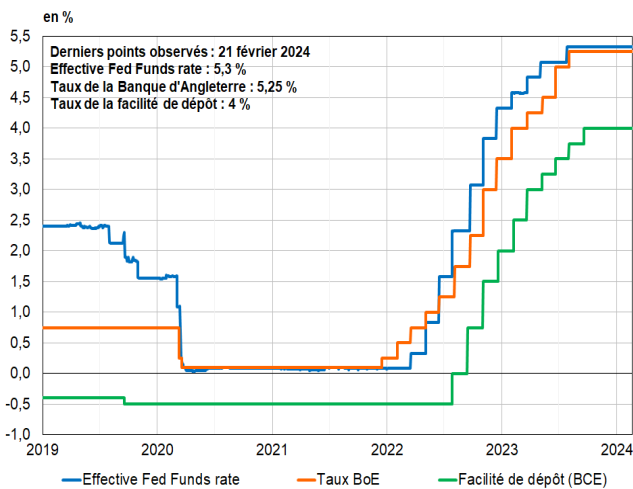
Source : DG Trésor.

# 1. Hypothèses du scénario : détente sur les taux<sup>1</sup>

Les prévisions internationales présentées ici dépendent d'hypothèses, arrêtées le 20 février 2024, concernant l'évolution des conditions financières, du cours des matières premières et de la politique budgétaire.

Après les resserrements monétaires menés en 2022 et en 2023, les taux directeurs des banques centrales des grandes économies avancées se situent désormais à des niveaux élevés (cf. Graphique 1). Le scénario retient une baisse des taux directeurs à partir de la mi-2024, dans un contexte de net recul de l'inflation. Les taux de la Réserve Fédérale (Fed) et de la Banque d'Angleterre (BoE) suivraient une trajectoire similaire : ils diminueraient rapidement au 2<sup>nd</sup> semestre 2024 puis à un rythme plus modéré en 2025, conformément aux anticipations de marché. Les taux de la Banque centrale européenne (BCE) reculeraient aussi au 2<sup>nd</sup> semestre puis seraient stables en 2025.

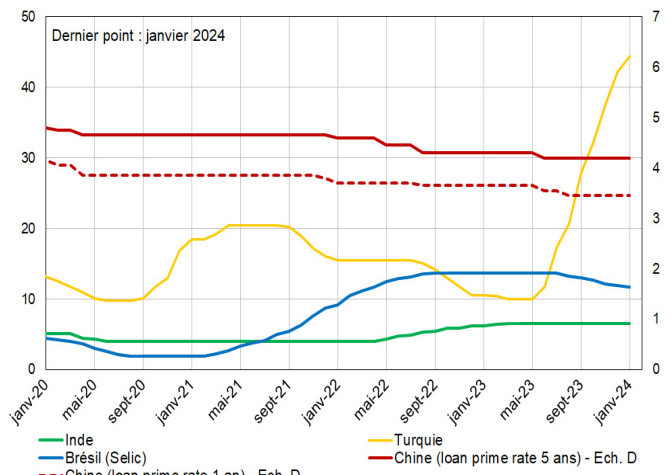
**Graphique 1 : Niveau des principaux taux directeurs**



Source : Fed, Banque d'Angleterre, Banque centrale européenne.

Au sein des grandes économies émergentes, l'orientation des politiques monétaires resterait hétérogène et dépendra en partie de l'orientation de la Fed. Alors que la Turquie poursuivrait son resserrement monétaire en 2024 afin de lutter contre l'inflation, l'Inde maintiendrait ses taux jusqu'à ce que l'inflation converge vers +4,0 %. La Chine et le Brésil poursuivraient, quant à eux, leur assouplissement monétaire<sup>2</sup> (cf. Graphique 2).

**Graphique 2 : Taux directeurs des principales économies émergentes (%)**



Source : Banques centrales nationales.

Après avoir légèrement augmenté sur les trois premiers trimestres de 2023, les taux souverains ont chuté en fin d'année dans un contexte d'inflation en net recul et de perspectives de baisse des taux directeurs, puis légèrement réaugmenté début 2024 quand les banques centrales ont suggéré que la baisse serait plus tardive qu'anticipé initialement par les marchés. Les taux souverains des grandes économies avancées, qui ont déjà intégré la baisse future des taux directeurs, devraient rester globalement stables en 2024 et 2025.

En zone euro, la politique budgétaire serait marquée par le retrait des mesures de soutien prises pour faire face au choc sur les prix de l'énergie. En Espagne et en Italie, l'activité serait toutefois soutenue par l'accélération des décaissements du plan de relance européen (PNRR). En Allemagne, la décision de la Cour constitutionnelle a contraint le gouvernement à resserrer sa politique budgétaire, ce qui pèsera sur la croissance en 2024 et constitue un important aléa en 2025, si des mesures de consolidation supplémentaires devaient être prises. L'impulsion budgétaire serait négative aussi aux États-Unis, en dépit du soutien à l'activité apporté par les programmes d'investissement (Inflation Reduction Act et CHIPS<sup>3</sup> Act) dans les infrastructures, la transition énergétique et la compétitivité de l'industrie. La politique budgétaire britannique serait légèrement restrictive, la hausse du

(1) Ces prévisions ont été réalisées par Louis Adjiman, Raphaël Beaujeu, Louis Bertrand, Guillaume Blin-Vialart, Léocadie Darpas, Rizlaine Embarek, Juliette Flament, Adama Hawa Diallo, Patrick Kanda Tunda, Paul Mainguet, Laure Noël, Cyprien Ronze-Spilliaert et Eloïse Villani.  
 (2) La banque centrale chinoise a abaissé ses taux à 5 ans (taux de référence pour le secteur immobilier) de 25 pdb à 3,95 % en février 2024), son niveau le plus bas historique.  
 (3) *Creating Helpful Incentives to Produce Semiconductors and Science Act*.

taux d'impôt sur les sociétés n'étant que partiellement compensée par une mesure de suramortissement des investissements. En Chine, les autorités augmenteraient leur soutien budgétaire en 2024 afin de se rapprocher de leur cible de croissance de +5,0 %.

Le prix moyen du baril de Brent (baril de pétrole de référence en Europe) a fortement baissé en 2023 (82,5 \$) par rapport à 2022 (100,9 \$) en dépit de tensions ponctuelles à l'été 2023, provoquées par des coupes de production de certains pays de l'OPEP+. Il demeure toutefois plus élevé que son niveau pré-

pandémique. La baisse sur l'année reflète à la fois la hausse de l'offre hors-OPEP+ (la production américaine a atteint son niveau historiquement le plus élevé) et les craintes concernant la dynamique de croissance mondiale. À ce jour, les tensions au Moyen-Orient n'ont pas eu d'effet durable sur les cours. En prévision, le prix du baril de Brent est conventionnellement gelé à 82,2 \$ (76,2 €), sa moyenne sur la période du 27 janvier au 15 février 2024. Le taux de change de l'euro est gelé à 1,08 \$, son niveau moyen sur la même période.

## 2. Scénario international : une croissance toujours allante pour les émergents, plus modérée dans les pays avancés

Tableau 1 : Prévisions de croissance mondiale

	Moyenne 2015-2019	2021	2022	2023 <sup>a</sup>	2024	2025	2023	2024
				(prévisions, CJO)			(révisions par rapport au PLF 2024)	
<b>Croissance mondiale</b>	<b>3,4</b>	<b>6,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
<b>Économies avancées<sup>b</sup></b>	<b>2,2</b>	<b>5,7</b>	<b>2,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,2</b>
Zone euro <sup>c</sup>	2,0	5,9	3,4	0,5	0,7	1,6	-0,4	-0,6
<i>dont Allemagne</i>	1,7	3,1	1,9	-0,1	0,3	1,2	0,0	-0,8
<i>dont Espagne</i>	2,8	6,4	5,8	2,5	1,8	2,2	0,1	0,3
<i>dont Italie</i>	1,0	8,3	3,9	0,7	0,7	1,1	-0,3	0,0
Royaume-Uni	2,0	8,7	4,3	0,1	0,3	1,1	-0,4	-0,5
États-Unis	2,5	5,8	1,9	2,5	2,3	1,4	0,4	1,5
Japon <sup>d</sup>	0,8	2,2	1,0	1,9	0,9	0,8	-0,4	-0,3
<b>Économies émergentes<sup>b</sup></b>	<b>4,3</b>	<b>6,9</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,1</b>
Brésil	-0,5	5,0	3,0	3,1	1,7	2,0	0,8	0,4
Chine	6,7	8,5	3,0	5,2	4,7	4,4	0,2	0,2
Inde <sup>e</sup>	6,7	9,1	7,2	6,9	6,0	6,5	0,7	-0,5
Turquie	4,1	11,4	5,5	4,2	3,3	3,6	0,4	-0,3
Commerce mondial en biens <sup>f</sup>	2,9	12,8	4,2	-0,8	2,4	4,0	-1,1	-1,2
Demande mondiale – France	3,4	12,1	5,5	-2,2	1,2	3,7	-1,7	-1,8

a. Les chiffres de 2023 sont des estimations à partir des données disponibles à la date d'arrêté des prévisions (20 février 2024) pour les économies avancées, et des prévisions pour les économies émergentes et les agrégats.

b. 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.

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

d. Les prévisions pour le Japon sont celles du FMI.

e. La croissance de l'Inde est en année fiscale qui s'étend de début avril à fin mars.

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

Sources : FMI, *Perspectives économiques mondiales intermédiaires de janvier 2024* ; OCDE, *Perspectives économiques de février 2024* ; Commission européenne, *prévisions macroéconomiques d'hiver* ; calculs et prévisions DG Trésor.

## 2.1 La croissance mondiale est revue en légère hausse pour 2023 et 2024

En 2024 l'activité mondiale augmenterait au même rythme qu'en 2023 à +3,1 % (cf. Tableau 1). Elle serait ainsi plus résiliente que prévu à l'automne 2023<sup>4</sup> (+3,0 % pour 2023 et 2024). Cela reflète un 2<sup>nd</sup> semestre 2023 meilleur qu'attendu aux États-Unis et dans la plupart des économies émergentes, en particulier en Chine, qui a plus que compensé la déception observée en zone euro.

En 2025 la croissance mondiale devrait légèrement augmenter pour atteindre +3,2 %, un niveau un peu en deçà de sa moyenne pré-crise sanitaire (3,4 %) <sup>5</sup>, du fait d'un *policy-mix* plus restrictif et d'incertitudes géopolitiques persistantes.

La différence de croissance entre économies avancées et émergentes, toujours significative en 2024 (+1,5 % et +4,1 %, respectivement) comme en 2025 (+1,6 % et +4,3 %), reflète principalement une croissance potentielle plus élevée dans les pays émergents en phase de convergence. Cet écart est cependant plus important qu'avant la crise sanitaire (il était de 2,1 points en moyenne sur la période 2015-2019).

Malgré la résilience de l'activité, le commerce mondial a chuté en 2023 (-0,8 %). Cela s'explique par la vague de Covid-19 observée en Chine fin 2022, par le ralentissement de la demande intérieure et de l'activité industrielle dans les économies avancées, et par l'utilisation des stocks constitués aux moments forts des tensions d'approvisionnement. Le commerce mondial rebondirait en 2024 (+2,4 %) mais progresserait moins rapidement que l'activité, en raison notamment d'une demande en biens d'investissement (intensifs en échanges commerciaux) ralentie en 2024 par les effets du resserrement monétaire. En 2025, la croissance du commerce (+4,0 %) dépasserait celle de l'activité, reflétant un rattrapage des échanges des économies avancées après la faible progression de 2023 et 2024.

La demande mondiale adressée à la France progresserait moins que le commerce mondial (+1,2 % en 2024 et +3,7 % en 2025). En dépit de la légère révision à la hausse de la croissance mondiale par rapport à l'automne dernier, l'environnement international serait moins propice pour l'économie française qu'espéré à l'automne. En effet, en 2024 la croissance du commerce mondial serait davantage tirée par les pays émergents que par les pays avancés, en particulier européens, avec lesquels la France commerce le plus et dont l'activité a été revue à la baisse. En 2025 la demande mondiale adressée à la France accélérerait nettement, portée en particulier par la croissance plus dynamique en zone euro.

## 2.2 Des trajectoires de croissance contrastées au sein des économies avancées

Aux États-Unis l'activité a été nettement plus dynamique que prévue en 2023, en particulier au 2<sup>nd</sup> semestre : la consommation a davantage résisté (le stock de surépargne étant plus important qu'estimé initialement) et l'IRA et le CHIPS Act ont soutenu les investissements dans les nouvelles structures manufacturières (pour un impact de +0,2 pt sur la croissance en 2023). L'élan nettement plus important de 2023 explique l'essentiel de la forte révision à la hausse de la prévision de croissance en 2024, qui serait de +2,3 %. Pour 2025, la croissance perdrait en dynamisme, à +1,4 %. Ce ralentissement serait principalement dû à la consommation des ménages, qui ne serait plus soutenue par la surépargne (cf. Encadré 1), et serait affectée par le coût du crédit élevé et la reprise des remboursements des prêts étudiants. L'investissement des entreprises accélérerait, notamment grâce aux investissements dans l'intelligence artificielle, alors que l'investissement des ménages, qui semble avoir atteint un point bas en 2023, rebondirait grâce la baisse des taux hypothécaires.

(4) Cf. Beaujeu R. *et al.* (2023), « Perspectives mondiales à l'automne 2023 : l'économie résiste à la montée des taux », *Trésor-Éco*, n° 332.

(5) Calculée sur la période 2015-2019.

## Encadré 1 : La surépargne liée au Covid soutiendra-t-elle la consommation dans les pays avancés ?

En 2020 et 2021, les contraintes sur la consommation liées à la crise sanitaire ont entraîné une forte hausse du taux d'épargne des pays avancés par rapport à la moyenne 2015-2019, favorisant la constitution d'un stock d'épargne supplémentaire (qualifié de surépargne<sup>a</sup>). À partir de 2022, les dynamiques ont divergé :

- Les ménages en Allemagne et en Espagne (et en zone euro en moyenne) ont continué de surépargner. En Allemagne et en Espagne, au 3<sup>e</sup> trimestre 2023 les taux d'épargne demeuraient supérieurs, de respectivement 2,6 pts et +2,4 pts, à leur moyenne 2015-2019. En zone euro, le taux d'épargne s'établit +1,4 pt au-dessus de sa moyenne (cf. Graphique 3).
- À l'inverse, les ménages en Italie et aux États-Unis ont utilisé une partie de cette surépargne pour soutenir leur consommation. Leurs taux d'épargne respectifs s'établissent à 1,5 pt et 1,4 pt en-deçà de leur moyenne au 3<sup>e</sup> trimestre 2023.

Selon l'OCDE, cette différence s'expliquerait en partie par la nature du soutien public lors de la crise sanitaire<sup>b</sup>. En particulier, les chèques de relance aux États-Unis ont d'abord alimenté l'épargne des ménages les moins aisés, et elle a été rapidement dépensée compte tenu de leur propension à consommer plus forte. À l'inverse, les mesures européennes consistaient plutôt en un maintien dans l'emploi, et l'excédent d'épargne a découlé surtout des contraintes sur la consommation, sans lien direct avec le revenu.

Un autre élément de différenciation entre États-Unis et zone euro est la plus grande exposition des consommateurs européens aux répercussions de la guerre en Ukraine et aux incertitudes qui ont pu susciter une augmentation de l'épargne de précaution.

Les trajectoires différentes dans les grands pays de la zone euro pourraient quant à elles s'expliquer par les évolutions différentes du pouvoir d'achat :

- En Espagne, le pic inflationniste au 3<sup>e</sup> trimestre 2022 a entraîné une chute momentanée du pouvoir d'achat (et une baisse compensatoire de l'épargne). Celui-ci a cependant rapidement rebondi, grâce à des mesures de soutien public surtout tournées vers les ménages, et grâce au reflux plus précoce de l'inflation, ce qui s'est traduit par un rebond du taux d'épargne.
- En Allemagne, où l'inflation cumulée a été plus forte<sup>c</sup>, le soutien aux ménages a également été plus élevé<sup>d</sup> que chez ses voisins, et le taux d'épargne est resté supérieur à sa moyenne historique.
- Les Italiens auraient quant à eux mobilisé leur épargne afin de soutenir leur consommation, alors que leur pouvoir d'achat a lourdement chuté en raison d'un pic d'inflation élevé, avec des aides publiques davantage tournées vers les entreprises que vers les ménages<sup>e</sup>.

a. La surépargne est calculée comme le cumul des différences entre les flux d'épargne observés depuis 2020 et une tendance pré-Covid 2015-2019 (calculée à partir du revenu disponible brut multiplié par le taux d'épargne de moyen terme pour chaque pays).

b. Cf. Geoff Barnard et Patrice Ollivaud (2024), "Whither excess household savings? A key known unknown", *OECD Ecoscope*.

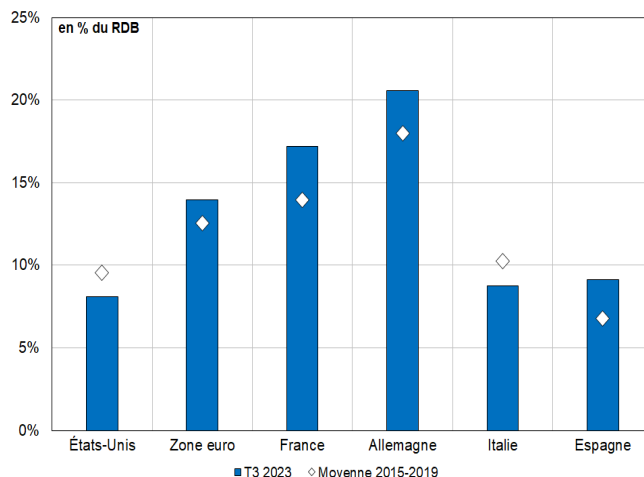
c. Entre janvier 2019 et janvier 2024, l'inflation cumulée (au sens de l'IPCH) a été de +17,4 % en France, +18,4 % en Espagne, +19,9 % en Italie et +22,4 % en Allemagne.

d. Dont allègements fiscaux pérennes et ajustement des barèmes d'impôts sur les revenus, forfait énergie (300€) pour les travailleurs puis renouvelé pour les retraités, réduction du prix à la pompe, ticket de transport à 9 € (juin-août 2022), baisse de la TVA sur le gaz, freins aux prix de l'énergie.

e. Dont d'importants crédits d'impôts sur le gaz et l'électricité en faveur des entreprises par exemple.

Le scénario retenu ici fait l'hypothèse que le taux d'épargne des ménages européens et américains se rapprocherait progressivement de sa moyenne d'avant-crise en 2024 et 2025. Il serait en baisse pour les ménages allemands et espagnols, ce qui soutiendrait la consommation, mais en hausse pour les ménages italiens et américains. La normalisation du taux d'épargne ne signifie pas que le stock de surépargne serait entièrement consommé. Aux États-Unis et en Italie, une partie du stock pourrait subsister, en particulier celle qui est détenue par les ménages les plus aisés, dont la propension à consommer est plus faible, et placée sur des supports moins liquides. En Allemagne et en Espagne, le retour du taux d'épargne à son niveau moyen signifie que le stock de surépargne accumulé depuis 2020 ne serait pas du tout consommé d'ici la fin 2025.

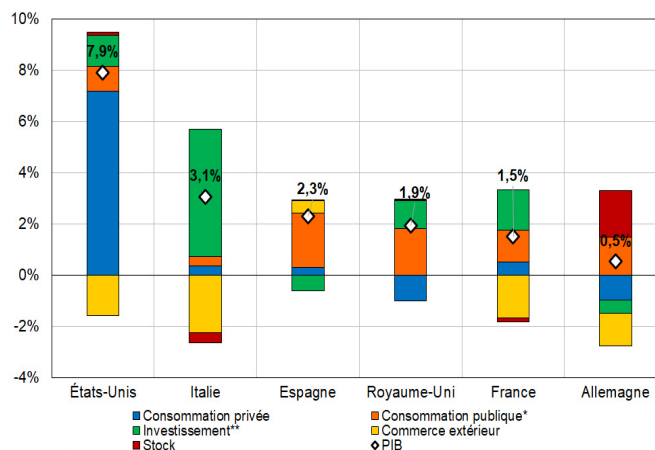
**Graphique 3 : Taux d'épargne au T3 2023 en comparaison avec la moyenne 2015-2019**



Sources : Eurostat, BEA, calculs DG Trésor.

L'Allemagne a connu une légère contraction de son activité en 2023 (-0,1 %), et ne devrait rebondir que très modérément en 2024 (+0,3 %). L'activité pâtirait encore en 2024 des effets du resserrement monétaire, du retrait des mesures de soutien et du climat d'incertitude lié au cadre budgétaire, qui pèsent sur l'investissement. Les exportations resteraient limitées par le faible dynamisme du commerce mondial. L'activité accélérerait en 2025 (+1,2 %), portée par l'investissement et les exportations. La consommation des ménages connaîtrait une reprise progressive en 2025, grâce à des hausses de salaires plus élevées que dans les autres grandes économies de la zone euro, dues à un marché du travail tendu, et grâce à la baisse du taux d'épargne, encore supérieur à sa moyenne historique.

**Graphique 4 : Décomposition de la variation du PIB entre 2019 et 2023**



\* pour les États-Unis, il s'agit de la demande publique (incluant consommation et investissement).  
 \*\* pour les États-Unis, il s'agit de l'investissement privé total (y compris l'investissement résidentiel mais hors investissement public).

Source : Instituts statistiques nationaux.

Après avoir été quasiment nulle en 2023 (+0,1 %), la croissance au Royaume-Uni resterait encore atone en 2024 (à +0,3 %) avant de se redresser en 2025 (+1,1 %) grâce à la reprise de la consommation des ménages dans un contexte de reflux de l'inflation et alors que les salaires resteraient dynamiques. L'activité serait toutefois bridée par le resserrement fiscal et par l'effet retardé du resserrement monétaire. Ce dernier pèserait sur l'investissement privé qui reculerait sur les deux années, principalement celui des ménages, les entreprises bénéficiant d'une mesure d'amortissement fiscal des investissements.

Après une très bonne performance en sortie de crise sanitaire, notamment due à la très forte progression de l'investissement (cf. Graphique 4), l'Italie connaîtrait une activité moins dynamique (+0,7 % en 2024, comme en 2023<sup>6</sup>). Ce ralentissement reflète en particulier le recul de l'investissement privé, qui pâtirait de la nouvelle réduction des mesures de rénovation énergétique (dites de Superbonus) et de la transmission du resserrement monétaire passé aux entreprises. En 2025, l'activité serait un peu plus allante (+1,1 %), sous réserve de l'accélération des investissements publics financés par le PNRR. La croissance redeviendrait toutefois inférieure à la moyenne de la zone euro, comme c'était le cas avant la

(6) Étant donné la date d'arrêté des prévisions (20 février 2024), ces chiffres ne prennent pas en compte la nouvelle estimation de PIB du 5 mars 2024, qui a rehaussé la croissance annuelle italienne à +1,0 % en 2023.

crise sanitaire : la consommation serait en particulier moins dynamique, les ménages italiens ayant déjà consommé une partie de la surépargne accumulée pendant la crise sanitaire.

En Espagne, la croissance a été vigoureuse en 2023, à +2,5 %, surpassant les autres grandes économies européennes, en raison d'un marché du travail dynamique (avec un taux de chômage à 12,1 % en 2023, son plus bas niveau depuis 2008) et une forte

augmentation de la consommation publique. Cette tendance se poursuivrait en 2024 (+1,8 %) et 2025 (+2,2 %). La consommation des ménages serait un moteur de la croissance pendant ces deux années, grâce à un marché du travail bien orienté et des salaires dynamiques. Par ailleurs, l'investissement serait soutenu par le PNRR, qui finance des projets stratégiques de modernisation et de transformation économique (PERTE).

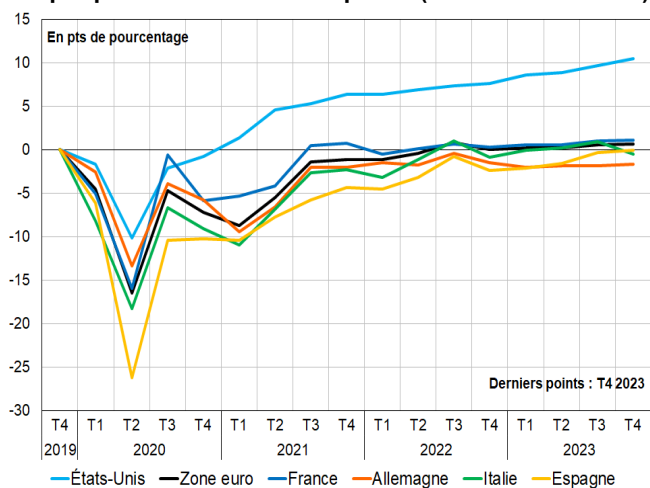
## Encadré 2 : La dynamique de croissance pourrait s'inverser entre la zone euro et les États-Unis

Entre 2010 et 2019, la croissance annuelle du PIB a été de +2,3 % en moyenne aux États-Unis, contre seulement +1,3 % en zone euro, exposée à la crise des dettes souveraines. Cet écart ne s'explique qu'en partie par la démographie : le PIB par habitant a progressé de +1,7 % par an aux États-Unis sur la période, contre +1,1 % dans la zone euro. La crise du Covid-19 a eu un impact plus marqué en zone euro : le PIB a baissé de -6,2 % en 2020, contre -2,2 % aux États-Unis. Le rebond en sortie de crise sanitaire, soutenu par les mesures de relance des deux côtés de l'Atlantique, n'a que partiellement compensé cet écart (+4,7 % de croissance en moyenne par an en 2021-2022 en zone euro, contre +3,8 % aux États-Unis).

En 2023, en dépit d'un resserrement monétaire des deux côtés de l'Atlantique, l'activité est restée particulièrement dynamique aux États-Unis (+2,5 %), alors qu'elle a nettement ralenti en zone euro (+0,5 %). Cela reflète à la fois des facteurs de soutien plus importants aux États-Unis et des freins plus marqués en zone euro :

- Les ménages américains, contrairement à ceux de la zone euro, ont puisé dans la surépargne accumulée pendant la crise sanitaire (cf. Encadré 1), ce qui a soutenu leur consommation : fin 2023, la consommation des ménages américains est supérieure de 10 pts à son niveau de fin 2019, alors qu'elle a à peine retrouvé son niveau pré-pandémique en zone euro (cf. Graphique 5).
- Les conséquences de l'invasion russe en Ukraine ont davantage affecté la zone euro, en raison de son exposition commerciale à la Russie, de l'impact sur les marchés énergétiques et d'un choc sur la confiance des acteurs économiques. Alors que les États-Unis sont exportateurs nets d'énergie, la zone euro en est importatrice nette. Si elle a évité des ruptures d'approvisionnement en gaz ces deux derniers hivers, les prix du gaz ont plus fortement augmenté sur le marché européen : le cours de référence<sup>a</sup> européen était 5 fois plus élevé que le cours américain sur la période 2021-2023 (contre 2 fois en 2015-2019). Outre l'impact sur le pouvoir d'achat des ménages, cette hausse des prix de l'énergie pèse sur la compétitivité des entreprises, en particulier les industries écono-intensives.

Graphique 5 : Consommation privée (en écart au T4 2019)



a. Pour le marché européen, le cours de référence est le TTF néerlandais. Pour le marché américain, il s'agit du Henry Hub.

- Le ralentissement économique de la Chine en 2022 a davantage affecté la zone euro, en particulier l'Allemagne : en 2022, les exportations vers la Chine représentaient 1,6 % du PIB de la zone euro, contre seulement 0,6 % aux États-Unis.

Cette dynamique s'inverserait en 2024 et 2025. La croissance de la zone euro gagnerait en vigueur (+1,6 % en 2025 après +0,7 % en 2024), alors que l'activité aux États-Unis devrait ralentir (+1,4 % après +2,3 %) :

- La zone euro dispose de marges de rattrapage importantes concernant la consommation des ménages car le taux d'épargne y est encore supérieur au niveau pré-pandémique (cf. Encadré 1), contrairement aux États-Unis.
- La zone euro profiterait davantage du recul des prix du gaz depuis le pic de l'été 2022.
- La politique budgétaire serait plus favorable en zone euro<sup>b</sup>, où les décaissements prévus des plans d'investissements continueraient d'être plus élevés (pour le PNRR notamment) qu'aux États-Unis (IIJA, CHIPS Act et IRA)<sup>c</sup>.

Néanmoins, l'écart entre le niveau d'activité en 2025 et celui de 2019 resterait bien plus élevé aux États-Unis (+12 pts) qu'en zone euro (+6 pts).

- b. D'après le Fiscal Monitor du FMI d'octobre 2023, le solde primaire ajusté du cycle économique se réduirait aux États-Unis de -1,4 point en 2024 (à -4,6 % du PIB potentiel, après -6,0 % en 2023), contre -1,0 point en zone euro (à -0,7 % du PIB potentiel, après -1,7 %).
- c. Estimations des dépenses budgétaires prévues dans le cadre des PNRR en Italie et en Espagne, du Fonds climat et transformation (KTF) en Allemagne et des engagements budgétaires de France2030 prévus dans le cadre du PLF 2024. Aux États-Unis, sont intégrées notamment les dépenses budgétaires prévues des plans Infrastructure Investment and Jobs Act, CHIPS Act et Inflation Reduction Act. Les budgétisations prévues sont de 0,5 % du PIB en moyenne en 2024 et 2025 (après 0,3 % du PIB en 2023) aux États-Unis, contre 1,4 % du PIB (après 1,2 % du PIB en 2023) en moyenne dans les quatre principaux pays européens. Les décaissements de ces plans sont toutefois soumis à d'importants aléas.

### 2.3 L'activité dans les grands pays émergents ralentirait en 2024 avant de rebondir en 2025, sauf en Chine

En **Chine**, la croissance diminuerait à +4,7 % en 2024 et à +4,4 % en 2025. En 2024 ceci traduirait surtout un moindre effet de base et une faible confiance des ménages et des entreprises. Alors que la politique monétaire resterait prudente afin de stabiliser le yuan face au dollar, la politique budgétaire continuerait de soutenir l'activité en dépit d'un endettement élevé. Le secteur immobilier pourrait se stabiliser, le niveau des ventes se rapprochant de la demande réelle. Mais les aléas sont surtout baissiers (risque déflationniste – cf. Encadré 3), hausse des risques financiers, surplus de production par rapport à la demande domestique, tensions avec les États-Unis). L'ampleur du ralentissement de l'activité dépendra aussi de la capacité de la Chine à modifier son modèle de croissance et à se positionner sur les nouvelles technologies.

En **Turquie**, l'activité ralentirait en 2024, à +3,3 % sous l'effet du resserrement monétaire<sup>7</sup>, qui pèserait au premier semestre sur l'investissement et, dans une moindre mesure, sur la consommation privée (soutenue par la hausse du salaire minimum). Au 2<sup>nd</sup> semestre l'activité se redresserait légèrement, alors que l'inflation refluerait et les effets de la politique monétaire s'atténueraient. En 2025, l'activité accélérerait un peu, avec une croissance à +3,6 %, soutenue par la demande intérieure dans un contexte de baisse de l'inflation et d'assouplissement de la politique monétaire.

En **Inde**, la croissance faiblirait un peu, à +6,0 % sur l'année fiscale 2024/2025<sup>8</sup>, affectée par la politique monétaire toujours restrictive au 1<sup>er</sup> semestre. En 2025/2026, la croissance augmenterait à +6,5 %, soutenue par l'assouplissement monétaire et par la poursuite du plan de relance par les infrastructures. Les efforts de consolidation budgétaire se maintiendraient au cours des deux exercices<sup>9</sup>.

(7) Après presque deux ans d'assouplissement monétaire, la Banque centrale de Turquie est revenue à des politiques plus orthodoxes depuis juin 2023, en resserrant ses taux de 8,5 % à 45 % en janvier 2024. La hausse du taux directeur est accompagnée par un assouplissement du cadre macro-prudentiel.

(8) 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.

(9) Les autorités indiennes se sont engagées à réduire le déficit de l'État central, de 5,8 % du PIB en 2023/2024 à 4,5 % en 2025/2026.



Au [Brésil](#), la croissance baisserait à +1,7 % en 2024, en raison d'une moindre contribution des exportations agricoles et des effets persistants des taux d'intérêts élevés de 2023. L'activité devrait toutefois se redresser fin 2024, grâce à l'assouplissement monétaire en cours

bénéficiant à la consommation, au secteur industriel, et aux services. En 2025, la croissance serait en outre soutenue par les réformes budgétaires et la simplification de la fiscalité engagées par le gouvernement, et elle atteindrait +2,0 %.

### Encadré 3 : Quels risque de déflation en Chine ?

En Chine, l'inflation a été quasi nulle sur l'année 2023 (+0,2 % en moyenne annuelle), alimentant les craintes d'une déflation (baisse durable et généralisée des prix) dans le pays.

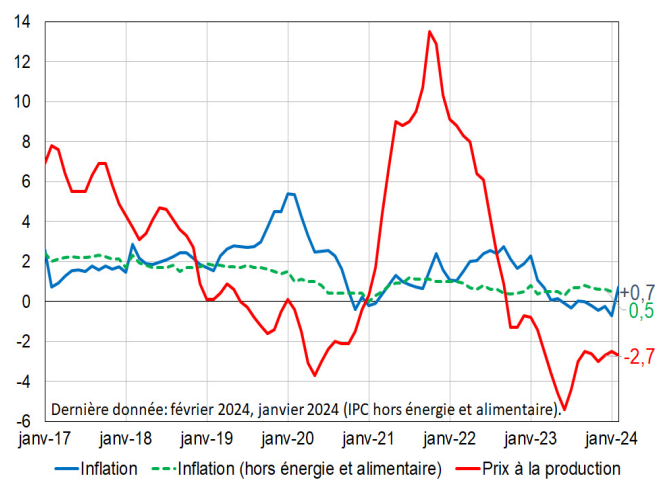
L'indice des prix à la consommation (IPC) a baissé en juillet puis d'octobre à décembre. Il transcrit le recul des prix alimentaires, en particulier du porc, et énergétiques (le prix des carburants a baissé de -5,1 % en glissement annuel). Les prix des biens manufacturés ont aussi baissé, en lien avec un déséquilibre important entre une demande modérée et une offre abondante, avec des surcapacités de production dans plusieurs secteurs. L'offre a été alimentée par l'accumulation de stocks importants durant la période du Covid, la baisse des prix des matières premières et le soutien à la production des autorités au second semestre 2023. Ainsi, l'indice des prix à la production (IPP) a connu une baisse marquée (-3,0 %) en 2023, contribuant à la contraction des prix des biens de consommation (-0,3 % en 2023) et des véhicules (-4,0 %). Les prix des services n'ont connu qu'une hausse modeste (+1,0 % sur l'année) malgré la réouverture de l'économie et la reprise du tourisme, avec en particulier une stagnation des loyers. Enfin les difficultés du marché du travail (taux de chômage des jeunes élevé à 14,9 % en décembre, faibles perspectives d'emploi, moindre demande d'investissement des entreprises) pèsent, elles aussi, sur les salaires et les prix.

Outre les éléments de nature conjoncturelle, la Chine enregistre structurellement une inflation limitée (+2,0 % en moyenne sur la période 2012-2022, contre +3,9 % au niveau mondial), qui s'explique par : (i) un déséquilibre structurel entre l'offre et la demande ; (ii) l'exode rural toujours en cours et l'arrivée sur le marché du travail de nouveaux urbains acceptant des salaires plus faibles ; et (iii) des prix alimentaires et énergétiques plus encadrés que dans les pays avancés (notamment *via* des réserves stratégiques de produits agricoles et des tarifs énergétiques réglementés).

L'inflation pourrait augmenter un peu en 2024 mais resterait freinée par la persistance de ses facteurs structurels. Dans son dernier article IV, le FMI prévoit pour 2024 une inflation totale de +1,3 %, légèrement inférieure à l'inflation sous-jacente (+1,4 %), grâce à la baisse des prix alimentaires et de l'énergie. Les prix à la production devraient aussi bénéficier d'une stabilisation des cours des matières premières. À l'inverse, la hausse de la consommation des ménages devrait rester modeste dans un contexte de poursuite des difficultés du secteur immobilier, principale composante du patrimoine des ménages.

Si les risques d'une spirale déflationniste (baisse durable et généralisée des prix, des salaires, de l'investissement, de la consommation et de la production) restent limités à ce stade, les leviers pour lutter contre cette éventualité le sont aussi, les autorités refusant pour l'instant tout soutien direct à la consommation. La politique monétaire reste par ailleurs faiblement mobilisée en Chine, qui donne la priorité à la stabilité du taux de change, et les réformes structurelles qui soutiendraient la demande (politiques de transferts directs aux ménages et filets sociaux plus importants) restent embryonnaires.

**Graphique 6 : Inflation et prix à la production (en glissement annuel, %)**



Sources : Bureau national des statistiques.

### 3. Des aléas plus équilibrés dans un contexte d'incertitude en baisse

Les aléas semblent plus équilibrés qu'à l'automne 2023, certains risques ayant diminué. L'économie mondiale a globalement bien résisté à la remontée des taux et elle bénéficie du reflux confirmé de l'inflation. Le risque d'un atterrissage brutal en lien avec les resserrements monétaires s'est ainsi nettement réduit. Le risque d'un nouveau choc haussier des prix de l'énergie semble aussi s'être réduit. Les prix du gaz sur le marché européen sont au plus bas depuis 2021 et les pays européens ont diversifié leurs approvisionnements et mis en œuvre des politiques de sobriété, éloignant les risques de pénuries énergétiques hivernales. Les prix du pétrole se détendent depuis l'été 2023 avec la hausse de la production hors-OPEP+, en particulier aux États-Unis, et l'affaiblissement de la crédibilité de l'OPEP+ consécutive au départ de l'Angola en décembre, ce qui réduit les risques de fortes hausses sur les marchés pétroliers.

L'évolution des tensions géopolitiques constitue la principale incertitude entourant ce scénario macroéconomique. Si les tensions au Proche et Moyen-Orient ont jusqu'à présent eu un effet limité sur l'économie mondiale, l'évolution de la situation pourrait influencer sur les cours du pétrole et les coûts d'approvisionnements par voie maritime, en particulier en cas de tensions durables en mer Rouge. L'évolution de la guerre en Ukraine et des tensions en mer de Chine demeurent des aléas majeurs pour l'activité économique mondiale. Au-delà de leur effet sur les matières premières et les transports, les tensions géopolitiques pourraient affecter les politiques commerciales, avec des risques pour la dynamique du commerce mondial.

Les élections qui auront lieu en 2024 dans de grands pays (États-Unis, Royaume-Uni, Inde), en sus des élections européennes, pourraient influencer l'orientation des politiques budgétaires, commerciales et diplomatiques, avec des conséquences positives ou négatives sur l'activité.

Concernant la politique budgétaire, l'ampleur des décaissements de la Facilité pour la Reprise et la Résilience en Italie et en Espagne, et d'éventuelles mesures de consolidation en Allemagne en 2025

détermineront de manière importante la croissance en zone euro. De même, l'ampleur de la consolidation budgétaire en Inde et celle des mesures de soutien économique en Chine, toutes deux encore indéterminées, auront un impact marqué sur l'activité dans ces pays.

Au sein des économies avancées, l'évolution de l'inflation reste incertaine. Elle conditionnera le rythme de la baisse des taux directeurs et, par conséquent, l'ampleur de la reprise de la consommation et de l'investissement. Par ailleurs, les délais de transmission de l'assouplissement monétaire sont incertains, alors que les hausses de taux passées continuent de produire leurs effets négatifs sur l'activité. Le scénario retenu fait l'hypothèse d'un retour progressif du taux d'épargne à sa moyenne historique dans les pays avancés : une modification durable du taux d'épargne aurait un impact significatif sur la dynamique de la consommation des ménages et donc sur la trajectoire de croissance.

La politique monétaire des économies avancées, et en particulier des États-Unis, est aussi un paramètre important pour les économies émergentes. Une réduction du différentiel de taux entre les pays émergents et les États-Unis – autrement dit, une baisse des taux dans les émergents plus rapide que la baisse du taux directeur américain – pourrait conduire à des sorties de capitaux pour les premiers, même si les économies émergentes sont devenues plus résilientes que par le passé (renforcement des fondamentaux économiques et de l'indépendance des banques centrales, systèmes bancaires mieux capitalisés). En Chine, l'économie est exposée aux difficultés de son secteur immobilier, dont la stabilisation sera un paramètre déterminant de l'activité.

Enfin, les changements climatiques sont susceptibles d'affecter l'économie et les finances publiques dès le court terme à travers la survenue d'événements extrêmes. Le phénomène El Niño est susceptible de pénaliser l'activité et les infrastructures surtout dans les économies émergentes. Des épisodes de sécheresse accrue pourraient générer des tensions sur les cours agricoles ou peser sur le commerce par voie maritime (canal de Panama).



**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****Mars 2024**

N° 338 Le marché unique européen, un vecteur d'intégration économique et commerciale  
Samuel Adjutor, Antoine Bena, Simon Ganem

**Février 2024**

N° 337 La mobilité intra-européenne des personnes  
Cyprien Batut, Tristan Gantois, Jean Lavallée

<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](https://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.*