

I / Perspectives économiques pour l'économie européenne

Département Analyse et Prévision, OFCE

Après le rebond observé en 2021, l'activité économique mondiale et européenne a nettement ralenti à partir du second semestre 2022. Bien que les contraintes sur les chaînes de production se soient atténuées en fin d'année, l'augmentation des prix de l'énergie et l'incertitude engendrée par le contexte géopolitique ont alimenté l'inflation et réduit les perspectives de croissance. Avec des niveaux d'inflation bien au-delà de leur cible, les banques centrales ont accentué le durcissement de la politique monétaire. Parallèlement, la plupart des gouvernements ont eu recours à des boucliers tarifaires afin d'amortir la baisse du pouvoir d'achat des ménages et de limiter la hausse de prix. Pour autant, le scénario d'une éventuelle pénurie de gaz ne s'est pas réalisé. Les prix de l'énergie ont même commencé à refluer après un pic en juin pour le pétrole et en août pour le gaz, si bien que les perspectives économiques pour 2023 se révèlent moins dégradées que ce qui pouvait être anticipé à l'automne dernier. Le pic d'inflation semble passé et les prix ralentiraient progressivement en 2023 et 2024. La diffusion des chocs devrait néanmoins se poursuivre et l'effet du resserrement monétaire amplifiera le ralentissement provoqué par les pertes de pouvoir d'achat, si bien que de nombreux pays européens devraient flirter avec la récession. L'activité économique en Europe tournera par conséquent au ralenti en 2023 avec une croissance de 1,7 % contre 3,6 % en 2022.

Malgré les chocs, l'activité résiste

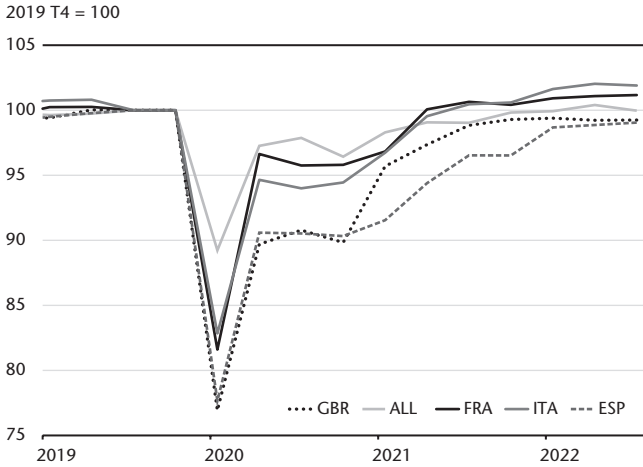
En 2021, la forte croissance de la demande mondiale qui a suivi les confinements de l'année 2020 s'est traduite par des tensions sur les chaînes d'approvisionnement et une remontée des prix de l'énergie. Il en a résulté une hausse de l'inflation d'abord visible aux États-Unis mais qui a ensuite gagné les pays européens. Avec la mise en place de la stratégie chinoise du « zéro Covid » au début de l'année 2022, les difficultés d'approvisionnement se sont accrues. Puis l'invasion de l'Ukraine par la Russie a provoqué une flambée supplémentaire des prix de l'énergie. Si des hausses similaires du prix du pétrole avaient déjà été observées par le passé, celle du prix du gaz fut d'une intensité historique. Ces hausses ont nourri l'inflation, qui a dépassé 10 % au Royaume-Uni en juillet 2022 et en octobre 2022 dans la zone euro. Une forte hétérogénéité caractérise néanmoins les pays de la zone euro puisque, sur l'ensemble de l'année 2022, l'inflation a atteint 5,9 % en France mais plus de 8 % en Allemagne, en Italie et en Espagne, plus de 10 % aux Pays-Bas et en Belgique et plus de 17 % dans les États baltes¹.

Cette augmentation des prix a rogné le pouvoir d'achat des ménages, qui a notamment baissé de 0,3 % dans la zone euro tandis qu'il stagnait au Royaume-Uni, ce qui s'est traduit par un ralentissement de la consommation. Pour les entreprises, il en a résulté une hausse des coûts de production, pouvant être absorbée soit par une baisse des marges soit par une répercussion sur les prix à la consommation, se traduisant par une diffusion progressive de l'inflation. Dans ces conditions, les performances macroéconomiques se sont dégradées dans la plupart des pays européens. Dans la zone euro dans son ensemble, la croissance du PIB en glissement annuel est passée de 5,5 % au premier trimestre 2022 à 1,8 % en fin d'année. Plusieurs pays — l'Allemagne, l'Italie, l'Estonie, la Lituanie et la Pologne — ont subi une contraction de l'activité au quatrième trimestre. Le ralentissement de l'activité est également net au Royaume-Uni avec une stabilité de l'activité au cours du second semestre.

Le ralentissement de fin d'année a brisé la trajectoire de reprise et les niveaux d'activité dépassent légèrement (en France ou en Italie), voire restent inférieurs (en Espagne et

1 Les pays de l'est de l'Europe ont été généralement plus touchés par la crise énergétique et l'inflation. Hors de la zone euro, l'inflation a dépassé 15 % en Hongrie et en République tchèque ou encore 13 % en Pologne.

Graphique 1. Dynamique du PIB dans les principales économies européennes



Sources : comptabilités nationales.

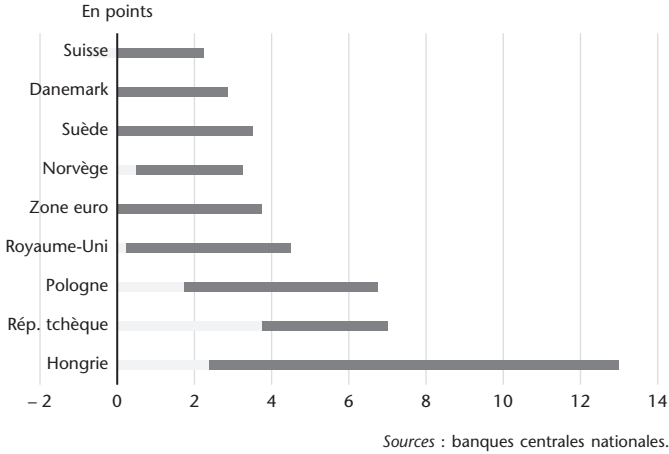
au Royaume-Uni) à ceux observés au quatrième trimestre 2019 (graphique 1). Alors que l'activité avait été relativement moins affectée par la crise sanitaire en Allemagne, le choc énergétique pourrait laisser plus de traces étant donné le poids plus important de l'industrie. De fait, la contraction de l'activité au quatrième trimestre 2022 a ramené le PIB allemand au même niveau que celui observé en fin d'année 2019.

L'inflation a-t-elle atteint un pic ?

Les tensions inflationnistes survenues depuis 2021 ont remplacé les craintes d'une stagnation séculaire par un risque de stagflation. Entre le dernier trimestre 2019 et la fin de l'année 2022, le Royaume-Uni et la zone euro ont vu leur prix à la consommation augmenter de respectivement 16,8 % et 14,7 %. Les pics d'inflation semblent cependant avoir été atteints en lien avec le repli des prix du pétrole et du gaz.

Depuis le début 2023, la composante alimentaire des indices de prix augmente fortement et contribue dorénavant plus que

Graphique 3. **Variation des taux des banques centrales en Europe depuis fin 2021**



Politiques monétaires : durcissement généralisé

En réaction à l'augmentation de l'inflation, les banques centrales ont durci leur politique monétaire dès le premier trimestre 2022 pour la Banque d'Angleterre puis à partir de juillet pour la BCE. En quelques mois, les taux ont été significativement remontés afin de ramener l'inflation vers la cible de 2 % (graphique 3).

La hausse des taux des banques centrales s'est transmise aux taux de rendement des obligations souveraines et aux taux bancaires. Dans la zone euro, le rendement souverain nominal n'a pas dépassé 3,4 %, un niveau qui reste inférieur à ce qui était observé en moyenne au début des années 2000. De plus, cette hausse est à mettre en regard de celle de l'inflation et des anticipations d'inflation. Le calcul du taux réel sur la base des anticipations d'inflation à dix ans indique qu'il s'établit désormais autour de 0,5 % en zone euro, après avoir été longtemps négatif.

Nous anticipons que la BCE augmenterait une dernière fois les taux d'un quart de point, portant celui des opérations principales de refinancement à 4 %, puis le stabiliserait à ce niveau.

La Banque d'Angleterre, ayant entamé le resserrement plus tôt, n'augmenterait plus les taux qu'une seule fois d'un quart de point et envisagerait même un assouplissement en début d'année 2024, le fléchissement de la croissance britannique étant plus important qu'en zone euro au premier semestre 2023. Le durcissement des conditions monétaires et financières est néanmoins indiscutable et se traduit par un tassement de l'activité de crédit et donc un ralentissement de la demande domestique : consommation et investissement. Les ménages et les entreprises endettés à taux variable seront également touchés et verront leur charge d'intérêt augmenter rapidement.

Les gouvernements sortent les boucliers

Au moment de la crise de la Covid-19, les politiques budgétaires avaient été fortement mobilisées afin de pallier une crise d'une ampleur historique. Avec la normalisation de la situation sur le front sanitaire, la dissipation des mesures d'urgence devait rétablir — progressivement — les indicateurs de finances publiques. Ainsi, selon les calculs de la Commission européenne, les mesures pour pallier la crise sanitaire qui représentaient 3,3 points de PIB dans l'ensemble de la zone euro en 2021 devaient baisser pour atteindre 0,9 point de PIB en 2022 et s'effacer totalement en 2023.

L'invasion de l'Ukraine, la crise énergétique et les tensions inflationnistes ont altéré ce scénario d'une normalisation rapide de la politique budgétaire en Europe. Ainsi, la politique budgétaire est passée du « quoi qu'il en coûte » (au moment de la Covid-19) à une stratégie de compensation des effets sur l'inflation et le pouvoir d'achat de la crise énergétique, ce qui a nécessité de mobiliser d'importantes ressources. En 2022, les ressources budgétaires totales engagées atteignent 2,9 % du PIB en Allemagne et en Italie, 1,7 % en France et 1,6 % au Royaume-Uni. Il faut noter que l'Espagne a moins fortement recouru à l'outil budgétaire du fait de l'exception ibérique concernant le marché de l'électricité, ce qui a permis de limiter par d'autres canaux les effets de la crise énergétique sur les acteurs privés espagnols². Paradoxalement, le gouvernement américain, qui avait fortement soutenu le revenu des ménages pendant la

2 Le mécanisme d'exception ibérique a consisté à plafonner les prix du gaz pour limiter la hausse des prix de l'électricité.

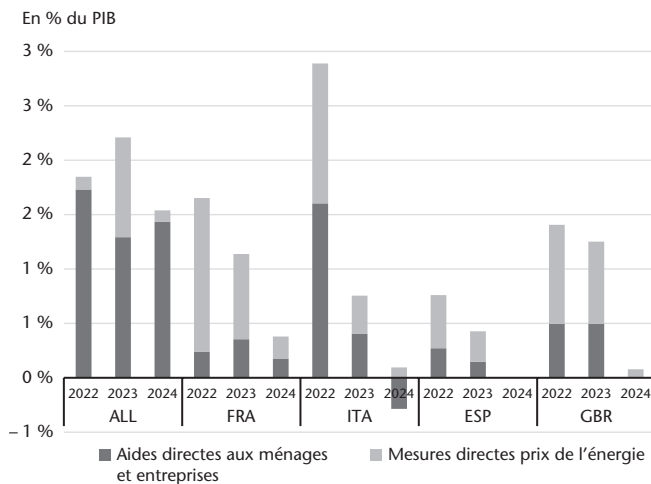
crise sanitaire, n'a pas déployé de mesures leur permettant de faire face à l'augmentation de la facture énergétique.

Les mesures de lutte contre la crise énergétique non seulement diffèrent entre les pays mais sont mises en œuvre avec des temporalités différentes. Dès 2023, les mesures s'amenuisent en France, en Espagne, en Italie et au Royaume-Uni. En raison de l'instauration d'un bouclier tarifaire sur le gaz et l'électricité, dont le montant devrait excéder 30 milliards d'euros en 2023, l'Allemagne fait figure d'exception et voit les mesures de soutien augmenter de 0,4 point pour atteindre 2,2 % du PIB en 2023 (graphique 4). Le « mix » des mesures varie entre les pays. L'Allemagne et l'Italie ont privilégié une stratégie visant le soutien direct aux agents privés — comme les chèques « énergie », les aides à la mobilité ou les prestations sociales exceptionnelles — par rapport à la stratégie visant à diminuer directement les prix énergétiques suivie par l'Espagne, le Royaume-Uni et surtout par la France. Cette disparité d'outils explique en grande partie l'écart d'inflation observé entre la France et le reste de l'union monétaire. La limitation directe des prix énergétiques — *via* le bouclier tarifaire en France, en Italie ou plus tardivement au Royaume-Uni ou l'exception ibérique en Espagne — permet de limiter les mécanismes d'indexation des salaires et des prestations, ce qui devrait limiter à terme l'impact permanent de la crise énergétique sur le niveau des prix. Toutefois, on peut reprocher à ces mesures d'être insuffisamment ciblées et de conduire à la perte du « signal prix » : le plafonnement des prix limite les modifications des comportements de consommation qui permettraient d'atteindre les objectifs de réduction de la consommation énergétique de façon efficiente.

Ainsi, en cumulant la disparition des mesures liées à la crise sanitaire et le maintien de mesures pour pallier la hausse des prix de l'énergie, l'impulsion budgétaire serait négative en France (– 1,6 point de PIB), en Italie (– 0,7 point de PIB) et en Espagne (– 0,5 point de PIB) dès 2023³. *A contrario*, l'Allemagne maintient une impulsion budgétaire positive (0,3 point de PIB). Enfin, la politique budgétaire serait plutôt restrictive au Royaume-Uni. Pour l'année 2024, nous prévoyons — compte

3 L'impulsion budgétaire reflète l'orientation de la politique budgétaire, c'est-à-dire l'évolution du solde budgétaire hors charge d'intérêt et effets du cycle économique. Une impulsion positive (respectivement négative) traduit une politique budgétaire expansionniste (respectivement restrictive).

Graphique 4. Mesures budgétaires pour limiter l'impact de la hausse des prix de l'énergie

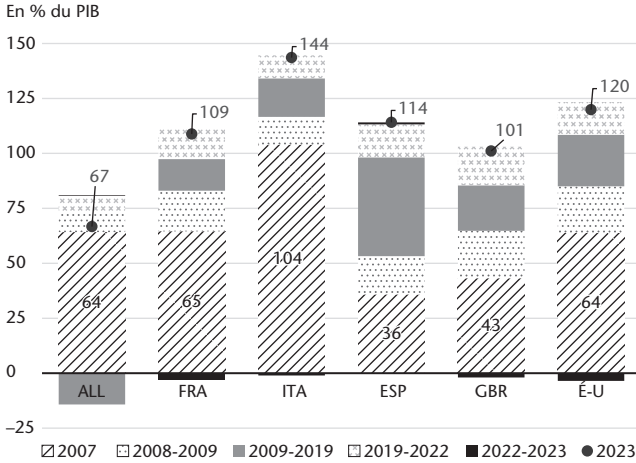


Sources : budgets nationaux ; calculs et prévisions OFCE.

tenu de nos prévisions de prix énergétiques et de la normalisation progressive de l'inflation — une réduction des mesures budgétaires liées à la crise énergétique. Dans ce contexte, l'impulsion budgétaire serait négative dans les plus grands pays de la zone euro (– 0,8 point en Allemagne, – 0,8 point en Italie, – 0,3 point en France et – 0,2 point en Espagne) et au Royaume-Uni.

Se pose alors la question de l'impact de ces crises successives sur les finances publiques. Force est de constater que les dettes publiques se sont accrues par strate depuis 2007, reflétant les conséquences de la crise des *subprimes* en 2008-2009, d'une période de faible croissance après 2009, puis celles de la crise de la Covid-19 en 2020 (graphique 5). De fait, lors de ces crises, les finances publiques ont été systématiquement mobilisées pour stabiliser l'activité économique, sauver les systèmes financiers et amortir les pertes de revenu primaire des agents. Dans chaque cas, cela s'est traduit par une hausse supplémentaire de la dette publique non corrigée par la suite à l'exception de l'Allemagne qui a réussi à réduire sa dette de 14 points entre 2009 et 2019.

Graphique 5. Évolution des dettes publiques brutes depuis 2007



Sources : comptes nationaux ; FMI ; prévisions OFCE avril 2023.
 Pour l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne,
 il s'agit de la dette au sens de Maastricht.

Ce rôle d'amortisseur des chocs est de nouveau crucial pour faire face à la crise énergétique. Pour autant, la situation actuelle se distingue des précédentes crises en matière de dette publique puisqu'elle s'accompagne d'une forte inflation, qui n'avait pas été anticipée et qui impacte la trajectoire de la croissance nominale et des dettes. À court terme, il en résulte un effet favorable sur le ratio de dette sur PIB notamment parce que l'augmentation de l'inflation n'est pas répercutée sur le taux apparent, ce qui explique donc la stabilisation, voire la baisse des ratios de dette publique sur PIB entre 2022 et 2023. Mais, à terme, une hausse durable des taux d'intérêt pour compenser l'inflation pourrait venir accroître la charge d'intérêt compensant ainsi l'effet prix. Se posera alors la question des besoins de ressources publiques permettant d'assurer les objectifs climatiques. La politique budgétaire connaîtra, probablement, des bouleversements majeurs dans le futur. L'issue des débats en cours sur la gouvernance budgétaire (voir chapitre ix) en zone euro pourra être largement déterminante sur la trajectoire des années à venir.

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

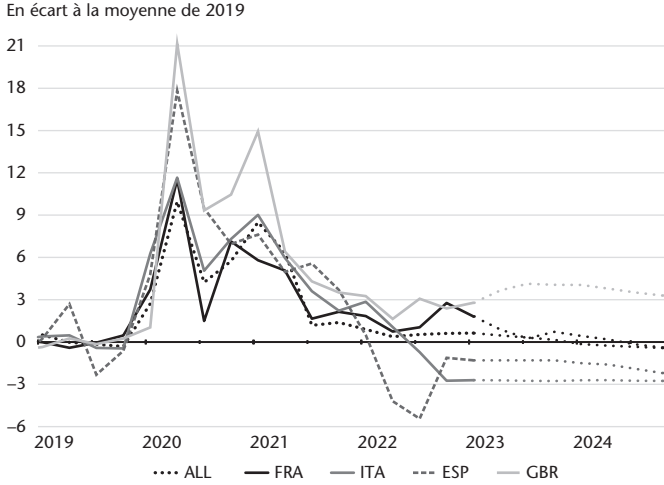
Les transferts budgétaires réalisés en faveur des ménages et la dynamique des salaires induite par un rattrapage sur l'inflation devraient soutenir le revenu disponible brut (RdB) des ménages en 2023. La hausse de l'inflation ne serait toutefois pas intégralement compensée en Allemagne, en France et en Italie si bien que les ménages perdraient en pouvoir d'achat. La situation serait plus favorable en Espagne avec une progression du RdB réel de 2,7 % et dans une moindre mesure au Royaume-Uni. Dans ces conditions, le soutien de la consommation à la croissance dépendra en partie de l'ajustement du taux d'épargne. Les transferts reçus en 2020 et 2021 ont effectivement alimenté l'épargne des ménages. En fin d'année 2022, à l'exception de l'Espagne et l'Italie, le taux d'épargne était toujours supérieur à celui d'avant la crise sanitaire indiquant que les ménages n'avaient pas puisé dans leur surépargne. Néanmoins, l'inflation a en partie rogné cette manne financière surtout lorsque celle-ci a été conservée sous forme d'épargne liquide (en comptes courants ou directement en espèces).

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

Nous supposons donc que le taux d'épargne resterait supérieur à son niveau de 2019 en Allemagne, en France et au Royaume-Uni (graphique 6). En Espagne, le taux d'épargne remonterait légèrement par rapport à son niveau de 2022. En conséquence, la consommation baisserait en moyenne annuelle en Allemagne et au Royaume-Uni en 2023 avant de se redresser l'année suivante. En Italie et en France, la consommation serait atone même si, par des effets d'acquis, la moyenne annuelle atteignait 1,1 % en 2023 avant de se stabiliser en 2024⁴.

4 Ainsi, même avec une croissance nulle à chaque trimestre de l'année 2023, la stabilisation de la consommation au niveau observé au quatrième trimestre 2022 se traduirait par une augmentation en moyenne annuelle.

Graphique 6. Taux d'épargne des ménages



Sources : comptabilités nationales ; calculs et prévisions OFCE avril 2023.

Bien que partiellement amortis par la politique budgétaire, la crise énergétique et le resserrement monétaire pèseront sur la croissance. La plupart des pays parviendraient à échapper à la récession, mais la croissance serait pour autant atone au moins jusqu'à mi-2023. Sur l'ensemble de l'année, le PIB de la zone euro progresserait de 0,9 % contre 3,5 % en 2022. Le coup de frein sur l'activité est plus marqué en Allemagne (0,3 %) et en Italie (0,4 %) tandis que l'Espagne résisterait mieux. Le Royaume-Uni continue de flirter avec la récession, mais devrait y échapper au premier semestre 2023. En moyenne annuelle, la croissance atteindrait alors 0,3 %. La trajectoire de reprise post-Covid-19 serait donc fortement altérée par la diffusion progressive des chocs. Un rebond modéré interviendrait à partir du troisième trimestre. Quand bien même le resserrement monétaire toucherait à sa fin, la diffusion des hausses de taux passées continuera d'amputer partiellement la croissance en 2024.

Ce ralentissement de l'activité devrait se traduire par une dégradation de la situation sur le marché du travail. L'impact dépendra néanmoins également de l'évolution de la productivité du travail et de celle de la population active. Nous supposons

que les tendances de productivité pré-crise ne seront pas remises en cause. Ainsi, après avoir rapidement baissé en 2021 et 2022, le taux de chômage de la zone euro augmenterait légèrement en 2023 pour atteindre 7,1 % en fin d'année. La hausse serait de même ampleur au Royaume-Uni sur l'ensemble de l'année, avec néanmoins un niveau de chômage 3 points en dessous de celui de la zone euro.

Le retour du risque financier

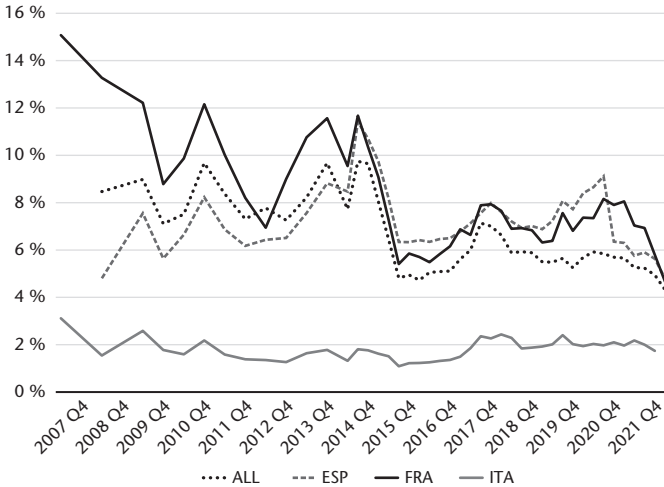
Les difficultés de certaines banques américaines ont ravivé la crainte d'une crise bancaire globale. Les banques de la zone euro semblent cependant moins exposées qu'en 2008 à un effet de contagion en provenance des États-Unis. Inversement, l'endettement des entreprises s'était déjà accru avant la crise de la Covid-19, ce qui avait suscité quelques inquiétudes. Les garanties apportées par les États pour amortir les conséquences de la mise sous cloche des économies ont ajouté une nouvelle strate d'endettement privé mais également public. Dans un contexte de taux d'intérêt plus élevés, les contraintes de désendettement pourraient être plus sévères, ce qui se traduirait par un ralentissement plus durable de la demande de crédit et agrégée.

Les données disponibles au niveau agrégé invitent cependant à considérer comme peu probable un scénario de crise bancaire généralisée qui partirait des banques régionales américaines pour toucher les principaux établissements bancaires européens. En effet, il semble que l'exposition des principales banques européennes au système financier américain — mesurée par la part des créances américaines sur le total des actifs — est moins forte qu'elle ne le fut en 2008 (graphique 7). Plus généralement, les banques européennes affichent des ratios prudentiels supérieurs aux minima requis, témoignant d'une certaine capacité à absorber des pertes ou faire face à des besoins en liquidités⁵. Les critères dits de Bâle 3, mis en place après la crise de 2008 et largement transposés par les régulateurs européens, ont en effet renforcé les exigences réglementaires et posé un cadre permettant d'identifier les banques dites systémiques, *i.e.* celles dont la chute entraînerait une déstabilisation du système financier dans son ensemble.

⁵ La réglementation prudentielle impose aux banques de détenir une part de fonds propres pour faire face à d'éventuelles pertes. Ce « cousin » de sécurité est calculé à partir du ratio entre les fonds propres bancaires et l'actif pondéré par le niveau de risque.

Graphique 7. Exposition des banques de la zone euro aux créances américaines

En % du total de l'actif bancaire



Sources : BRI (Consolidated Banking Statistics) ;
BCE (Consolidated Banking Data) ; calculs OFCE.

Au niveau de la zone euro, le ratio de capitaux en fonds propres de base sur l'actif pondéré par le risque était de 16,3 % en moyenne au troisième trimestre 2022 (8,1 % en 2007), contre 13,7 % exigés par les superviseurs pour 2023. Les *liquidity coverage ratios* (LCR), qui mesurent la capacité des banques à faire face aux besoins de liquidité à court terme, étaient autour de 160 % en moyenne, contre un ratio minimum exigé de 100 %. Les banques européennes sont donc en conformité avec les réglementations prudentielles qui leur sont appliquées.

Conclusion

L'activité économique européenne tournera au ralenti en 2023, mais pourrait échapper à la récession. Quant à l'inflation, elle baisserait progressivement, mais se maintiendrait à un niveau élevé. Cette nouvelle crise intervenue depuis la fin

de l'année 2021 met de nouveau la gouvernance européenne face à des choix cruciaux. La BCE doit-elle ramener au plus vite l'inflation vers sa cible de 2 % au risque d'amplifier le ralentissement ? Les gouvernements doivent-ils songer à réduire leur dette à l'heure où les inégalités induites par la crise énergétique s'accroissent et que le défi du changement climatique impose de nouveaux investissements en faveur de la transition énergétique ?