

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2024-2025

Monde

Passage de relais

France

**La croissance à l'épreuve
du redressement budgétaire**

Études spéciales

**Investissement des ménages en Europe :
impact de la hausse des taux d'intérêt**

**Effet d'un choc d'incertitude politique
sur le PIB français**

OFCE

L'Observatoire français des conjonctures économiques est un organisme indépendant de prévision, de recherche et d'évaluation des politiques publiques. Créé par une convention passée entre l'État et la Fondation nationale des sciences politiques approuvée par le décret n° 81.175 du 11 février 1981, l'OFCE regroupe plus de 40 chercheurs (es) français et étrangers. « Mettre au service du débat public en économie les fruits de la rigueur scientifique et de l'indépendance universitaire », telle est la mission que l'OFCE remplit en conduisant des travaux théoriques et empiriques, en participant aux réseaux scientifiques internationaux, en assurant une présence régulière dans les médias et en coopérant étroitement avec les pouvoirs publics français et européens. Philippe Weil a présidé l'OFCE de 2011 à 2013, à la suite de Jean-Paul Fitoussi, qui a succédé en 1989 au fondateur de l'OFCE, Jean-Marcel Jeanneney. Depuis 2014, Xavier Ragot préside l'OFCE. Il est assisté d'un conseil scientifique qui délibère sur l'orientation de ses travaux et l'utilisation des moyens.

Président

Xavier Ragot.

Direction

Jérôme Creel, Anne Epaulard, Estelle Frisquet, Sarah Guillou, Éric Heyer, Xavier Timbeau.

Comité de rédaction

Guillaume Allègre, Luc Arrondel, Cécile Bastidon, Frédérique Bec, Christophe Blot, Carole Bonnet, Virginie Coudert, Brigitte Dormont, Sarah Guillou, Meriem Hamdi-Cherif, Éloi Laurent, Anne Lavigne, Florence Legros, Mauro Napoletano, Maxime Parodi, Mathieu Plane, Corinne Prost, Muriel Pucci, Romain Rancière, Raul Sampognaro, Michaël Sicsic et Grégory Verdugo.

Publication

Xavier Ragot, *directeur de la publication*

Vincent Touzé, *rédacteur en chef*

Najette Moumami, *responsable de production*

Contact

OFCE, 10, place de Catalogne 75014 Paris

Tel. : +33(0)1 44 18 54 19

web : www.ofce.sciences-po.fr

Sommaire

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2024-2025

Sous la direction d'Éric Heyer et de Xavier Timbeau

| | |
|--|---|
| Présentation générale | 5 |
| Éric Heyer, Xavier Timbeau | |

PRÉVISION

| | |
|--|---|
| Passage de relais | 9 |
| <i>Perspectives 2024-2025 pour l'économie mondiale et européenne</i> | |
| Département analyse et prévision | |

| | |
|---|-----|
| La croissance à l'épreuve du redressement budgétaire | 123 |
| <i>Perspectives 2024-2025 pour l'économie française</i> | |
| Département analyse et prévision | |

ÉTUDE COMPLÉMENTAIRE

| | |
|---|-----|
| Après la censure : impact économique et budgétaire | 163 |
| de la loi spéciale pour 2025 | |
| Pierre Madec, Mathieu Plane et Raul Sampognaro | |

ÉTUDE SPÉCIALE

| | |
|---|-----|
| Investissement des ménages en Europe | 177 |
| <i>Impact de la hausse des taux d'intérêt</i> | |
| Éric Heyer et Pierre Madec | |

| | |
|--|-----|
| Effet d'un choc d'incertitude politique sur le PIB français | 203 |
| Raul Sampognaro | |

| | |
|---|-----|
| <i>Index des graphiques, tableaux et encadrés</i> | 217 |
|---|-----|

| | |
|---|-----|
| <i>Liste des abréviations de pays</i> | 221 |
|---|-----|

Les propos des auteurs et les opinions qu'ils expriment n'engagent qu'eux-mêmes et non les institutions auxquelles ils appartiennent.

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2024-2025

Éric Heyer et Xavier Timbeau

Sciences Po, OFCE

Ce numéro de la *Revue de l'OFCE* consacré aux prévisions économiques pour les années 2024 et 2025 est composé de plusieurs articles qui peuvent être lus indépendamment.

Le premier article, intitulé « **Passage de relais** » présente le scénario de prévision pour l'économie mondiale et européenne.

Après une année 2023 marquée par la faible croissance des pays européens, on observe un timide rebond de l'activité au premier semestre 2024. Pour autant, l'écart continue de se creuser vis-à-vis des États-Unis. Malgré les mesures budgétaires de soutien aux ménages ou aux entreprises prises par la plupart des pays à partir de la fin de l'année 2021, la demande intérieure est restée atone en Europe alors qu'elle a été plus dynamique aux États-Unis, où les prix de l'énergie n'ont pourtant pas augmenté autant. Les effets du resserrement monétaire outre-Atlantique ont par ailleurs été compensés par une politique budgétaire expansionniste. Au sein de la zone euro, la situation des pays reste hétérogène. Alors que l'Allemagne peine à retrouver le chemin de la croissance, l'Espagne maintient une trajectoire de croissance dynamique et le rythme de croissance de l'Italie est plus élevé que ce qui était observé avant la pandémie. Dans les pays émergents, les signes d'un ralentissement chinois se sont multipliés pendant l'été si bien que même si le niveau de PIB dépasse largement celui de 2019, le rythme de croissance de l'économie chinoise est nettement inférieur à celui observé sur la période pré-Covid. La stabilisation du prix du pétrole autour de 80 dollars le baril en 2025 et l'anticipation d'une légère baisse du prix du gaz européen permettront la poursuite de la

désinflation et la convergence de l'inflation vers la cible de 2 %. Dans ces conditions, la baisse des taux amorcée récemment par les banques centrales – à l'exception de la Banque du Japon – se poursuivrait. La politique monétaire pèserait encore sur la croissance en 2024 mais aurait un effet positif en 2025. Celui-ci serait cependant atténué par l'orientation plus restrictive des politiques budgétaires, en particulier dans les pays européens, ce qui se traduira par une croissance modérée. Après une croissance mondiale de 3,3 % en 2023, l'activité ralentirait à 3 % en 2024 et en 2025 en raison de la croissance plus faible aux États-Unis et en Chine.

Un **tour du monde de la situation conjoncturelle**, organisé en fiches pays, complète cette synthèse de l'économie mondiale.

Le deuxième article détaille l'analyse conjoncturelle de l'économie française. Il s'intitule « **La croissance à l'épreuve du redressement budgétaire** ».

La prévision de l'OFCE de la croissance du PIB est de 1,1 % pour l'année 2024 et de 0,8 % pour l'année 2025. Les conséquences des chocs violents qu'a connus l'économie française s'estompent progressivement, comme le montre le ralentissement de l'inflation qui s'établirait à 1,5 % en moyenne sur l'année 2025. Cela autorise la Banque centrale européenne à réduire les taux d'intérêt, ce qui serait un soutien à l'activité en 2025, à hauteur de +0,4 point de PIB. La dégradation du solde public, particulièrement mal anticipée, oblige à une restriction budgétaire massive dans un contexte politique instable. La réduction du déficit structurel réduirait l'activité économique de -0,8 point en 2025.

Mais la censure du 4 décembre 2024 a précipité la chute du gouvernement Barnier et interrompu l'examen des textes financiers (PLF et PLFSS) pour 2025. Une analyse complémentaire a donc été réalisée par Pierre Madec, Mathieu Plane et Raul Sampognaro proposant une évaluation de l'impact économique et budgétaire de la loi spéciale pour 2025. Partant de la prévision de l'OFCE, indiquant une restriction budgétaire de 1,5 point de PIB, selon les auteurs, la loi spéciale réduirait cet ajustement de plus d'un point. Sans mesures nouvelles, le déficit public serait entre -6,1 % et -6,4 % du PIB en 2025. Cette moindre consolidation pourrait relever la croissance du PIB par rapport à la prévision initiale : jusqu'à 1,4 % en 2025 contre 0,8 %. Cependant, l'incertitude et l'indécision budgétaire pourraient jouer dans l'autre sens et ramener la croissance de l'activité à 0,8 %. Si l'abandon

du projet de loi de finances est favorable pour les ménages, notamment les plus aisés, le gel du barème de l'impôt sur le revenu et la fin du bouclier tarifaire devraient peser sur le pouvoir d'achat des ménages, en particulier ceux des classes moyennes. La loi spéciale reste une solution transitoire. Une loi de finances est nécessaire pour 2025, en particulier pour le respect des règles européennes. Le gouvernement devra trouver un équilibre entre la nécessité de réduire le déficit et celle de soutenir l'activité économique.

Deux études spéciales complètent et enrichissent l'analyse conjoncturelle.

Dans la première étude, intitulée « **Investissement des ménages en Europe : impact de la hausse des taux d'intérêt** », Éric Heyer et Pierre Madec reviennent sur l'incidence de la hausse des taux d'intérêt sur l'investissement des ménages et les prix de l'immobilier en Europe.

Plus précisément, dans cette étude les auteurs se proposent d'évaluer les conséquences de la hausse rapide des taux d'intérêt des crédits à l'habitat sur l'investissement des ménages et les prix immobiliers dans cinq pays européens (Allemagne, Espagne, France, Italie et Royaume-Uni) à l'aide de modèles à correction d'erreur (MCE). Directement ou indirectement via les prix immobiliers, les auteurs estiment que la hausse des taux a largement amputé l'investissement des ménages en Europe, de l'ordre de 15 points en Allemagne ou au Royaume-Uni, et de 12 points en Espagne et en Italie. La France, où l'effet de la hausse des taux a été moins négatif (9,5 points) et où l'investissement des ménages aurait baissé même sans ladite hausse, se distingue de ses voisins.

La seconde étude spéciale s'intitule « **Effet d'un choc d'incertitude politique sur le PIB français** ». La dissolution de l'Assemblée nationale du 9 juin 2024 a ouvert une période d'incertitude politique dans l'Hexagone, qui n'est pas retombée avec le résultat des élections législatives des 30 juin et du 7 juillet. Dans cette étude, l'auteur, Raul Sampognaro, propose une méthodologie pour en évaluer les conséquences. Selon ce modèle, la croissance du PIB français serait amputée de 0,1 point en 2024 et de 0,3 point en 2025. La croissance serait pénalisée en particulier par l'affaiblissement de l'investissement des sociétés non financières. En outre, un choc ponctuel sur l'incertitude politique génère une hausse du taux d'intérêt national qui explique la persistance des pertes de PIB. ■

PASSAGE DE RELAIS

PERSPECTIVES 2024-2025 POUR L'ÉCONOMIE MONDIALE ET EUROPÉENNE

Département analyse
et prévision
Sous la direction d'Éric Heyer
et de Xavier Timbeau

Après une année 2023 marquée par la faible croissance des pays européens, on observe un timide rebond de l'activité au premier semestre 2024. Pour autant, l'écart continue de se creuser vis-à-vis des États-Unis. Malgré les mesures budgétaires de soutien aux ménages ou aux entreprises prises par la plupart des pays à partir de la fin de l'année 2021, la demande intérieure est restée atone en Europe alors qu'elle a été plus dynamique aux États-Unis, où les prix de l'énergie n'ont pourtant pas augmenté autant. Les effets du resserrement monétaire outre-Atlantique ont par ailleurs été compensés par une politique budgétaire expansionniste. Au sein de la zone euro, la situation des pays reste hétérogène. Alors que l'Allemagne peine à retrouver le chemin de la croissance, l'Espagne maintient une trajectoire de croissance dynamique et le rythme de croissance de l'Italie est plus élevé que ce qui était observé avant la pandémie. Dans les pays émergents, les signes d'un ralentissement chinois se sont multipliés pendant l'été si bien que même si le niveau de PIB dépasse largement celui de 2019, le rythme de croissance de l'économie chinoise est nettement inférieur à celui observé sur la période pré-Covid.

La stabilisation du prix du pétrole autour de 80 dollars le baril en 2025 et l'anticipation d'une légère baisse du prix du gaz européen permettront la poursuite de la désinflation et la convergence de l'inflation vers la cible de 2 %. Dans ces conditions, la baisse des taux amorcée récemment par les banques centrales – à l'exception de la Banque du Japon – se poursuivrait. La politique monétaire pèserait encore sur la croissance en 2024 mais aurait un effet positif en 2025. Celui-ci serait cependant atténué par l'orientation plus restrictive des politiques budgétaires, en particulier dans les pays européens, ce qui se traduira par une croissance modérée. Après une croissance mondiale de 3,3 % en 2023, l'activité ralentirait à 3 % en 2024 et en 2025 en raison de la croissance plus faible aux États-Unis et en Chine.

* Ces textes synthétisent l'analyse de la conjoncture pour l'économie mondiale et européenne menée par le Département analyse et prévision à l'automne 2024. Il s'appuie sur le travail de l'équipe internationale animée par Christophe Blot, composée de Céline Antonin, Magali Dauvin, Amel Falah, Sabine Le Bayon, Pierre Madec, Catherine Mathieu, Christine Riffart, Benoît Williatte. Cette prévision est réalisée sur la base d'informations connues jusqu'au 11 octobre 2024.

Perspectives 2024-2025 pour l'économie mondiale et européenne

1. Passage de relais 11

Parties thématiques

2. Tour du monde de la situation conjoncturelle

| | |
|---|-----|
| États-Unis : croissance endettée | 35 |
| Allemagne : une crise qui dure | 47 |
| Italie : la croissance résiste à la fin du Superbonus | 59 |
| Espagne : vers un atterrissage en douceur | 71 |
| Royaume-Uni : une lumière au bout du tunnel ? | 85 |
| Japon : des signes d'éclaircie | 95 |
| Chine : éviter les zones de turbulences | 105 |
| Émergents d'Asie et d'Amérique latine : des dynamiques croisées ... | 111 |

1. Synthèse : Passage de relais

Après une année 2023 marquée par la faible croissance des pays européens, le premier semestre 2024 suggère une amélioration. Celle-ci reste néanmoins insuffisante, si bien que l'écart d'activité se creuse avec l'économie américaine, qui continue de croître à un rythme plus élevé. Pour autant, la situation sur le marché du travail européen ne s'est pas détériorée puisque le chômage est resté stable malgré le contexte morose. Inversement, la dégradation observée sur les 12 derniers mois outre-Atlantique a alimenté les craintes d'un ralentissement de l'activité américaine. Parallèlement, l'inflation recule de part et d'autre de l'Atlantique plus rapidement que ce qui avait été anticipé à la faveur de la baisse des prix de l'énergie et d'un ralentissement de la hausse des prix alimentaires. Malgré une situation géopolitique toujours tendue, les prix du gaz et du pétrole ne devraient pas connaître de nouvelles flambées comparables à celles observées en 2021-2022. Les taux d'inflation devraient donc continuer à converger vers la cible de 2 % des banques centrales.

Nous prévoyons la fin de l'épisode inflationniste qui avait touché l'économie mondiale à partir de 2021, ce qui permettra la poursuite de l'assouplissement monétaire déjà amorcé par les banques centrales. Pour autant, les effets favorables de la baisse des taux d'intérêt sur la croissance ne se matérialiseraient qu'à partir de 2025. Par ailleurs, le soutien monétaire à la croissance pourrait aussi être en partie contrecarré par un tour de vis budgétaire. Le débat sur la soutenabilité des dettes publiques s'intensifie notamment en Europe et les gouvernements s'engagent sur la voie de la réduction des déficits publics. Paradoxalement, alors que le déficit public est bien plus dégradé outre-Atlantique qu'en zone euro, le thème reste peu présent dans la campagne présidentielle américaine.

Après la crise Covid puis la crise énergétique, l'Europe verra-t-elle enfin le bout du tunnel ou sera-t-elle à nouveau rattrapée par le démon de la consolidation budgétaire qui viendrait freiner la demande intérieure ? Le cycle de croissance aux États-Unis peut-il se poursuivre

et sera-t-il toujours alimenté par une politique budgétaire procyclique ? Les chocs passés – principalement énergie et monétaire – vont s’estomper progressivement et la politique monétaire apporterait même un soutien à la croissance en 2025. Pour autant, il n’y aurait pas d’accélération de l’activité. La croissance mondiale baisserait même en 2024 (3,1 %) et 2025 (3,0 %) par rapport à l’année 2023 où elle a atteint 3,3 %. L’accélération de l’activité en Europe viendrait prendre le relais de l’atterrissage en douceur de l’économie américaine et du ralentissement de l’économie chinoise.

L’écart se creuse toujours entre l’Europe et les États-Unis

En 2023, la croissance de la zone euro et du Royaume-Uni était largement inférieure à celle des États-Unis : respectivement à 0,5 % et 0,9 % en moyenne annuelle contre 2,9 % (tableau 2)¹. Cette différence s’explique en partie par les effets de l’augmentation du prix du pétrole et du gaz européen observée depuis le début de l’année 2022. Malgré le maintien de certaines mesures budgétaires de soutien aux ménages ou aux entreprises, la demande intérieure est restée atone en Europe alors qu’elle a été plus dynamique aux États-Unis. La hausse des prix de l’énergie a été moins importante outre-Atlantique, le prix du gaz américain n’ayant pas augmenté autant qu’en Europe, et les ménages ont continué à consommer l’épargne qu’ils avaient accumulée pendant la crise sanitaire.

De plus, la politique budgétaire américaine est restée expansionniste, ce qui s’est traduit par une dégradation du déficit public de près de 4 points de PIB en 2023 alors qu’il se stabilisait dans la zone euro dans son ensemble. Cet écart dans l’orientation de la politique budgétaire a également contribué à amortir l’effet négatif des hausses de taux de politique monétaire sur l’activité aux États-Unis. Alors que le Japon a connu une forte croissance sur les deux premiers trimestres 2023, le PIB a ensuite nettement marqué le pas en lien avec un fort recul de la consommation des ménages à partir du deuxième trimestre, qui s’explique par une baisse de près de 3 % du pouvoir d’achat du revenu disponible sur l’ensemble de l’année, du fait de l’inflation.

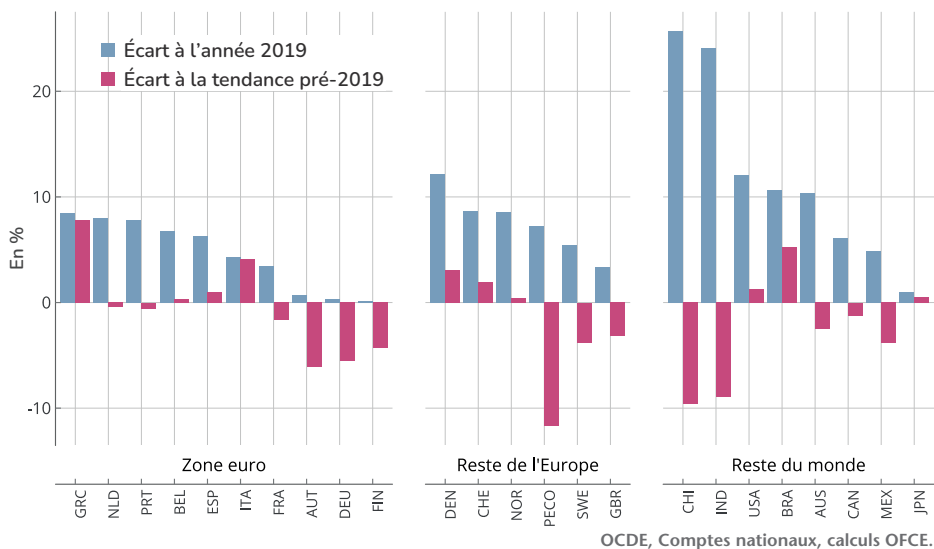
Le premier semestre 2024 indique un rebond timide de l’activité en zone euro puisque le PIB a progressé de 0,3 et 0,2 % en rythme

1. La moyenne trimestrielle de la croissance du PIB était même négative en 2023 au Royaume-Uni et nulle en zone euro.

trimestriel. Mais cette dynamique ne permet pas de réduire l'écart qui s'est creusé avec les États-Unis à la sortie de la crise de la Covid et qui s'est accentué depuis mi-2022². Aux premier et deuxième trimestres, la croissance outre-Atlantique s'est effectivement élevée à 0,4 et 0,7 %. Au deuxième trimestre 2024, le PIB de la zone euro dépasse celui de l'année 2019 de 4 %, contre 12,1 % aux États-Unis (graphique 1).

Le constat est identique pour le Royaume-Uni, malgré un début d'année 2024 plus favorable. Une partie de ces écarts résulte cependant des différences de dynamique de la croissance de la population active et de la productivité. Les différences sont moins importantes lorsque l'on compare le PIB du deuxième trimestre 2024 à celui qui aurait été observé dans une situation contrefactuelle où, depuis la fin de l'année 2019, il aurait progressé à un rythme de croissance tendancielle. Il ressort cependant que la situation américaine reste relativement plus favorable.

Graphique 1. Niveau du PIB au deuxième trimestre 2024

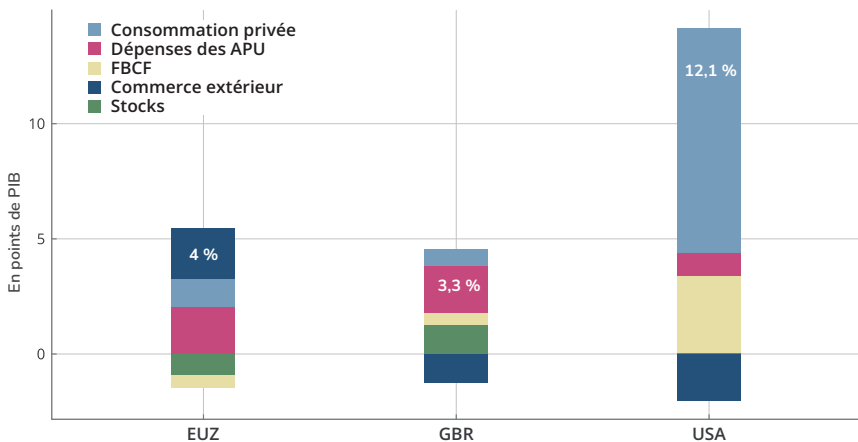


2. Pour une analyse plus détaillée de la divergence entre les États-Unis et la zone euro, voir le *OFCE Policy brief* n° 130.

Les écarts de PIB font aussi apparaître une importante hétérogénéité entre les pays européens. La situation de l'Allemagne est particulièrement critique avec un PIB qui n'est que 0,3 % au-dessus de celui de 2019 et un écart négatif au PIB contrefactuel de 5,5 %. Inversement, l'Italie semble dans une situation plus favorable. La croissance post-pandémie (depuis le premier trimestre 2021) a atteint 0,8 % en moyenne trimestrielle alors que l'OCDE prévoyait en 2019 une croissance proche de 0 %³.

Au-delà des différences d'évolution du PIB, on observe aussi une hétérogénéité des contributions à l'activité entre l'Europe et les États-Unis (graphique 2). Depuis 2019, le principal moteur de la croissance américaine a été la demande intérieure et en particulier la consommation des ménages qui a contribué pour près de 10 points à la hausse du PIB. Cette même contribution a été inférieure à 1 point au Royaume-Uni et s'est élevée à 1,2 point dans la zone euro. De fait, la reprise post-Covid en zone euro a plutôt été tirée par le commerce extérieur tandis qu'outre-Manche les dépenses publiques ont été la principale contribution à la croissance. Aux États-Unis, le revenu disponible des ménages a été soutenu par la politique de transferts mise en œuvre d'abord par l'administration Trump puis Biden qui s'est traduite

Graphique 2. Contributions à l'activité depuis 2019 et T2 2024



OCDE, Comptabilité nationale, calculs OFCE.

APU : Administrations publiques.
FBCF : Formation brute de capital fixe.

3. Ce qui correspond de fait à la croissance trimestrielle moyenne observée entre début 2011 et fin 2019.

par des gains de revenu disponible importants. À partir de 2022, l'activité et l'emploi ont progressivement ralenti mais les salaires ont augmenté plus rapidement outre-Atlantique, ce qui a continué à soutenir le revenu et la consommation des ménages. Par ailleurs, le taux d'épargne des ménages américains est resté inférieur à son niveau de 2019 : 4,1 % en moyenne entre le premier trimestre 2022 et le deuxième trimestre 2024 contre 7,3 % en 2019, traduisant la consommation de la sur-épargne accumulée en 2020 et 2021. À l'inverse des ménages américains, les Européens n'ont pas utilisé cette sur-épargne Covid. En effet, le taux d'épargne moyen de la zone euro et du Royaume-Uni sur la même période se situe respectivement 0,7 point et 1,7 point au-dessus du niveau de 2019.

Après avoir atteint 5,2 % en moyenne annuelle en 2023, la croissance chinoise a ralenti en 2024. Le PIB, qui avait augmenté de 1,7 % au premier trimestre, n'était en hausse que de 0,8 % au deuxième trimestre. Les signes d'un ralentissement de la croissance chinoise se sont multipliés pendant l'été. Les difficultés du secteur immobilier se poursuivent, comme en témoigne la baisse de 10,2 % des investissements des promoteurs immobiliers sur les huit premiers mois de 2024 par rapport aux huit premiers mois de 2023. La croissance chinoise est tirée par l'accélération des exportations, soutenues par une compétitivité-prix favorable et une demande porteuse (notamment de véhicules électriques). Dans les autres pays de l'Asie émergente, la croissance indienne est restée soutenue en 2023 (7,7 %) et en début d'année 2024, tirée par la consommation des ménages et l'investissement. Enfin, après une faible croissance en 2023, l'activité accélère au Brésil avec une croissance du PIB de respectivement 1 et 1,4 % au cours des deux premiers trimestres. Pour autant, on peut noter que même si les niveaux de PIB sont bien supérieurs à ceux de 2019, les pays émergents, tels que la Chine et l'Inde, connaissent une baisse de leur régime de croissance par rapport à la situation pré-Covid, comme en témoignent les écarts au PIB contrefactuel. Dans ces pays, la croissance en glissement annuel depuis début 2021 a atteint respectivement 5,5 % et 6,5 %, soit des rythmes inférieurs à ceux qui étaient observés avant la pandémie même si un ralentissement de l'activité chinoise était déjà observé avant la pandémie.

L'emploi à contre-courant

Dans la zone euro, même si la croissance a été faible au premier semestre 2024, le taux de chômage est resté stable à 6,5 % de la population active. Il a même légèrement baissé durant les derniers mois, atteignant 6,4 % en août 2024, soit son plus bas niveau depuis 1999.

Aux États-Unis, malgré la forte croissance, le taux de chômage a amorcé une remontée depuis le point bas du premier trimestre 2023 à 3,5 % et atteint désormais 4 % au deuxième trimestre 2024. En effet, la productivité américaine a nettement augmenté entre mi-2023 et mi-2024 (+2,8 % sur un an), contrairement à la zone euro où elle a diminué (-0,3 %). Dans les deux zones, la population active a progressé à des rythmes similaires (entre 0,5 et 1 % sur un an), ce qui n'a donc pas eu d'influence sur les évolutions relatives récentes du taux de chômage (tableau 1).

Tableau 1. Décomposition du taux de chômage sur un an

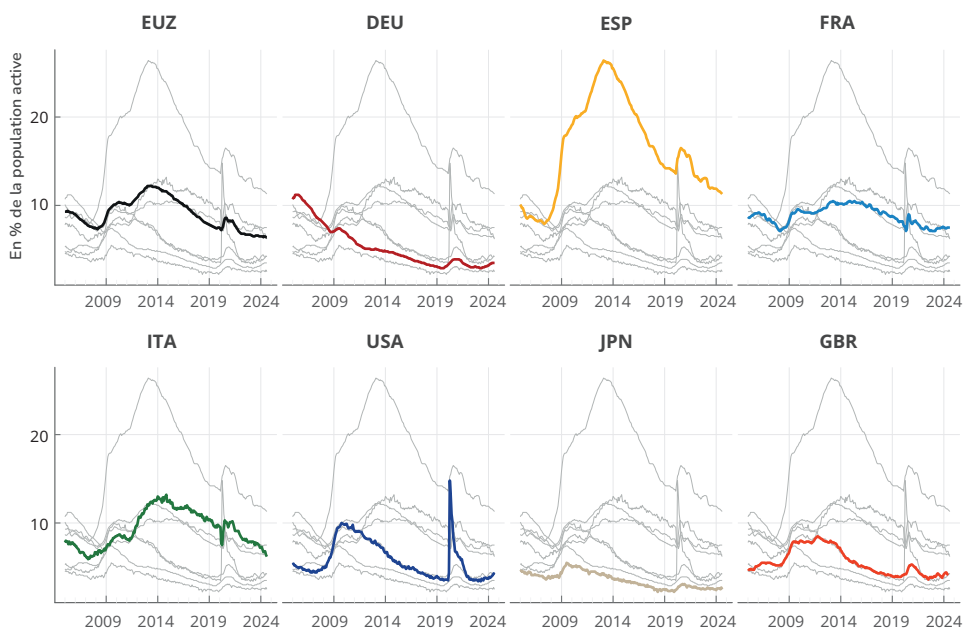
| Évolution en % | Population active (a) | Productivité par tête (b) | PIB (c) | Variation du taux de chômage (a + b - c) |
|--------------------|-----------------------|---------------------------|---------|--|
| Allemagne | 0,8 | -0,4 | 0,0 | 0,5 |
| France | 0,6 | 0,5 | 1,0 | 0,1 |
| Italie | 0,7 | -0,9 | 0,6 | -0,9 |
| Espagne | 1,6 | 1,1 | 3,1 | -0,4 |
| Zone euro | 0,9 | -0,3 | 0,6 | 0,0 |
| Royaume-Uni | -0,3 | 0,9 | 0,7 | -0,1 |
| États-Unis | 0,6 | 2,8 | 3,0 | 0,4 |
| Japon | 0,4 | -1,2 | -0,9 | 0,0 |

Comptabilités nationales, calculs OFCE.

Note : Il s'agit précisément de l'évolution sur un an entre le T2 2023 et T2 2024. L'évolution du taux de chômage est en point de population active. La variation du taux de chômage est approximée par la somme du taux de croissance de la population active et de la productivité par tête de laquelle est retranché le taux de croissance du PIB.

La stabilité du taux de chômage dans la zone euro masque néanmoins des dynamiques différentes entre les quatre plus grands pays : une baisse du taux de chômage en Espagne et en Italie, pour revenir vers les niveaux observés avant la crise financière de 2008 ; une légère augmentation depuis mi-2023 en France et en Allemagne. Le taux de chômage italien est désormais inférieur à celui français (graphique 3).

Graphique 3. Taux de chômage mensuel



Eurostat, ONS, calculs OFCE.

Dernier point connu : août 2024.

En Allemagne, un ralentissement des créations d'emplois a été observé depuis la mi-2023. C'est également le cas en France. Au contraire, en Espagne, les créations d'emplois sont restées dynamiques.

Au Royaume-Uni, le taux de chômage a été quasiment stable entre le deuxième trimestre 2023 et le deuxième trimestre 2024, mais il se situe sur une tendance faiblement haussière depuis mi-2022. Il reste faible, à 4,2 % au deuxième trimestre 2024. La croissance du PIB et la légère décreue de la population active ont compensé les gains de productivité.

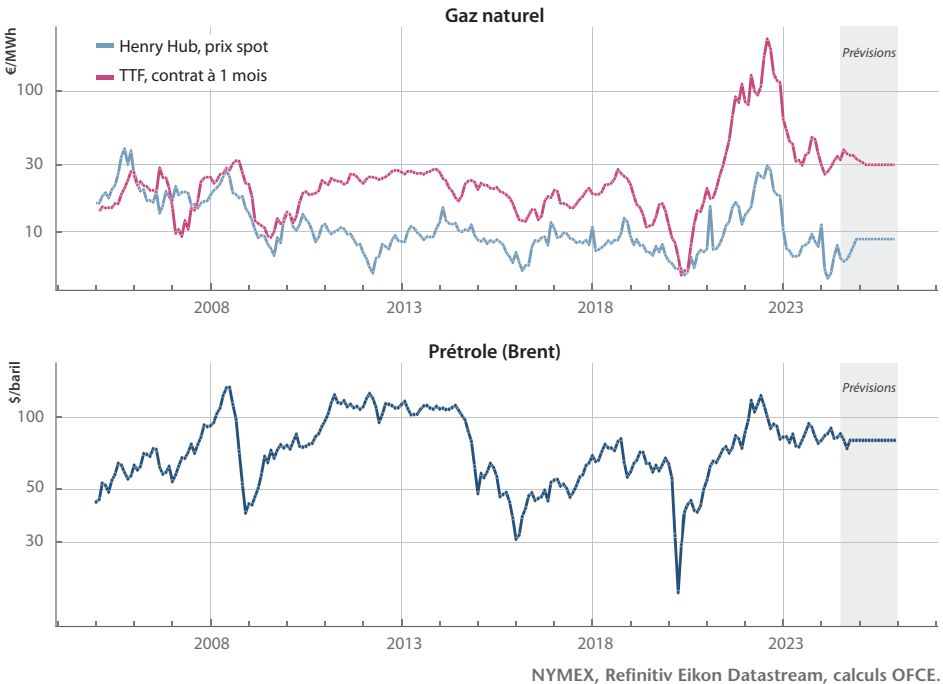
Au Japon, malgré une faible croissance, le taux de chômage est resté faible, dans un contexte de recul de la productivité par tête. Malgré la baisse de la population totale, la population active continue de croître grâce à l'augmentation du taux d'activité des femmes et des seniors.

La fin de la crise énergétique

Pétrole: un baril de Brent autour de 80 dollars

Alors que le prix du baril de Brent évoluait en moyenne mensuelle entre 80 et 90 dollars le baril depuis janvier 2024, les prix ont baissé en septembre 2024, passant même sous la barre des 70 dollars. Deux facteurs expliquent cette baisse : la crainte renouvelée d’une récession américaine et le recul de la demande chinoise, notamment lié à la crise immobilière. Ainsi, le recul de la consommation de pétrole en Chine atteint 5,9 % entre février et août 2024, alors que le pays représente 15 % de la consommation mondiale de pétrole brut. Ces facteurs de demande ont contribué à la baisse des cours et ont prévalu malgré trois facteurs conjoncturels haussiers : la poursuite du conflit à Gaza, la baisse des stocks de pétrole américains et les ruptures d’approvisionnement en Libye sur fond d’affrontement politique. À partir de fin septembre, en revanche, la crainte d’une riposte israélienne contre les installations pétrolières en Iran a provoqué une hausse des cours, portant le cours du baril de Brent à 80 dollars mi-octobre.

Graphique 4. Prix du pétrole et du gaz naturel



NYMEX, Refinitiv Eikon Datastream, calculs OFCE.

En l'absence d'escalade des tensions entre Israël et l'Iran (notre hypothèse centrale), nous inscrivons en prévision une stabilisation du prix du baril, autour de 80 dollars au dernier trimestre 2024 et en 2025 (graphique 4). Ainsi, le cours du Brent devrait retrouver le niveau moyen de la période 2010-2019.

Gaz naturel : l'écart Europe/États-Unis perdure

Sur le marché européen du gaz naturel (TTF), alors que les prix sur les contrats à terme avaient été divisés par 4,8 entre 2022 et le premier trimestre 2024, ils ont progressé entre février et septembre 2024, passant de 26 à 36 euros/MWh. Ainsi, les prix en septembre 2024 retrouvent les niveaux de septembre 2023. Cela s'explique par une relative stabilité de l'offre⁴ et une progression dynamique de la demande de gaz au premier semestre 2024 (+3 % en glissement annuel, un taux supérieur à la moyenne historique). Bien que cette croissance de la demande concerne à 60 % l'Asie (Chine et Inde notamment), la concurrence avec l'Europe pour les importations de GNL contribue à la hausse des cours.

En prévision, pour le deuxième semestre 2024, nous anticipons une légère baisse du prix du gaz en Europe, en raison de trois facteurs : une modération de la croissance de la demande de gaz, une accélération de l'offre de GNL avec l'entrée en service de nouvelles capacités de liquéfaction, et un remplissage record des stocks de gaz à 94 % fin septembre 2024. Pour l'année 2025, nous anticipons une faible croissance de l'offre de gaz naturel et une stagnation de la demande européenne. La demande extra-européenne devrait rester soutenue, ce qui limitera la quantité de gaz disponible pour l'Europe. En conséquence, le prix du gaz devrait se stabiliser autour de 30 euros/MWh en 2025. Le différentiel avec le prix Henry Hub du gaz américain perdurerait : en 2025, le prix au comptant du gaz américain serait toujours plus de trois fois plus faible que le prix sur le marché européen.

Les tensions inflationnistes reculent

Une baisse de l'inflation mais pas des prix

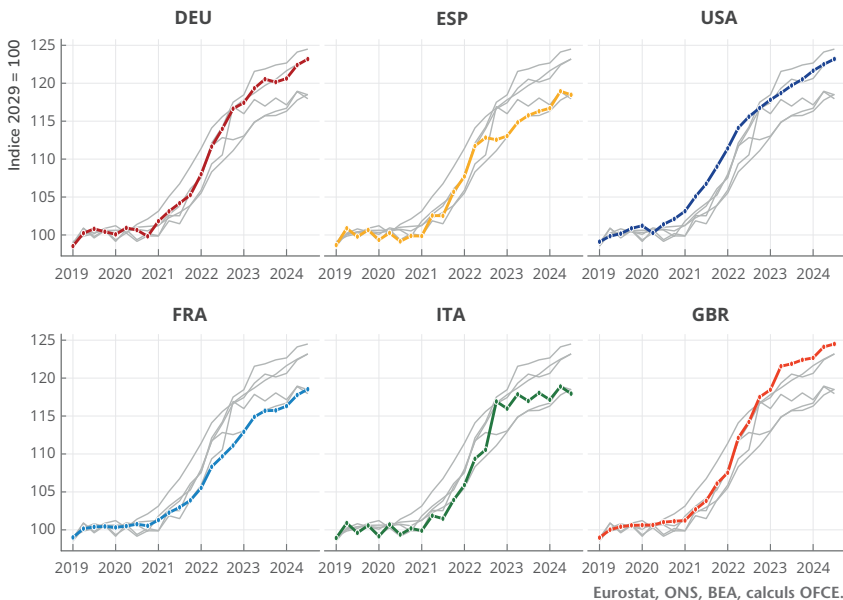
La reprise modérée de l'activité en zone euro au premier semestre 2024 s'accompagne de la poursuite du ralentissement des prix. Après

4. Notons que le commerce du GNL s'est pratiquement interrompu dans la mer Rouge depuis début 2024.

les pics atteints au cours de la deuxième moitié de l'année 2022, l'inflation a baissé dans tous les pays, grâce principalement au repli des prix de l'énergie en 2023. Le mouvement se poursuit en 2024, à un rythme nettement plus faible cependant. Au deuxième trimestre 2024, les quatre principaux pays de la zone enregistrent un rythme d'inflation de 3,6 % pour l'Espagne, 2,5 % pour la France, 2,6 % pour l'Allemagne et 0,9 % pour l'Italie⁵. Le Royaume-Uni et les États-Unis suivent la même trajectoire, avec une inflation de respectivement 2,1 % et 3,2 % sur un an au deuxième trimestre 2024. Le Japon, qui n'avait pas connu un pic aussi élevé qu'en Europe et qu'aux États-Unis, enregistre une inflation à 2,7 %.

Pour autant, si l'inflation tend à se rapprocher entre pays de la zone euro vers des rythmes proches de 2 %, l'inflation cumulée depuis la crise sanitaire de 2020 varie selon les pays (graphique 5). Deux groupes se distinguent. Le Royaume-Uni, les États-Unis et l'Allemagne

Graphique 5. Indice des prix à la consommation



Note : Indice des prix à la consommation (IPC) pour les États-Unis et IPC Harmonisé pour les pays de la zone euro et le Royaume-Uni.

Dernier point connu : T3 2024.

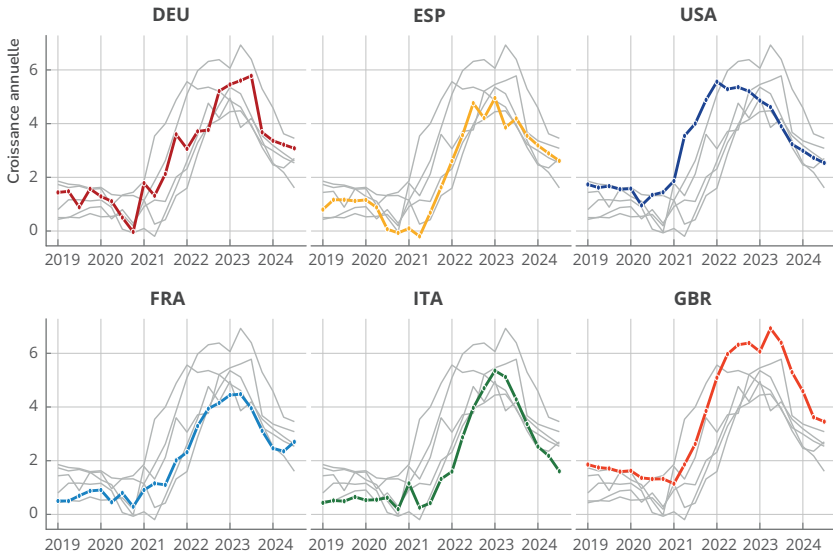
5. La baisse s'est poursuivie au troisième trimestre avec une inflation à 1,8 % en septembre dans la zone euro. Parmi les grands pays, c'est l'Italie qui a connu l'inflation la plus faible à 0,8 % suivie de la France (1,5 %), l'Espagne (1,7 %) et l'Allemagne (1,8 %).

sont les pays où au printemps 2024, le niveau des prix a le plus augmenté par rapport à 2019, entre 23 et 24 %. En France, en Italie et en Espagne, la hausse cumulée est moindre, de 18 %. Ces écarts s'expliquent principalement par deux facteurs. D'une part, l'exposition différenciée des pays aux chocs inflationnistes de 2021 et 2022, liés aux tensions sur les chaînes d'approvisionnement comme conséquences de la reprise mondiale post-Covid, puis à la forte hausse des prix du gaz qui a suivi l'invasion de l'Ukraine par la Russie et qui a particulièrement affecté les pays européens. D'autre part, la diffusion des chocs aux autres indices de prix (encadré 1), au-delà des réponses prises par les différents gouvernements.

L'ampleur plus ou moins forte et la nature (bouclier tarifaire *versus* aides directes aux ménages) des réponses des gouvernements pour lutter contre l'inflation et atténuer l'impact direct sur le pouvoir d'achat des ménages sont venues accompagner la détente de 2023 : bouclier tarifaire en France, mesures fiscales importantes en Italie, sortie du marché européen de l'énergie pour l'Espagne et plafonnement des prix du gaz... À la mi-2024, la contribution de l'énergie à l'inflation est nulle en zone euro et négative au Royaume-Uni. Elle remonte légèrement aux États-Unis avec une contribution de 0,2 point, ce qui reste néanmoins bien inférieur au pic du deuxième trimestre 2022 où elle s'élevait à 2,6 points.

Au-delà de ces facteurs d'offre qui ont alimenté les hausses de prix passées, l'inflation sous-jacente, tirée par la diffusion des hausses des prix de l'énergie sur les autres produits lors du processus de production, mais aussi par le renchérissement des coûts salariaux unitaires, s'est accélérée également entre 2020 et le premier semestre 2024, mais à un degré moindre que l'IPCH total (graphique 6). En cumulé sur la période, parmi les six pays ici suivis, on retrouve les deux pays anglo-saxons et l'Allemagne parmi les pays les plus inflationnistes (une hausse cumulée comprise entre 16 et 21 % au printemps 2024, contre 12 % dans les autres pays et 3 % au Japon). Sur un an, l'inflation sous-jacente recule dans tous les pays mais le mouvement dépend désormais surtout de la dynamique du marché du travail et de l'évolution des salaires. Au sein de la zone euro, elle reste autour de 3 % en Allemagne et en Espagne (qui connaît un bas taux de chômage et de fortes créations d'emplois) et légèrement supérieure à 2 % en France et en Italie.

Graphique 6. Inflation sous-jacente



Eurostat, ONS, BEA, calculs OFCE.

Note : Indice des prix à la consommation sous-jacent (hors produits volatils) pour les États-Unis et le Royaume-Uni et IPC Harmonisé sous-jacent (hors produits volatils) pour les pays de la zone euro.

Dernier point connu : T3 2024.

Encadré 1. Quelles différences d'inflation en zone euro ?

Le graphique 7 présente les contributions à la croissance des prix entre août 2019 et août 2024, en mobilisant les indices de prix harmonisés (IPCH) par produit fournis par Eurostat. Il met en évidence des disparités entre les pays étudiés, à savoir l'Allemagne, l'Espagne, la France et l'Italie, tout en illustrant les différents moteurs de l'inflation dans ces économies.

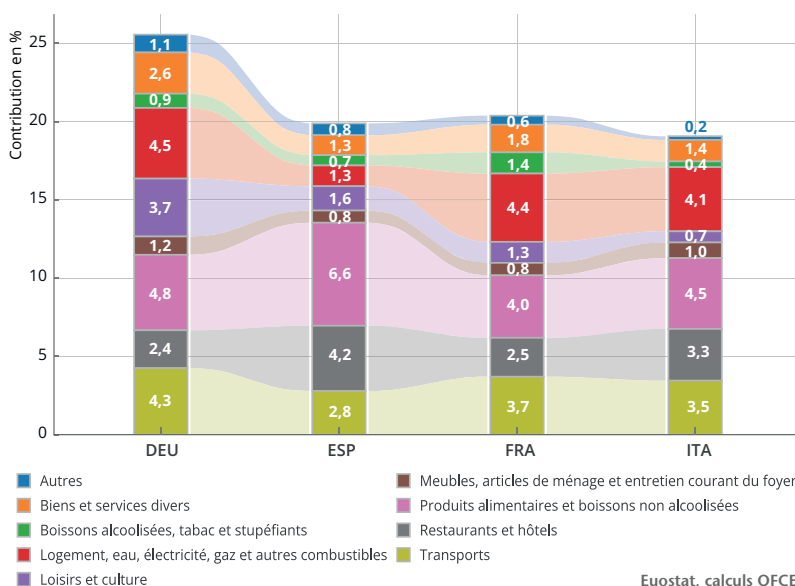
Au cours des cinq dernières années, l'Allemagne se distingue des autres grands pays de la zone euro par une inflation plus marquée. En août 2024, le niveau des prix y était 25 % plus élevé qu'en août 2019, soit 5 points de plus qu'en Espagne ou en France et 6 points de plus qu'en Italie. En Allemagne, les prix ont été largement soutenus par la croissance plus élevée des prix de l'énergie. Ainsi, la part importante du logement, de l'électricité et des combustibles dans la croissance des prix (notamment liée à l'utilisation des véhicules personnels et au chauffage) explique en grande partie l'inflation plus élevée.

En Espagne, la hausse des prix a été principalement soutenue par celle des produits alimentaires et des services liés à l'hôtellerie-restauration. A *contrario*, l'inflation énergétique y a été plus maîtrisée, grâce notamment aux mesures mises en place par le gouvernement.

La France présente une dynamique différente, avec une croissance des prix alimentaires moins prononcée que celle observée en Espagne, mais une contribution plus forte des transports, malgré l'application de boucliers tarifaires sur l'énergie. Par ailleurs, les prix des loyers ont augmenté de manière significative, contribuant à une inflation notable des dépenses en logement.

Enfin, l'Italie montre un profil inflationniste comparable à celui de la France. Si les produits alimentaires et les services liés au logement ont également joué un rôle important, on note que les hausses des prix dans les secteurs de l'énergie et des transports y sont comparables, bien qu'un peu moins marquées.

Graphique 7. Contributions à la croissance des prix d'août 2019 à août 2024



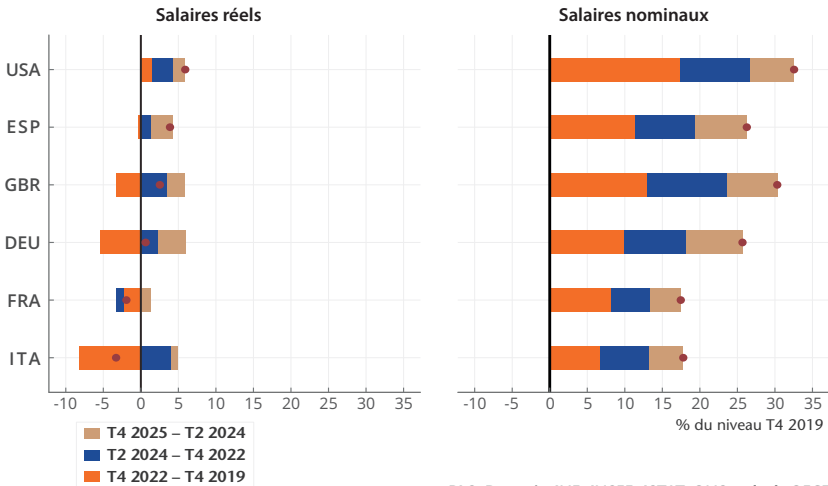
Des gains de salaires réels après les chocs inflationnistes

Les tensions sur les chaînes d'approvisionnement ainsi que la hausse des prix de l'énergie à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie ont produit un choc inflationniste qui a donné lieu à une baisse des salaires en termes réels⁶, malgré des salaires nominaux dynamiques (graphique 8). La hausse des salaires réels amorcée en 2023 devrait se poursuivre en prévision, sous l'effet de nouvelles hausses de salaires et

6. Déflatés des indices de prix à la consommation (IPC Harmonisés pour les pays de la zone euro).

d'une baisse de l'inflation. En Italie, et dans une moindre mesure en France, les salaires réels moyens resteraient cependant inférieurs à leurs niveaux de fin 2019. Sur la sous-période 2020-2022, malgré une inflation élevée, la moindre exposition de l'économie américaine au choc énergétique a permis une hausse des salaires réels, contrastant avec les baisses observées en Europe.

Graphique 8. Évolution des salaires nominaux et réels depuis 2019



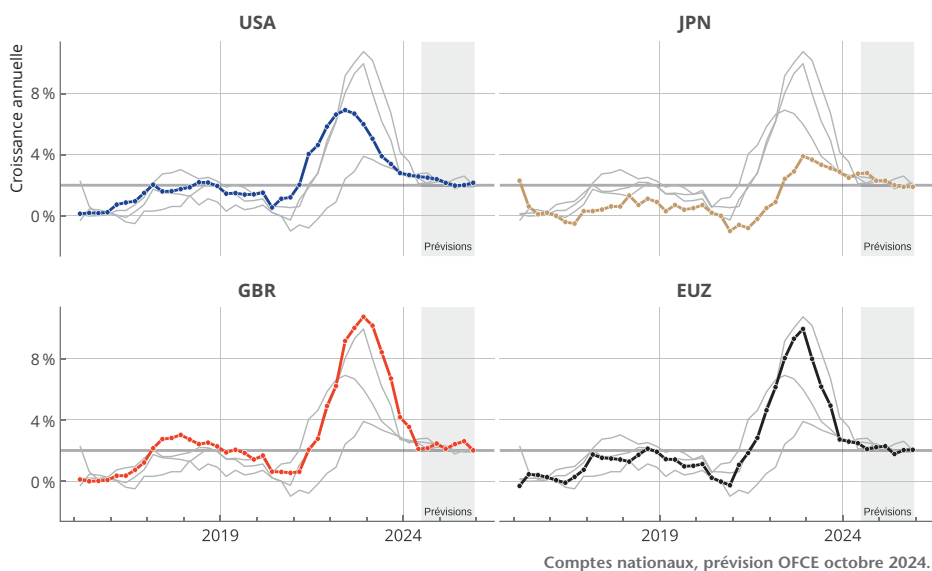
BLS, Destatis, INE, INSEE, ISTAT, ONS, calculs OFCE.

Politique monétaire : assouplissement accéléré

Étant donné nos hypothèses sur les prix de l'énergie, la croissance modérée en Europe et l'atterrissage en douceur de l'économie américaine, la convergence de l'inflation vers la cible de 2 % se poursuivrait (graphique 9). Alors que la BCE a déjà baissé ses taux d'1/4 de point à deux reprises en juin et en septembre 2024, la Réserve fédérale s'est d'abord montrée plus prudente en raison d'une inflation plus élevée avant d'amorcer un cycle d'assouplissement avec une baisse de 0,5 point lors de la réunion du 18 septembre dernier. La remontée du taux de chômage depuis un an a suscité les craintes d'un ralentissement de l'économie américaine. Celui-ci se matérialiserait effectivement en fin d'année 2024 et début 2025 mais serait modéré puisque l'écart de croissance resterait positif tout au long de l'année. La baisse de l'inflation justifierait néanmoins celle des taux à raison d'une baisse d'1/4 de point par trimestre, ce qui porterait la cible de taux des fonds fédéraux

à 3,75 % en fin d'année 2025. L'écart de taux serait maintenu avec celui de la BCE puisque nous anticipons un taux des facilités de dépôts à 2,25 % en fin d'année 2025. Après avoir baissé son taux directeur de 0,25 point en août, la Banque d'Angleterre déciderait de nouvelles baisses qui porteraient le taux de base de 5 % aujourd'hui à 4 % à la fin 2025. Enfin, la Banque du Japon irait à contre-courant de ce mouvement. En juillet 2024, elle a annoncé une deuxième hausse des taux après être sortie de sa politique de taux négatif en mars. La perspective d'une inflation qui se maintiendrait cette fois-ci proche de la cible de 2 %, dans un contexte d'une augmentation plus nette des salaires, permettrait la poursuite de la normalisation de la politique monétaire japonaise avec une anticipation de deux hausses en 2025, ce qui porterait le taux directeur à 0,75 %.

Graphique 9. Convergence des taux d'inflation vers 2 %



Finances publiques: le temps des consolidations budgétaires

Les chocs successifs de la pandémie puis des hausses de prix énergétiques, ainsi que les mesures de soutien mises en œuvre par les gouvernements, ont donné lieu à une augmentation des déficits et des niveaux de dette publique entre 2020 et 2023 (graphique 10 et graphique 11). Cette trajectoire commune recoupe néanmoins des

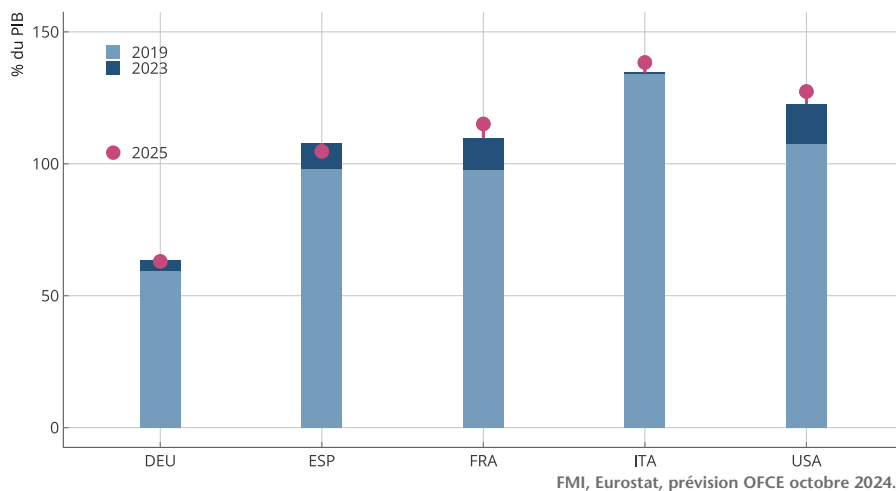
situations nationales différentes : notamment, les États-Unis ont affiché le déficit le plus élevé en 2023 bien que n'ayant pas été affectés par la hausse des prix du gaz comme l'ont été les économies européennes. Au sein de la zone euro, les mesures de soutien maintenues en 2023 auraient eu des impacts comparables sur les soldes publics, et n'expliquent donc pas l'existence de déficits plus élevés en France et en Italie. Malgré des déficits importants, le niveau de dette publique italienne en 2023 était presque égal à celui d'avant-crise, en raison de la croissance du PIB nominal et du traitement comptable du Superbonus⁷.

Sur la période 2023-2025, les principales économies développées devraient connaître une amélioration de leurs soldes publics. Cette évolution est en partie une réaction à la stabilisation des prix de l'énergie, qui amène les gouvernements européens à mettre fin à leurs mesures de soutien dès 2024. Contrairement aux autres économies majeures de la zone euro, la France verrait son déficit augmenter en 2024 (de 5,5 % en 2023 à 6,1 % en 2024) ; les États-Unis connaîtraient également une dégradation du solde public (7,8 % à 8,3 %), sous l'effet d'une impulsion budgétaire positive. Les principales économies européennes mèneraient des politiques d'ajustement budgétaire structurel en 2025 : 0,5 % du PIB en Italie, 0,7 % en Allemagne et 1,6 % (dont 0,5 % de mesures énergie) en France⁸. En Espagne, toutefois, la croissance de l'activité permettrait une amélioration du solde ainsi qu'une réduction de l'endettement public, bien qu'aucun effort structurel ne soit intégré au scénario de prévision. L'amélioration du solde public américain anticipée pour 2025 (6,8 %) serait également le résultat du dynamisme des recettes et de l'activité, l'impulsion budgétaire prévue étant nulle.

7. Adopté en 2020 comme mesure de relance, le Superbonus consistait initialement en un crédit d'impôt de 110 % pour des rénovations de bâtiments à des fins d'efficacité énergétique. Le coût total du dispositif depuis 2020 serait de 123 milliards d'euros (5,8 % du PIB 2023), contre une estimation ex ante par le gouvernement italien de 36,5 milliards. D'un point de vue comptable, les crédits d'impôts du Superbonus sont considérés payables, donc comme des dépenses intégralement attribuées à l'année de l'ouverture des droits, avec un effet immédiat sur le solde public ; cependant, leur utilisation étant progressive, leur impact sur la dette publique sera étalé sur les prochaines années.

8. Rappelons que la suspension des règles budgétaires du Pacte de stabilité, décidée pour permettre aux États de répondre aux crises pandémiques puis énergétiques, se termine en 2024, au moment où les réformes apportées à ces règles entrent en vigueur : la France et l'Italie en particulier sont concernées par des procédures de déficit excessif.

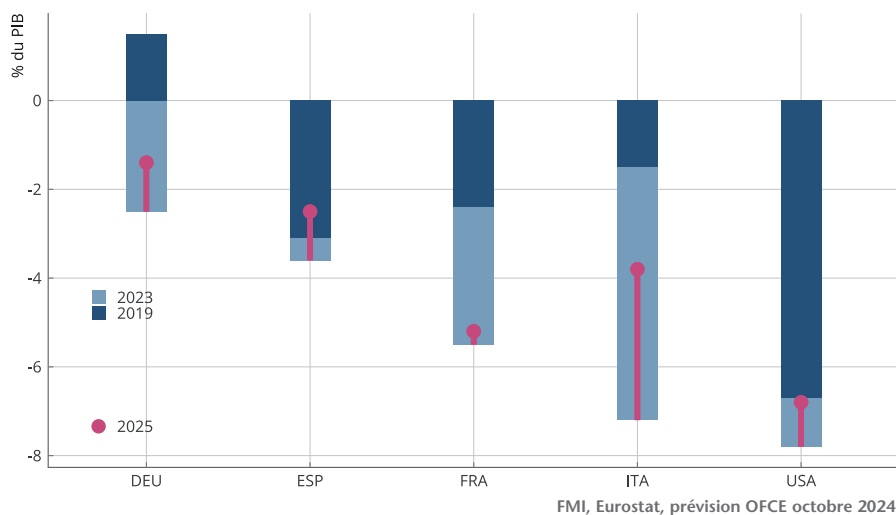
Graphique 10. Dettes publiques en zone euro et aux États-Unis depuis 2019



Lecture : La dette publique espagnole était de 98,2 % du PIB en 2019 et de 107,7 % en 2023. Selon les prévisions de l'OFCE, elle diminuerait de 3 points de pourcentage pour atteindre 104,7 % en 2025.

Pour les pays européens : dette publique au sens de Maastricht.

Graphique 11. Évolution des soldes publics en zone euro et aux États-Unis depuis 2019



Lecture : Le solde public allemand était de 1,5 % du PIB en 2019 et de -2,5 % en 2023. Il atteindrait -1,4 % en 2025 selon les prévisions de l'OFCE.

La croissance change de moteur

Après une croissance mondiale de 3,3 % en 2023, l'activité ralentirait à 3,1 % en 2024 puis 3,0 en 2025 en raison de la croissance plus faible aux États-Unis et en Chine (tableau 2). L'activité serait plus soutenue en Europe avec une croissance qui passerait de 0,5 % en 2023 à 1,2 % en 2025, mais la sortie de la stagnation ne permettrait pour autant pas d'insuffler une dynamique à l'échelle mondiale. En effet, la consommation ne parviendrait pas vraiment à sortir de sa léthargie. Malgré la progression des salaires réels, la contribution de l'emploi à la masse salariale s'atténuerait. Par ailleurs, les taux d'épargne se maintiendraient généralement au-dessus de leur moyenne observée avant la crise, bridant la consommation des ménages européens.

Allemagne

L'Allemagne peinerait toujours à retrouver le sentier de croissance observé avant la crise sanitaire. Les indicateurs avancés suggèrent un recul du PIB de 0,1 % au troisième trimestre 2024, suivi d'une reprise timide (+0,2 %) au quatrième trimestre. La croissance du PIB serait nulle en 2024. Les salaires réels progresseraient, mais compte tenu de la conjoncture, le marché du travail, qui avait bien résisté notamment grâce à la baisse du temps de travail et à la modération salariale, devrait fortement se dégrader entre mi-2024 et fin 2025 avec une destruction de 170 000 emplois. Cela atténuerait le soutien au revenu disponible permis par la progression des salaires (encadré 2). La consommation des ménages serait cependant soutenue par la baisse du taux d'épargne, ce qui porterait la croissance du PIB à 0,8 % en 2025. En revanche, les pertes de compétitivité des entreprises allemandes freineraient les exportations du secteur manufacturier tourné vers l'exportation, ce qui se traduirait par une contribution négative du commerce extérieur à la croissance. L'autre point noir reste l'investissement privé, qui stagnerait en 2025, notamment sous l'effet d'une politique budgétaire toujours restrictive.

Italie

La dynamique serait plus favorable dans les pays du sud de l'Europe. Ainsi, la croissance italienne se maintiendrait au rythme trimestriel de 0,2 % en fin d'année 2024 et au cours du premier semestre 2025. Sous l'effet de la forte désinflation énergétique observée en début d'année,

l'inflation baisserait nettement sur l'ensemble de l'année (1,1 % contre 5,9 % en 2023) tandis que les salaires nominaux poursuivraient leur augmentation, stimulant le pouvoir d'achat des ménages. L'investissement stagnerait, l'accumulation d'équipements productifs compensant le repli de la construction, la fin du Superbonus étant partiellement compensée par la mise en œuvre des chantiers prévus dans le cadre du volet italien du plan de relance européen. La seconde moitié de l'année 2025 verrait une légère accélération du PIB sous l'impulsion du commerce extérieur, l'évolution relativement modérée des salaires italiens – en comparaison aux autres économies européennes (graphique 8) – permettant des gains de parts de marché. La progression de la consommation des ménages se maintiendrait grâce à une légère baisse du taux d'épargne effaçant une partie de l'augmentation observée depuis le second semestre 2023 (de 7,2 % au troisième trimestre 2023 à 10,2 % au deuxième trimestre 2024).

Encadré 2. Passage de relais des soutiens au revenu des ménages

Quatre ans après la crise sanitaire, le revenu des ménages en termes réels n'a pas évolué de concert dans les quatre principaux pays européens. En 2023, il est quasiment au même niveau qu'avant-crise en Allemagne, en Espagne, et en Italie. En France, le revenu des ménages a progressé de plus de 12,5 % par rapport à l'avant-crise (graphique 12a). Les transferts sociaux et autres ont contribué positivement, en moyenne de 7 points, sur la dynamique du revenu des ménages, l'excédent brut d'exploitation négativement à hauteur de 2,5 points en moyenne.

La décomposition du facteur travail fait apparaître un soutien positif du niveau d'emploi au revenu des ménages, en particulier en France où sa dynamique (+6,1 % en moyenne annuelle entre 2019 et 2023) a contribué pour près de trois quarts à la hausse du revenu⁹. C'est également le cas en Allemagne et en Italie, à un degré moindre, l'emploi contribuant entre 2,5 % et 3,5 %. Dans ces trois pays, les salaires réels ont pesé sur la dynamique du revenu disponible brut (RDB), il n'y a qu'en France que l'emploi a surcompensé la baisse du salaire réel.

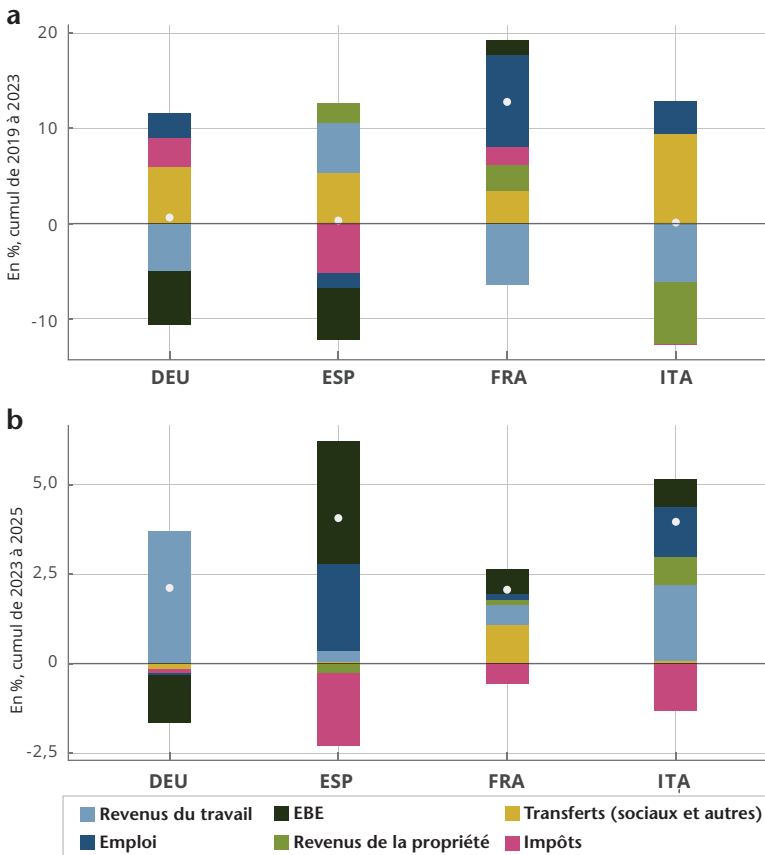
En Espagne, le constat est tout autre, les salaires réels ont progressé plus rapidement que le revenu, plombé par les transferts sociaux et autres ainsi que par les impôts sur le revenu. L'emploi salarié, quant à lui, ne s'est pas totalement remis de la crise Covid, il était encore 2,2 points en deçà de son niveau de 2019.

9. On rappelle ici que pour tous les pays hors France, les revenus du travail concernent les salariés alors que pour la France, ils incluent également les revenus du travail des entrepreneurs individuels.

Entre 2023 et 2025, ce sont les salaires réels qui viennent se substituer à l'emploi pour soutenir le revenu des ménages. En Allemagne, l'augmentation du RDB ne tient qu'à la progression des salaires réels. En France et en Italie, les salaires réels prennent le pas sur l'emploi également mais de façon moins importante puisque d'autres facteurs accompagnent la hausse du revenu des ménages : l'excédent brut d'exploitation, et respectivement les transferts sociaux en France et les revenus de la propriété également pour l'Italie.

Graphique 12. Évolution et contributions des composantes du revenu disponible brut réel entre 2019 et 2025

Sur les périodes (a) 2019-2023 et (b) 2023-2025



Note : Contrairement aux autres pays, les contributions de l'emploi et des revenus du travail pour la France ne concernent pas uniquement les salariés mais également les entreprises individuelles.

Espagne

En Espagne, la dynamique resterait encore très favorable à court terme avec une croissance à 2,9 % en moyenne sur l'année 2024. L'activité ralentirait ensuite et atteindrait 2,2 % en 2025. La demande intérieure soutenue en particulier par le raffermissement de l'investissement (aidé notamment par l'arrivée auprès des entreprises des fonds européens) et la consommation viendraient prendre le relais du commerce extérieur dans les soutiens à la croissance. Un besoin plus pressant en biens importés à cette phase du cycle, combiné à une perte de compétitivité sur les marchés extérieurs, conduirait à une contribution négative du commerce extérieur. En 2024, l'écart de production est redevenu positif et les tensions inflationnistes sont un peu plus marquées qu'ailleurs. En 2025, le taux de chômage resterait stable, proche de 11 %.

Royaume-Uni

Au Royaume-Uni, les indicateurs conjoncturels de très court terme suggèrent un ralentissement au troisième trimestre avec une croissance à 0,2 %, ce qui porterait la croissance annuelle à 0,9 % contre 0,3 % en 2023, puis elle atteindrait 1,2 % en 2025. La consommation des ménages progresserait de 0,7 % et 1,4 % respectivement en 2024 et 2025. Le ralentissement de l'inflation, plus rapide que celui des salaires, redonnerait du pouvoir d'achat aux ménages, qui serait néanmoins largement réduit par les faibles créations d'emplois en 2025 sous l'hypothèse de gains de productivité proches de leur rythme tendanciel d'avant la crise Covid. Dans ces conditions, le taux de chômage passerait de 4,2 % au deuxième trimestre 2024 à 4,9 % au quatrième trimestre 2025, ce qui freinerait la hausse de la consommation des ménages d'autant que le taux d'épargne se maintiendrait au-dessus de sa moyenne des dix années précédant le début de la crise Covid. Les exportations, principalement celles de marchandises, resteraient un point faible de l'économie qui continue à perdre des parts de marché, du fait de la poursuite de pertes de compétitivité-prix. La baisse des taux d'intérêt, amorcée en août dernier par la Banque d'Angleterre, favoriserait une reprise de l'investissement en logement des ménages ainsi que de l'investissement des entreprises. Une inconnue majeure tient cependant à l'orientation de la politique budgétaire qui sera menée par le gouvernement travailliste, sorti vainqueur des élections de juillet 2024, puisque le Premier ministre, Keir Starmer, a annoncé

qu'il faudra s'attendre à des mesures douloureuses, lors de la présentation du budget, qui aura lieu le 30 octobre.

États-Unis

Outre-Atlantique, la consommation des ménages, principal moteur de l'activité ces trois dernières années, ralentirait à partir du quatrième trimestre 2024 en lien avec une croissance plus faible du revenu disponible réel. Les salaires réels marqueraient le pas après une forte progression au premier semestre 2024. Les créations d'emplois qui avaient stagné en début d'année ne repartiraient plus nettement à la hausse qu'à partir du second semestre 2025. Malgré la baisse des taux d'intérêt, le rebond de l'investissement résidentiel serait timide et ne compenserait pas le ralentissement plus net de l'investissement productif. Ce ralentissement de la demande se répercuterait sur les importations, si bien que la contribution du commerce extérieur, encore négative au deuxième semestre 2024, deviendrait neutre en 2025. Il en résulterait un atterrissage en douceur de l'économie américaine dont la croissance, de 1,6 % en 2025, passerait sous son rythme potentiel.

Japon

Au Japon, la croissance serait soutenue par la poursuite de la reprise de la consommation des ménages, avec la diffusion de l'impact des négociations salariales du printemps 2024 sur les salaires effectifs. L'inflation baisserait à partir du quatrième trimestre, en lien notamment avec la légère appréciation du yen. Après les scandales automobiles qui ont fait baisser la production industrielle au premier semestre 2024, cette dernière a commencé à remonter et ce mouvement se poursuivrait. La croissance serait toutefois faible en 2024 (0 %) en raison de l'effet d'acquis du premier trimestre. Elle repartirait à la hausse en 2025 pour atteindre 1,2 %.

Chine et Asie

En 2024, la croissance chinoise n'atteindrait pas la cible de 5 % fixée par le gouvernement : elle serait de 4,7 % puis de 4,4 % en 2025. La croissance resterait tirée par les exportations, avec une contribution du commerce extérieur de 0,9 point cette année et de 0,5 point l'an prochain. La consommation progresserait de 4,3 % par an, l'investissement accélérerait de 3,3 % à 3,9 %. Le gouvernement a indiqué qu'il prendrait des mesures budgétaires de soutien à l'activité (non détaillées

à ce jour). Ce scénario de prévision ne retient pas la mise en place de mesures protectionnistes supplémentaires, qui constitue un risque à la baisse pour la croissance chinoise, notamment en cas de victoire de Donald Trump à l'élection présidentielle américaine de novembre.

Dans son ensemble, la croissance des économies émergentes baisserait légèrement en 2024 : 4,1 % contre 4,3 % en 2023. Cette baisse est largement liée au ralentissement chinois. La croissance résisterait dans les autres pays émergents de l'Asie, et notamment en Inde, même si ce dynamisme sera insuffisant pour prendre le relais de la croissance du géant chinois. L'Amérique latine, elle, souffrirait d'un environnement financier contraignant.

Tableau 2. Croissance du PIB mondial

| Évolution en % | 2023 | 2024 | 2025 |
|---|------|------|------|
| Allemagne | -0,1 | 0,0 | 0,8 |
| France | 1,1 | 1,1 | 0,8 |
| Italie | 0,7 | 0,6 | 0,8 |
| Espagne | 2,7 | 2,9 | 2,2 |
| Zone euro | 0,5 | 0,7 | 1,2 |
| Royaume-Uni | 0,3 | 0,9 | 1,2 |
| États-Unis | 2,9 | 2,5 | 1,6 |
| Japon | 1,7 | 0,0 | 1,2 |
| Pays industrialisés | 1,6 | 1,5 | 1,5 |
| Chine | 5,2 | 4,7 | 4,4 |
| Pays émergents et en développement | 4,3 | 4,1 | 4,0 |
| Monde | 3,3 | 3,1 | 3,0 |

FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévisions OFCE octobre 2024.

Pondération selon le PIB et les PPA de 2019 estimés par le FMI.

ANNEXE. Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et prix des matières premières

| | 2024 | | | | 2025 | | | | 2023 | 2024 | 2025 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | | | |
| Taux de change | | | | | | | | | | | |
| 1 €=...dollar | 1,08 | 1,07 | 1,10 | 1,12 | 1,15 | 1,15 | 1,16 | 1,17 | 1,08 | 1,09 | 1,16 |
| 1 \$=...yen | 151,6 | 161,4 | 146,2 | 145,0 | 140,0 | 140,0 | 140,0 | 140,0 | 142,1 | 151,1 | 140,0 |
| 1 £=...euros | 1,17 | 1,18 | 1,20 | 1,18 | 1,16 | 1,15 | 1,15 | 1,15 | 1,15 | 1,18 | 1,15 |
| Taux d'intérêt directeur des banques centrales* | | | | | | | | | | | |
| USA | 5,50 | 5,00 | 5,00 | 4,75 | 4,50 | 4,25 | 4,00 | 3,75 | 5,44 | 5,06 | 4,12 |
| JPN | 0,10 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,75 | -0,05 | 0,21 | 0,56 |
| EUZ | 4,00 | 3,75 | 3,50 | 3,25 | 3,00 | 2,75 | 2,50 | 2,25 | 3,62 | 3,62 | 2,62 |
| GBR | 5,25 | 5,00 | 5,00 | 4,75 | 4,75 | 4,50 | 4,25 | 4,00 | 5,19 | 5,00 | 4,38 |
| Matières premières | | | | | | | | | | | |
| Prix du pétrole Brent, en \$* | 82,9 | 84,6 | 79,0 | 78,0 | 80,0 | 80,0 | 80,0 | 80,0 | 82,5 | 81,1 | 80,0 |
| Prix du pétrole Brent, en € | 77,0 | 78,8 | 71,6 | 69,6 | 69,6 | 69,6 | 69,0 | 68,4 | 76,4 | 74,3 | 69,1 |

Prévision OFCE octobre 2024.

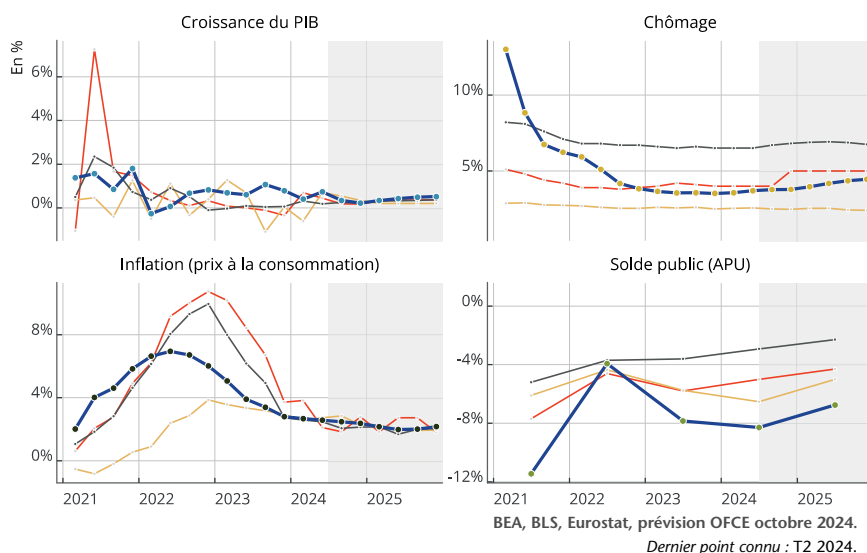
* Moyenne sur la fin de période.

Taux de change et pétrole : relevé des cotations quotidiennes.

États-Unis : croissance endettée¹

Sur l'ensemble de l'année 2023, la croissance a atteint 2,9 % après 2,5 % en 2022. Dans le même temps, l'inflation a nettement reflué, passant de 5,4 % en décembre 2022 à 2,6 % un an plus tard. Peut-on en déduire que la Réserve fédérale a réussi son pari de ramener progressivement l'inflation vers sa cible sans provoquer de récession ? La dynamique de l'inflation fut en partie liée à celle des prix de l'énergie et aux contraintes d'approvisionnement et ce sont ces mêmes facteurs qui expliquent aussi la baisse. Par ailleurs, la politique budgétaire a contribué à soutenir l'activité en 2023, compensant donc les effets négatifs du resserrement monétaire. En 2025, l'inflation poursuivrait sa convergence vers la cible de la Réserve fédérale, si bien que les taux devraient continuer de baisser. Pour autant, les effets des hausses de taux passées pèseraient encore sur l'activité en 2024. En 2025, l'orientation de la politique budgétaire dépendra du scrutin de novembre. Mais quelle que soit l'issue du scrutin, aucun candidat ne

Graphique 1. USA, principaux indicateurs économiques



1. Ce texte est rédigé par Christophe Blot, Département analyse et prévision.

prévoit de mesures de réduction des déficits. La croissance serait cependant moins forte (1,6 %) sous l'hypothèse d'une impulsion neutre, ce qui aura aussi pour conséquence la poursuite de l'augmentation de la dette publique.

La croissance ne s'essouffle pas

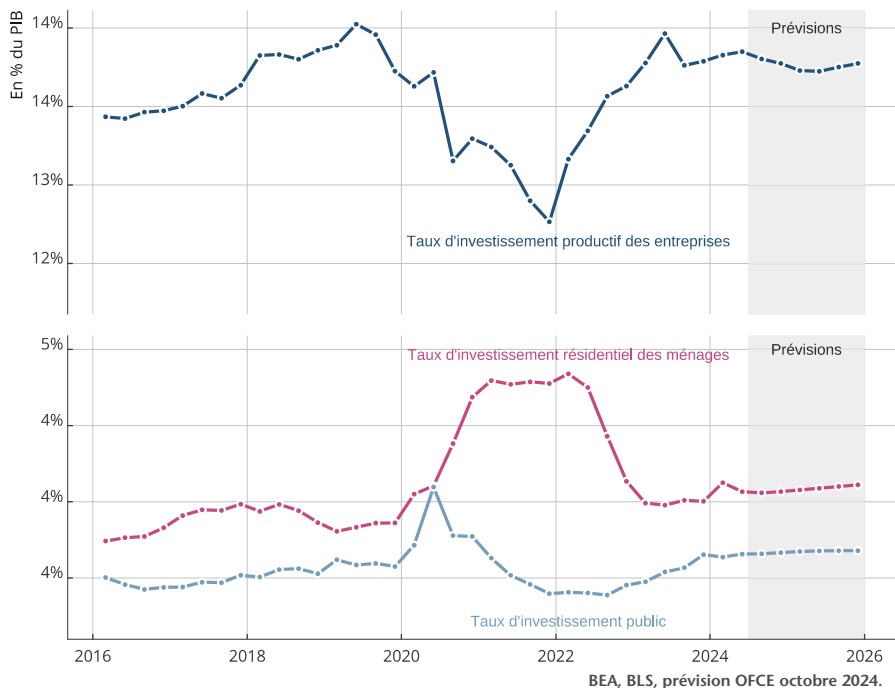
Contrairement aux pays européens, les États-Unis ont été plutôt épargnés par la crise énergétique en 2022, notamment parce qu'ils ont été peu touchés par l'augmentation du prix du gaz². Ainsi, les ménages américains ont maintenu leurs dépenses de consommation grâce à une dynamique des salaires relativement favorable et en continuant à puiser dans l'épargne accumulée en 2020 et 2021.

Soutien par la demande privée et publique

Aux premier et deuxième trimestres, la croissance s'est maintenue sur un rythme similaire à celui observé en 2023. La progression du PIB de respectivement 0,4 et 0,7 % porte l'acquis de croissance pour l'année 2024 à 2,4 %. L'activité est toujours soutenue par la demande intérieure privée et publique. Au premier semestre, le revenu disponible nominale des ménages a nettement augmenté. Malgré les faibles créations d'emploi, la masse salariale progresse en lien avec l'évolution du salaire nominal par tête de 3,3 % au cours du semestre. Dans un contexte de recul de l'inflation, le pouvoir d'achat des ménages s'est amélioré de 2,0 % sur le semestre si bien que malgré une hausse de 0,7 point du taux d'épargne entre fin 2023 et mi-2024, la consommation des ménages a néanmoins augmenté de 1,3 % sur le premier semestre. Le taux d'investissement productif privé se maintient sur un plateau autour de 14 % du PIB en valeur depuis début 2023, retrouvant le niveau atteint avant la pandémie, et contribue également positivement à la croissance pour 0,2 et 0,1 point respectivement lors des deux premiers trimestres (graphique 2). Depuis début 2023, l'investissement non résidentiel privé a progressé de 1,8 % en moyenne par trimestre. Le CHIPS Act voté fin 2022 a permis de stimuler via des subventions et des crédits d'impôts les dépenses de recherche et la construction ou l'extension d'usines pour la fabrication de semi-conducteurs. Côté ménages, le fort rebond de l'investissement dans le logement observé depuis le deuxième trimestre 2023 a marqué un coup d'arrêt au deuxième trimestre avec un recul de 0,7 %.

2. De plus, comme les États-Unis sont également producteurs de pétrole et de gaz, les hausses de prix génèrent des revenus venus de l'extérieur.

Graphique 2. Taux d'investissement



Au-delà des transferts ou des réductions d'impôts qui ont soutenu le revenu des ménages en 2020-2021 et en 2023, la politique budgétaire américaine s'est également traduite par une hausse des dépenses de consommation et d'investissement. Alors qu'elles augmentaient de 0,1 % en moyenne trimestrielle sur la période 2011-2019, elles ont progressé de 0,4 % depuis 2020 avec notamment un rebond de l'investissement public qui passe de 0,1 % en moyenne sur la période pré-Covid à 0,7 % après 2020 contre 0,1 %. Depuis début 2023, l'augmentation des dépenses publiques est notamment marquée pour l'investissement des États et collectivités locales. Au deuxième trimestre 2024, se sont également les dépenses d'investissement militaire qui ont le plus fortement augmenté. Pour autant, le taux d'investissement public – 3,7 % au deuxième trimestre – reste inférieur à son niveau moyen de 4,1 % observé entre 2001 et 2011.

Corollaire de cette forte demande intérieure, la contribution du commerce extérieur à la croissance a été négative : respectivement -0,2 et -0,3 point lors des deux premiers trimestres. Le taux de

pénétration – défini comme le ratio des importations de biens et services sur la demande intérieure hors stocks – a augmenté de 0,3 point en 6 mois et les exportations ont progressé moins vite que la demande mondiale, qui était de surcroît peu dynamique.

Marché du travail : une hausse inattendue du chômage

Malgré le dynamisme de l'activité, le taux de chômage a augmenté de 0,8 point entre juillet 2023 et juillet 2024, ce qui pourrait confirmer le signal envoyé par la pente de la courbe des taux depuis le début du cycle de resserrement de la politique monétaire³. En effet, selon une analyse menée par Claudia Sahm (2019)⁴, une hausse de la moyenne mobile sur trois mois du taux de chômage de plus de 0,5 point par rapport au niveau minimum observé au cours des douze derniers mois coïncide avec le début des phases de récession. Ce seuil a été franchi au mois de juillet 2023. Ces signaux doivent cependant être interprétés avec prudence dans la mesure où il s'agit plus de régularités statistiques que d'une causalité. La hausse récente du taux de chômage ne traduit de fait pas une dégradation de l'activité économique puisque la croissance s'est élevée à 0,8 % en moyenne trimestrielle depuis mi-2023, soit un niveau plus haut que le taux de croissance du potentiel estimé par le CBO (Congressional Budget Office), qui s'élève à 0,5 %. La décomposition de l'activité montre que les créations d'emploi n'ont pas été au rendez-vous et donc que la croissance du PIB est liée à celle de la productivité. Par ailleurs, la population active a augmenté de 0,8 % en glissement annuel entre juillet 2023 et juillet 2024 contre 1,9 % sur les douze mois précédents. Notons enfin que le taux de chômage a baissé ensuite, revenant à 4,1 % de la population active en septembre.

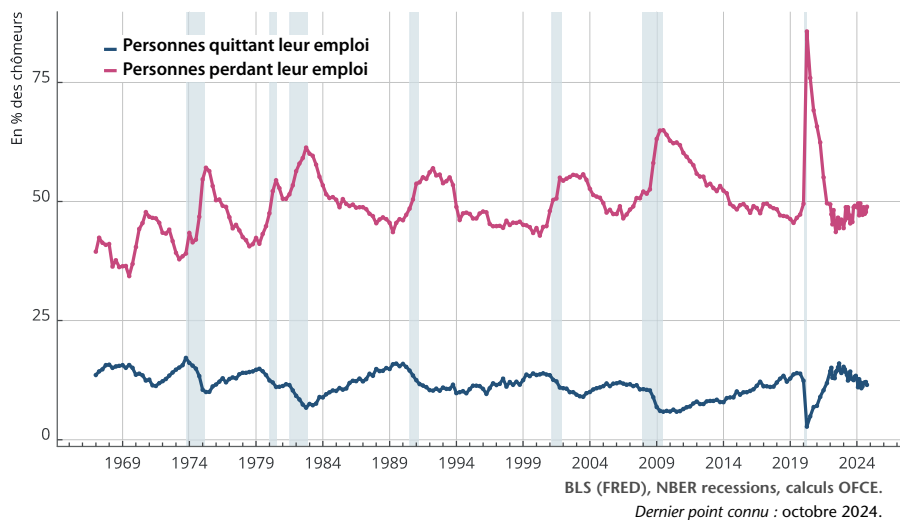
Pour autant, après un pic de tensions sur le marché du travail en fin d'année 2021 et en début d'année 2022, on observe une réduction des offres d'emploi ainsi que des démissions qui sont passées d'un pic à 3,3 % de l'emploi à 2,3 %. De fait, les sorties du marché du travail liées à des licenciements ou des fins de contrat ont effectivement augmenté

3. De nombreux travaux ont en effet montré que l'inversion de la pente de la courbe des taux représentée par l'écart entre le taux public à 10 ans et le taux public à 3 mois (ou à 2 ans) est un indicateur avancé (à 12 mois) de récession aux États-Unis. Pour une analyse plus détaillée, voir Blot C. et É. Heyer, 2019, « *L'inversion de la courbe des taux est-elle toujours suivie d'un ralentissement économique* », *Revue de l'OFCE*, n° 162, pp. 245-273.

4. Voir Sahm C., 2019, « *Direct stimulus payments to individuals?* », in : H. Boushey, R. Nunn et J. Shambaugh (eds), *Recession ready: Fiscal policies to stabilize the American economy*, Washington (D.C.), Brookings, pp. 67-92.

tandis que les démissions ont baissé (graphique 3). En juillet 2024, le ratio du nombre de chômeurs sur emplois vacants retrouve le niveau de la fin d'année 2019, moment où l'activité se situait selon le CBO au-dessus du potentiel. L'estimation actuelle est également celle d'un écart de croissance positif. Ces éléments corroborent plutôt l'idée d'une phase haute du cycle. La crainte d'une récession semble donc peu fondée, ce qui n'exclut pas cependant la possibilité d'un ralentissement d'ici la fin de l'année.

Graphique 3. Personnes sortant du marché du travail

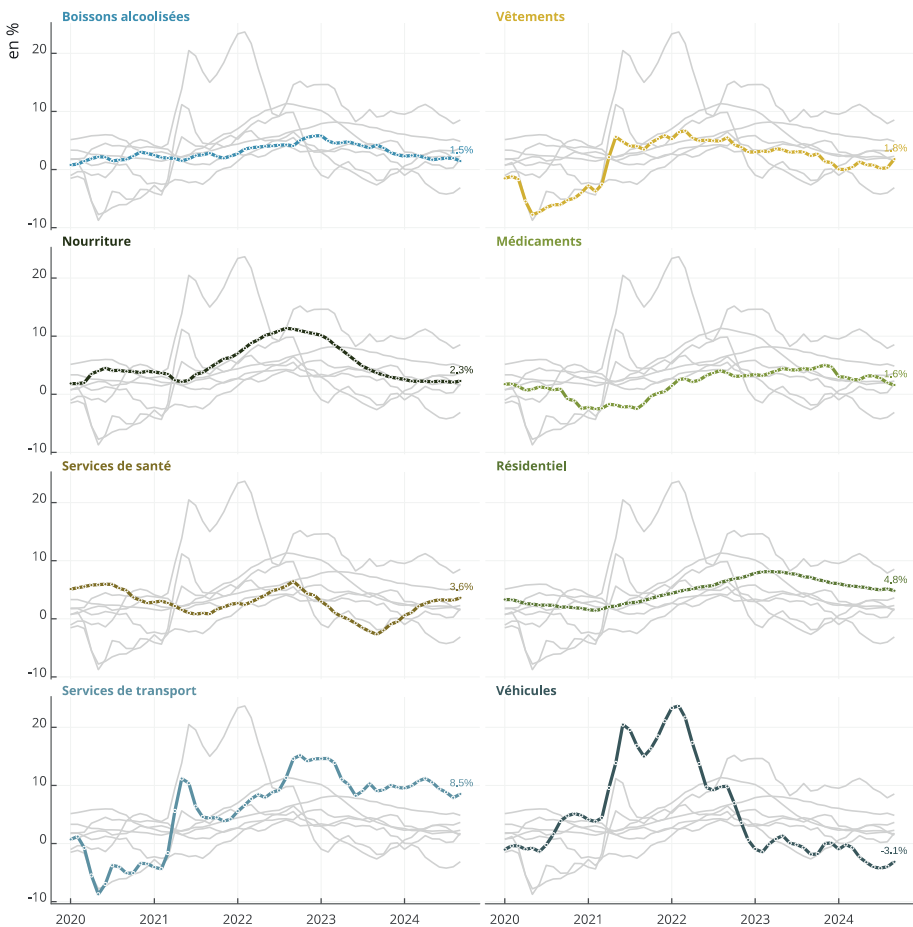


L'inflation : convergence de plus en plus lente

Même si l'augmentation des prix de l'énergie – et en particulier celle du prix du gaz – fut de moindre ampleur aux États-Unis qu'en zone euro, les ménages américains n'ont pas été épargnés par l'inflation. D'une part, la composante énergie de l'indice des prix augmentait quand même de plus de 40 % en glissement annuel mi-2022. D'autre part, l'épisode inflationniste fut également marqué par la forte demande de biens en 2021 dans un contexte de contraintes d'approvisionnement mondial, ce qui s'est notamment traduit par une augmentation record du prix des automobiles neuves et d'occasion, 23 % en glissement annuel en janvier 2022 (graphique 4). Ces tensions se sont largement atténuées, ce qui a ramené l'inflation sous la barre des 3 % depuis novembre 2023 pour le PCE (déflateur de la consommation) ou juin 2024 pour l'IPC (indice des prix à la consommation). La

contribution des prix de l'énergie est désormais négative (-0,2 point au troisième trimestre 2024), si bien que l'inflation est surtout d'origine domestique, notamment alimentée par le prix des services. Ainsi, l'indice de coût du logement qui pèse pour plus de 36 % de l'indice augmente encore de 4,8 % en septembre 2024 et celui des services de santé et de transport de respectivement 3,6 et 6,5 %. La baisse globale du sous-jacent se poursuit néanmoins mais à un rythme plus lent. Alors que l'inflation sous-jacente avait baissé de 2,5 points en septembre 2022 et septembre 2023, la baisse a été inférieure à un point sur les douze mois suivants.

Graphique 4. Inflation aux États-Unis



BLS, calculs OFCE.

Dernier point connu : septembre 2024.

La convergence de l'inflation se poursuivra néanmoins avec une inflation mesurée par le PCE qui se stabiliserait autour de 2,1 % en 2025 sous l'hypothèse d'une stabilisation du prix du pétrole autour de 80 \$ le baril et malgré une légère hausse du prix du gaz, qui représente une part modérée du mix énergétique américain. La modération de la croissance contribuera également à la baisse de l'inflation sous-jacente en 2025, ce qui conduira la Réserve fédérale à baisser les taux d'intérêt qui devraient atteindre 4 % en fin d'année 2025. Ce scénario pourrait toutefois être remis en cause par une hausse brutale des droits de douane qui pourrait être imposée en cas de victoire de Donald Trump à la présidentielle de novembre 2024.

Atterrissage en douceur

Force est de constater que malgré le resserrement monétaire, les craintes d'un retournement brutal de la croissance américaine ne se sont pas confirmées. Une première explication à cette situation pourrait simplement être les délais longs de transmission de la politique monétaire à l'économie réelle. Alors que le modèle de la Réserve fédérale (modèle FRB-US) indique un creux de l'activité quatre à cinq trimestres après le choc de politique monétaire, les analyses récentes de Romer et Romer (2023) suggèrent des délais qui pourraient être bien plus longs avec un effet maximum atteint après 24 mois, soit au cours de la troisième année après le choc⁵. Dans ces conditions, le pic du ralentissement devrait se matérialiser au cours du deuxième semestre 2024. Il faut néanmoins noter que ce délai estimé par Romer et Romer (2023) correspond au pic de l'effet négatif et que l'impact de la politique monétaire commence à être significatif à partir d'un an et demi. Le resserrement monétaire amorcé au premier trimestre 2022 aurait donc pesé sur la croissance américaine dès le deuxième semestre 2023. Pour autant, aucun signe de ralentissement n'a été observé depuis mi-2023. De fait, la situation contrefactuelle (« en l'absence de resserrement monétaire ») ne peut pas être observée. Notre hypothèse d'une absence apparente de réaction de l'activité américaine ne reflète pas des effets à venir mais plutôt le soutien à l'économie par la politique budgétaire⁶.

5. Voir Romer C. D. et D. H. Romer, 2023, « Presidential address: Does monetary policy matter? The narrative approach after 35 years » *American Economic Review*, vol. 113, n° 6, pp. 1395-1423.

Dette sans contrôle

En 2023, les ménages américains avaient pu bénéficier d'une baisse des impôts sur le revenu en début d'année, ce qui s'était traduit par une contribution positive de 2,1 points à la croissance du revenu disponible nominal⁷. Par ailleurs, les dépenses publiques de consommation et d'investissement ont augmenté de 3,9 % en volume, ce qui s'expliquait notamment par une forte augmentation des investissements réalisés par les États et les collectivités locales. Ces différents éléments ont contribué à creuser le déficit budgétaire de près de 4 points à près de 8 % du PIB. Pour 2024, l'orientation de la politique budgétaire resterait expansionniste selon les estimations réalisées par le CBO⁸. Les dépenses publiques progresseront encore de 2,8 % en volume, tirées à nouveau par l'investissement public. En % du PIB, le taux d'investissement atteindrait 3,7 % en fin d'année, soit une hausse de 0,3 point depuis la fin de l'année 2022. Il en résulterait une dégradation supplémentaire du solde structurel primaire, mesurant la composante discrétionnaire du solde public. La politique budgétaire américaine serait donc procyclique (graphique 5) puisque selon le CBO, l'écart de croissance pour l'année 2024 atteindrait 2,2 %, le niveau le plus élevé depuis 1973.

En tenant compte des éléments budgétaires déjà actés par la Congrès, nous prévoyons une orientation plus neutre de la politique budgétaire en 2025. Ce scénario dépendra nécessairement de l'issue des élections du mois de novembre. Un chiffrage par PWBM (Penn Wharton Budget Model) des mesures proposées par les deux candidats permet également de renseigner le calendrier des mesures⁹. Quel que soit le vainqueur de cette élection, les deux candidats prévoient de

6. L'effet de la politique monétaire dépend de l'écart entre le taux court fixé par la banque centrale et un taux dit « neutre ». Ce taux, inobservé, pourrait avoir augmenté sur la période récente. Ce n'est cependant pas l'hypothèse que nous retenons en nous appuyant notamment sur une estimation faite à partir du modèle de Holston, Laubach et Williams (2017) et qui indique un taux inférieur à 1 % pour les États-Unis et en baisse sur la période récente. Voir Holston K., T. Laubach et J. C. Williams, 2017, « Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants », *Journal of International Economics*, vol. 108, pp. 59-75.

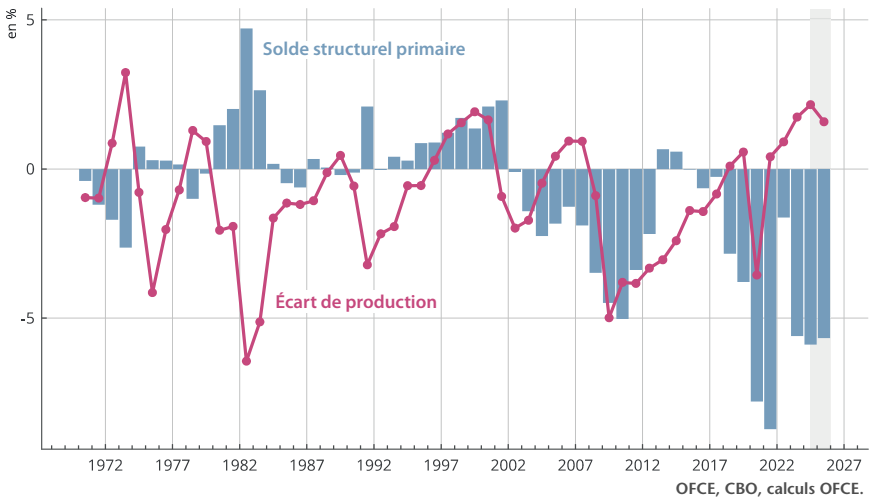
7. Baisse en raison de moindres plus-values réalisées par les ménages et de délais de paiement octroyés dans les zones touchées par des catastrophes naturelles.

8. Le CBO calcule l'impact budgétaire des changements liés aux mesures législatives, ce qui nous permet d'estimer l'impulsion budgétaire ex-ante. Pour 2024, cette impulsion s'élèverait à 0,6 point de PIB.

9. Voir *Budget Model de Wharton*. Le CRFB (Committee for a Responsible Federal Budget) propose également un chiffrage globalement plus exhaustif mais sans évaluation de l'impact économique et redistributif.

nouvelles baisses d'impôts qui ne seraient pas financées par une réduction des dépenses publiques. Néanmoins, les mesures proposées par Kamala Harris se traduiraient par un creusement du déficit à partir de 2026 tandis que la politique budgétaire serait plus expansionniste dès 2025 en cas de victoire de Donald Trump (encadré 1). Notre scénario s'appuie donc implicitement sur la victoire de la candidate démocrate. Il faut cependant noter que dans les deux cas, les choix budgétaires devront également tenir compte de la composition du Congrès. Une courte majorité des démocrates en cas de victoire de Harris, voire un Congrès aux mains des républicains ou inversement si Donald Trump obtient un deuxième mandat, obligera le ou la Présidente à négocier les mesures annoncées pendant la campagne. Il reste qu'aucun candidat ne fait de la réduction du déficit budgétaire ou de la dette publique un objectif de campagne. Les chiffrages des programmes indiquent un surcroît de dette – par rapport au scénario de long terme établi par le CBO – de 4,4 points de PIB d'ici 2034 en cas de victoire de Kamala Harris et de 9,3 points si c'est Donald Trump qui l'emporte. Dans tous les cas, la trajectoire de dette qui a déjà plus que doublé par rapport au niveau de 55 % observé au début des années 2000 devrait rester ascendante.

Graphique 5. Solde structurel primaire et cycle économique



Encadré 1. Scénario budgétaire alternatif en cas de victoire de Donald Trump

Bien que les programmes des deux candidats devraient se traduire par une dégradation de la situation des finances publiques, les mesures envisagées par Donald Trump sont d'un montant plus important et pourraient avoir un effet dès 2025. Selon le chiffrage de PWBM, le programme économique de Donald Trump s'accompagnerait d'une dégradation du solde primaire ex ante de 5 833 milliards sur 10 ans, soit 2 % par an en moyenne. Dès 2025, les crédits d'impôts et baisses d'impôts sur les sociétés envisagés réduiraient le solde public de 185 milliards, soit 0,6 point de PIB. Les mesures prévues par Kamala Harris n'auraient un effet budgétaire significatif qu'à partir de 2026. Il faut cependant noter que le chiffrage réalisé par PWBM est moins exhaustif que celui proposé par le CRFB mais il présente l'avantage d'être plus précis sur le calendrier des mesures et donne aussi des indications sur leurs effets redistributifs. Le programme de Kamala Harris serait favorable à 95 % des ménages. Les 5 % les plus riches verraient leurs revenus après impôt baisser à partir de 2026 (avec une baisse de 0,9 % pour les ménages au dernier centile de revenu). Dans le scénario Trump, le gain serait plus important en haut de la distribution des revenus : +2,8 % pour les 20 % les plus riches et 1,4 % pour les 20 % les moins aisés.

La croissance du PIB en 2025 devrait donc dépendre de l'issue du scrutin. Notre scénario central correspond à une impulsion neutre, ce qui revient à supposer la victoire de Kamala Harris. Une victoire de Donald Trump se traduirait par une impulsion positive de 0,6 point de PIB. En supposant un multiplicateur de 0,5 point, la croissance augmenterait toutes choses égales par ailleurs de 0,3 point. Mais cet effet devrait être rogné par la relance des droits de douane. D'une part, un nouvel épisode de guerre commerciale pourrait accroître l'incertitude sur la politique économique américaine. Les travaux de Baker, Bloom et Davis (2016) sur un panel de pays indiquent un effet négatif sur le PIB de l'incertitude de politique économique¹⁰. Dans leur scénario, le PIB baisse d'un point après une hausse de l'indicateur global de 135 %. En 2018, la guerre commerciale déclenchée par lors Donald Trump lors de son premier mandat avait vu l'indicateur augmenter de 8 % par rapport à 2017. Sous l'hypothèse d'une hausse similaire, le PIB serait réduit de 0,06 point. D'autre part, la hausse des droits de douane se traduirait aussi par une inflation plus élevée. Donald Trump prévoit une hausse globale de 10 % des tarifs douaniers appliqués à l'ensemble des pays, avec une hausse qui serait même plus élevée pour les produits chinois. Hale *et al.* (2019) estimaient l'effet des premières sanctions commerciales sur l'inflation à 0,1 point¹¹. Il en résulterait une baisse du revenu disponible réel et donc de

10. Voir Baker S. R., N. Bloom et S. J. Davis, 2016, « Measuring economic policy uncertainty », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n° 4, pp. 1593-1636.

11. Hale G., B. Hobbijn, F. Nechio et D. Wilson, 2019, « Inflationary effects of trade disputes with China », *FRBSF Economic Letter*, n° 2019-07.

la consommation qui pourrait être légèrement inférieure à 0,1 point sous l'hypothèse de taux d'épargne constant. Une estimation du Tax Foundation est une perte de PIB de 0,2 point à long terme¹². Sous ces différentes hypothèses, la victoire de Donald Trump pourrait accroître le PIB de 0,1 à 0,2 point en 2025.

Dans tous les cas, l'orientation budgétaire dépendra aussi de l'évolution de la majorité au Congrès. Le début du mandat de Joe Biden avait été marqué par des décisions bien moins ambitieuses que celles annoncées pendant la campagne en raison des réticences, y compris dans le camp des démocrates, de voter certaines dépenses supplémentaires. On peut imaginer qu'une majorité courte au Congrès force les candidats à revoir leurs ambitions. Le camp perdant pourrait même notamment jouer la carte de la prudence budgétaire et mettre en avant la nécessité de réduire les déficits.

Croissance sous contrôle

Les premiers indicateurs disponibles pour les mois de juillet et août indiquent que la consommation des ménages resterait le moteur de la croissance au troisième trimestre¹³. Inversement, les dépenses de construction baissent pour le troisième mois consécutif et les permis de construire sont en repli depuis février 2024. La croissance commencerait cependant à marquer le pas au deuxième semestre 2024, notamment parce que la contribution du commerce extérieur à la croissance resterait négative mais aussi parce que nous faisons l'hypothèse que l'investissement privé ralentirait après la forte croissance observée en 2023. En effet, paradoxalement, alors que le resserrement monétaire et le durcissement des conditions de financement auraient dû se traduire plus rapidement par un retournement de l'investissement, celui-ci ne s'est pas matérialisé du fait de la politique budgétaire qui a permis de stimuler l'investissement constructif privé. Ces effets s'estomperaient à partir du deuxième semestre 2024 et en 2025, ce qui se traduira par un ralentissement de l'investissement productif privé dont la croissance passerait de 6 % en 2023 à 3,5 % en 2024 puis 1,6 % en 2025. Inversement, l'investissement résidentiel des ménages repartirait progressivement¹⁴. La contribution du commerce extérieur serait encore négative (-0,1 point) sur les deux prochains trimestres 2024. La

12. Voir [Tax Foundation](#).

13. Elle progresse de 0,4 % sur le mois de juillet et de 0,1 % en août.

14. En raison d'un effet d'acquis lié au rebond de plus de 3 % observé au premier trimestre 2024, la croissance annuelle dépasserait 4 % en 2024.

croissance serait un peu moins forte qu'en début d'année : respectivement 0,3 et 0,2 %, mais en raison d'un effet d'acquis favorable, la croissance annuelle atteindrait 2,5 %.

En 2025, moins stimulée par la politique budgétaire, la demande intérieure progresserait à un rythme plus modéré, conduisant à la baisse de la croissance. Le revenu disponible réel ne progresserait plus que de 1,8 % (contre 3,3 % en 2024 et 5,3 % en 2025), à la fois en raison d'une politique fiscale moins avantageuse et parce que salaires et emplois seront moins dynamiques. Le taux d'épargne augmenterait également légèrement sur quatre trimestres, si bien qu'en rythme annuel la consommation des ménages augmenterait de 1,6 %. Côté investissement des entreprises, la dynamique serait similaire avec un léger tassement sur quatre trimestres (second semestre 2024 et premier semestre 2025) que ne permettrait pas de compenser le rebond de l'investissement des ménages. Les dépenses publiques – consommation et investissement – progresseraient au rythme de 0,5 % par trimestre.

La croissance annuelle atteindrait 1,6 %, soit un rythme inférieur à celui estimé par le CBO pour le PIB potentiel (légèrement supérieur à 2 %). Il en résultera une remontée du taux de chômage qui atteindrait 4,5 % mi-2025 et se stabiliserait à ce niveau ensuite. Ce scénario pourrait être révisé en cas de victoire de Donald Trump le 5 novembre. L'extension des crédits d'impôts aux ménages et la baisse de l'impôt sur les sociétés se traduiraient par une impulsion de 0,6 point supplémentaire. Sous l'hypothèse d'un multiplicateur de 0,5 point, l'effet sur la croissance serait de 0,3 point. Cette estimation ne tient cependant pas compte des effets plus négatifs d'une hausse des tarifs douaniers qui non seulement accroîtrait l'inflation et donc réduirait le pouvoir d'achat des ménages, mais se traduirait également par une plus grande incertitude de politique économique, ce qui aurait un effet négatif sur l'activité.

Allemagne : une crise qui dure¹

Au deuxième trimestre 2024, le niveau de PIB allemand dépasse à peine le niveau pré-Covid, une situation qui contraste de plus en plus avec celle des autres grands pays de la zone euro. La reprise en Allemagne n'en finit plus de se faire attendre, comme en atteste la croissance nulle du PIB au premier semestre 2024, sous l'effet du recul marqué de l'investissement privé et la faiblesse de la consommation privée.

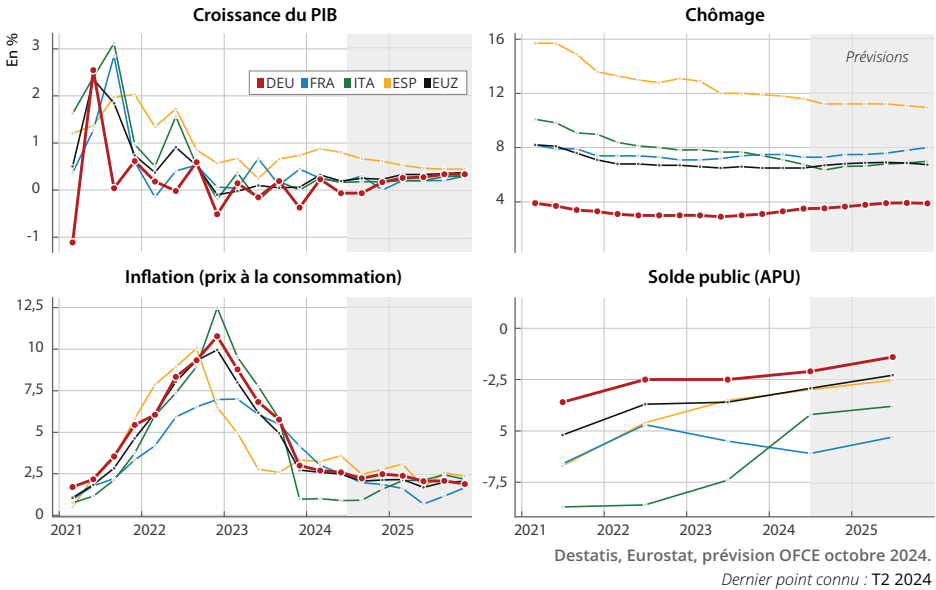
Pourquoi l'Allemagne ne parvient-elle pas à trouver le chemin de la croissance ? D'abord pour des raisons structurelles : les deux crises successives de la Covid et de l'énergie ont mis au jour les faiblesses structurelles du pays, notamment sa dépendance à la Chine et sa vulnérabilité énergétique. Les fabricants de biens d'investissement et les secteurs industriels à forte consommation d'énergie subissent la hausse des coûts de l'énergie et de la concurrence croissante des biens industriels en provenance de Chine. Par ailleurs, l'Allemagne pâtit d'une démographie en berne et d'un déficit d'investissement qui se traduit par des infrastructures vieillissantes².

Les difficultés allemandes se manifestent à travers plusieurs indicateurs : l'utilisation des capacités de production diminue depuis plus de deux ans, et les enquêtes montrent que les entreprises font état, tous secteurs confondus, d'une faiblesse persistante de la demande. Sur le plan domestique, malgré le recul de l'inflation, le rattrapage des salaires réels et la robustesse du marché du travail, cela ne profite guère à la consommation, car les ménages privilégient l'épargne. Ainsi, le taux d'épargne a augmenté de 0,5 point de pourcentage au cours du premier semestre 2024 pour atteindre 11,3 % du revenu disponible, ce qui est nettement supérieur à la moyenne des dix années précédant la pandémie (10,1 %).

1. Ce texte est rédigé par Céline Antonin, *Département analyse et prévision*.

2. Antonin C., 2024, « Le modèle allemand en souffrance : fatigue passagère ou affection profonde ? », in : CEPII (eds.), *L'économie mondiale 2025*, Paris, La Découverte, 2024.

Graphique 1. Allemagne, principaux indicateurs économiques



En prévision, les indicateurs disponibles³ plaident pour un recul du PIB au troisième trimestre 2024, suivi d'une reprise timide (+0,2 %) au dernier trimestre. Au total, la croissance du PIB serait nulle en 2024. En 2025, le taux de croissance du PIB (+0,8 %) avoisinerait le taux de croissance potentielle, ce qui ne permettrait pas de combler l'écart de production (-1,2 % du PIB potentiel fin 2025). Globalement, nous anticipons un recul de l'inflation, avec une hausse de l'indice des prix à la consommation harmonisé de 2,4 % en 2024 et 2,0 % en 2025. Compte tenu de la conjoncture, le marché du travail, qui avait bien résisté grâce à la baisse du temps de travail⁴ et à la modération des salaires réels, devrait fortement se dégrader entre mi-2024 et fin 2025 avec une destruction de 170 000 emplois nets (soit 0,4 % de l'emploi total). Sous l'effet d'une progression dynamique des salaires réels, les revenus disponibles réels augmenteraient en 2025 : nous anticipons une légère baisse du taux d'épargne – sous l'effet de la baisse des taux

3. Notamment le climat des affaires de l'IFO, les ventes au détail, le baromètre de l'emploi IAB, le nombre de faillites... Voir la note du ministère des Finances allemand, « Die wirtschaftliche Lage in Deutschland im Oktober 2024 », 25 octobre 2024.

4. La baisse de la durée moyenne du travail atteint 2,2 % entre le quatrième trimestre 2019 et le deuxième trimestre 2024.

d'intérêt –, qui soutiendrait la consommation privée et les importations. En revanche, malgré la croissance de l'économie mondiale, la perte de compétitivité des entreprises allemandes orientées vers l'exportation se traduirait par une contribution négative du commerce extérieur à la croissance. L'autre point noir reste l'investissement, qui stagnerait en 2025, notamment sous l'effet d'une politique budgétaire toujours restrictive. Le déficit public devrait baisser à 2,1 % du PIB en 2024, puis 1,4 % du PIB en 2025. Quant à la dette publique, elle passerait de 63,6 % en 2023 à 63,2 % en 2025.

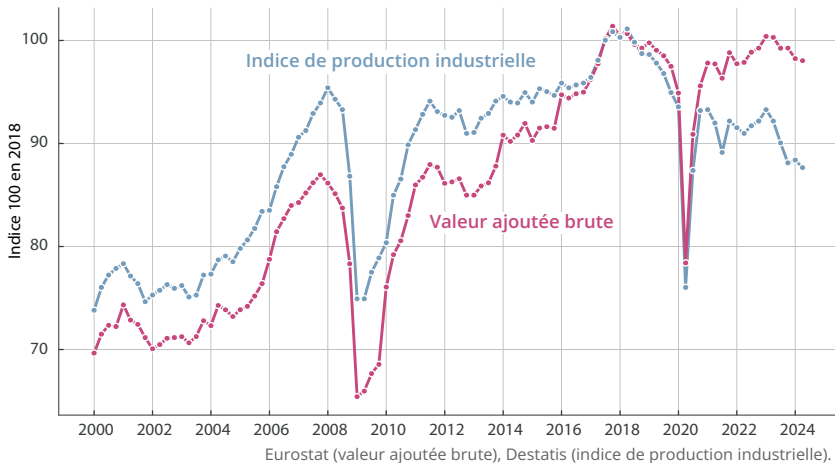
Une récession qui dure

Croissance nulle au premier semestre 2024

Le premier semestre 2024 a vu le PIB allemand stagner : après une croissance de 0,2 % au premier trimestre, le PIB allemand s'est contracté de 0,1 % au deuxième trimestre 2023. Au deuxième trimestre 2024, par rapport à la période pré-Covid (quatrième trimestre 2019), la valeur ajoutée reste encore inférieure de 5 % dans l'industrie (hors construction), de 3,4 % dans le secteur « commerce, transports et hôtellerie-restauration », et de 16,6 % dans la construction. On observe une divergence entre la valeur ajoutée dans l'industrie manufacturière et la production industrielle. Alors que la valeur ajoutée brute n'a baissé que de 2,4 % entre le premier trimestre 2018 et le deuxième trimestre 2024, l'indice de production industrielle a baissé de 12,7 % sur la même période (graphique 2). Cet écart reflète une baisse du taux de consommation intermédiaire, liée à une augmentation des activités non industrielles. En effet, alors que l'indice de production ne mesure que la production de biens industriels, la valeur ajoutée brute intègre en outre les activités de services de l'industrie manufacturière, telles que les activités de R et D et de commerce. La stagnation de la valeur ajoutée brute indique donc que les entreprises de l'industrie manufacturière ont pu jusqu'à présent compenser la baisse de la valeur ajoutée issue de la production de biens en développant des activités non industrielles⁵.

5. Ministère fédéral allemand de l'Économie et de l'Énergie, 2024, « Diagnostic économique commun », 19 septembre 2024.

Graphique 2. Valeur ajoutée brute et indice de production industrielle, industrie manufacturière



Malgré une progression des salaires dynamique (5,2 % au deuxième trimestre 2024 en glissement annuel), qui a soutenu le revenu disponible brut, la consommation privée a stagné entre le deuxième trimestre 2023 et le deuxième trimestre 2024, en raison d'une augmentation du taux d'épargne (passé de 10,6 à 11,3 %). Plusieurs facteurs expliquent l'augmentation de ce taux d'épargne : l'insécurité politico-économique, ou encore la hausse des taux d'intérêt.

L'augmentation des coûts de financement a également continué à freiner les investissements. Les investissements en biens d'équipement ont baissé de 4,1 % au deuxième trimestre 2024, ce qui représente un recul pour le troisième trimestre consécutif. Les entreprises réduisent leurs investissements en équipement depuis 2022-2023 ; l'une des raisons de cette faiblesse tient au fait que depuis mi-2018, la production dans l'industrie manufacturière a tendance à diminuer, ce qui entraîne une baisse constante des besoins d'investissement des entreprises. Outre les prévisions de vente moroses, cela s'explique par la faiblesse de l'environnement extérieur et les conditions de financement défavorables. Les investissements dans la construction ont continué de baisser au cours du premier semestre de cette année (-1,2 %). Au premier trimestre, les investissements dans la construction avaient certes augmenté de 0,8 %, principalement grâce à l'investissement en bâtiments publics (+ 7 %). Toutefois, cette hausse surestime la dynamique conjoncturelle, car les corrections saisonnières ne prennent pas

en compte la tendance récente à des hivers plus doux⁶. Au deuxième trimestre, les investissements dans la construction ont poursuivi leur tendance à la baisse et ont diminué de 2,0 %, essentiellement sous l'effet de la baisse de l'investissement logement. Au deuxième trimestre 2024, le nombre de permis de construire dans le secteur résidentiel a baissé de 35 % par rapport à 2021.

Par ailleurs, l'embellie des exportations qui s'était dessinée début 2024 n'a pas fait long feu. Au deuxième trimestre 2024, les exportations ont baissé et les importations ont stagné. Outre les problèmes conjoncturels (faiblesse de l'industrie mondiale, politique monétaire restrictive...), les exportations allemandes pâtissent également de problèmes structurels, notamment liés aux prix de l'énergie. Ainsi, par rapport au niveau de 2022, les exportations de produits chimiques et pharmaceutiques ont chuté de 8,5 % en valeur au deuxième trimestre 2024. Alors que la Chine était davantage spécialisée vers les biens de consommation, sa montée en gamme lui permet de produire de plus en plus de biens d'équipement, et de concurrencer plus fortement l'Allemagne.

Un marché du travail résilient

Le marché du travail a été particulièrement résilient depuis 2019, malgré la faiblesse de la croissance. En réalité, près des deux tiers de cette évolution favorable peuvent s'expliquer par deux facteurs : la baisse de la durée du travail et du coût du travail réel (voir encadré 1). Même si l'emploi progresse, le rythme de progression tend à ralentir : seuls 170 000 emplois supplémentaires nets ont été créés entre le deuxième trimestre 2023 et le deuxième trimestre 2024. Cette augmentation est uniquement due au secteur des services : les plus fortes augmentations ont eu lieu dans les services financiers et d'assurance, les services immobiliers, l'information et la communication, ainsi que dans les services publics, l'éducation et la santé. Dans l'industrie manufacturière, en revanche, ainsi que dans la construction, les destructions d'emplois se sont poursuivies. En outre, les besoins en personnel des entreprises en Allemagne sont actuellement en baisse : au deuxième trimestre 2024, il y avait 1,34 million de postes vacants dans tout le pays, soit une baisse de 23 % par rapport au deuxième trimestre 2023 (source : IAB). Ainsi, la faiblesse de la conjoncture laisse des traces évidentes dans la demande de main-d'œuvre des entreprises.

6. Ministère fédéral allemand de l'Économie et de l'Énergie, *op. cit.*

Du fait de la croissance de la population active (+0,5 % au premier semestre 2024), le taux de chômage a progressé, passant de 3,2 % en décembre 2023 à 3,5 % en juin 2024.

Encadré 1. Comment expliquer la baisse de la productivité allemande depuis la crise de la Covid-19 ?

Au deuxième trimestre 2024, soit plus de quatre ans après le début de la crise Covid, la valeur ajoutée dans le secteur marchand non agricole se situe 0,1 % en dessous de son niveau pré-crise, alors que l'emploi se situe 0,9 % au-dessus de son niveau pré-crise. Compte tenu de la croissance tendancielle de productivité du travail observée jusqu'en 2019 (0,7 % par an), la faible croissance de l'activité aurait dû conduire, toutes choses égales par ailleurs, à une baisse de 3,2 % de l'emploi salarié dans le secteur marchand (soit près d'un million d'emplois) mi-2024. Au contraire, l'emploi salarié marchand non agricole s'est accru de 268 000 emplois entre le dernier trimestre 2019 et le deuxième trimestre 2024. Comment expliquer ces 1,2 million d'emplois « en trop » et la baisse de productivité vertigineuse en Allemagne ? Deux variables jouent un rôle prépondérant : le coût du travail et la durée du travail, qui ont baissé de respectivement 0,83 % et 2,37 % entre le quatrième trimestre 2019 et le deuxième trimestre 2024.

Un élément chiffré de réponse peut être obtenu à partir d'une analyse simplifiée inspirée d'Heyer (2023)⁷. On ne raisonne ici pas par branche, mais uniquement sur le secteur agrégé de l'économie marchande hors agriculture. Nous estimons une équation de demande d'emploi des entreprises simplifiée et écrite sous la forme d'un modèle à correction d'erreurs (MCE), sur la période 2008T4 – 2024T2 :

$$\begin{aligned} \Delta e_t = & -\gamma_E((e_{t-1} - va_{t-1}) - \sigma_E(w_{t-1} - p_{t-1}) \\ & - \beta_E(\sigma_E - 1)\pi^* - \alpha_E h_{t-1}) \\ & + \kappa_E \sum_{i=1}^n \Delta e_{t-i} + \tau_E \sum_{i=0}^n \Delta va_{t-i} \\ & + v_E \sum_{i=0}^n \Delta(w_{t-i} - p_{t-i}) + \phi_E \sum_{i=0}^n \Delta h_{t-i} + \delta_{E_t} \end{aligned}$$

- p : log du prix de la valeur ajoutée,
- e : log de l'emploi salarié, personnes physiques,
- h : log de la durée du travail des salariés, en heures,
- va : log de la valeur ajoutée en volume,
- w : log de la rémunération brute par tête, en euros,
- π^* : tendance de productivité.

7. Heyer É., 2023, « Comment expliquer l'évolution de l'emploi salarié depuis la crise Covid ? Une analyse économétrique sur données macro-sectorielles », *Revue de l'OFCE*, n° 180.

Les résultats montrent qu'il existe une relation de cointégration entre l'emploi, la valeur ajoutée, un trend de productivité, le coût du travail réel et la durée du travail. La force de rappel (le coefficient γ_e) est de 0,14. Par ailleurs, la sensibilité de l'emploi à son coût est estimée à 0,39 et l'élasticité de la durée du travail à l'emploi est de 0,2.

Estimation de l'équation d'emploi

| Variable | Coefficient |
|-----------------------------------|---------------------|
| Force de rappel | -0,14*** (-6,73) |
| Coefficients de long terme | |
| Coût du travail réel ($w-p$) | -0,20*** (-3,04) |
| Durée du travail (h) | -0,39*** (-8,50) |
| <i>Trend</i> | Oui |
| Période d'estimation | 2008t4-2024t2 |
| Nombre d'observations | 83 |

À partir de ce modèle, nous simulons un contrefactuel en supposant que le coût du travail réel et la durée du travail évoluent selon les tendances de croissance de la période pré-crise (2010-2019), soit respectivement -0,1 % et 0,8 % par an. Les estimations indiquent que si le coût du travail et la durée du travail avaient continué sur leur trajectoire pré-crise, il y aurait 778 000 emplois en moins dans l'économie au deuxième trimestre 2024. Autrement dit, sur les 1 237 000 emplois « en trop » que l'on cherche à expliquer, **63 % de l'évolution peut s'expliquer par la baisse de la durée du travail et du coût du travail réel.**

Inflation en baisse

L'inflation mesurée par l'IPC est passée sous la barre des 2 % au mois d'août 2024, essentiellement sous l'effet de la baisse des prix de l'énergie (-5,1 % en août 2024, en glissement annuel). L'inflation sous-jacente reste toutefois élevée, notamment sous l'effet de l'inflation dans les services (+4,4 %). Le taux d'inflation harmonisé a également fortement baissé, passant de 3,8 % à 2,1 % entre décembre 2023 et août 2024 (voir graphique 3).

2024-2025 : reprise sans rattrapage

Les indicateurs avancés mentionnés plus haut ne laissent pas entrevoir de regain d'activité pour le troisième trimestre 2024. Le climat des affaires de l'IFO s'est dégradé en septembre 2024 pour la quatrième fois consécutive et les carnets de commandes sont dégarnis. Ce n'est qu'à partir du quatrième trimestre 2024 que l'on s'attend à une reprise progressive. Le PIB stagnerait en 2024, avant une reprise de l'activité avec une croissance de 0,8 % en 2025. Le chômage progresserait, passant de 3,5 % mi-2024 à 3,9 % en 2025, notamment sous l'effet d'une amélioration de la productivité – grâce aux 49 mesures qui composent l'initiative de croissance lancée par le gouvernement en 2024.

Pas de soutien à attendre de la politique budgétaire

En 2024, l'impulsion budgétaire serait négative (-0,8 point de PIB, soit 30 milliards d'euros), mais en réalité elle serait nulle si on exclut l'effet lié à la suppression du bouclier énergétique. Les autres mesures restrictives liées à l'énergie (augmentation de la taxe poids lourds, augmentation de la taxe CO₂, suppression de la TVA réduite sur le gaz naturel et la restauration) sont contrebalancées par des mesures expansionnistes. Parmi ces mesures, on trouve les 49 mesures inscrites dans la loi d'initiative de croissance du gouvernement, avec la correction de la « progression à froid »⁸, l'extension des règles d'amortissement dégressif, suppression de la taxe sur les énergies renouvelables...

En 2025, l'impulsion budgétaire serait négative (-0,7 point de PIB). Plusieurs mesures ont un effet restrictif (suppression de l'exonération de la prime de compensation de l'inflation, augmentation des taux de cotisation à l'assurance maladie et assurance dépendance). Au total, le déficit public passerait de 2,5 % du PIB en 2023 à 2,1 % en 2024, et 1,4 % en 2025. La dette publique baisserait légèrement, passant de 63,6 % à 63,2 % du PIB.

Des perspectives en demi-teinte

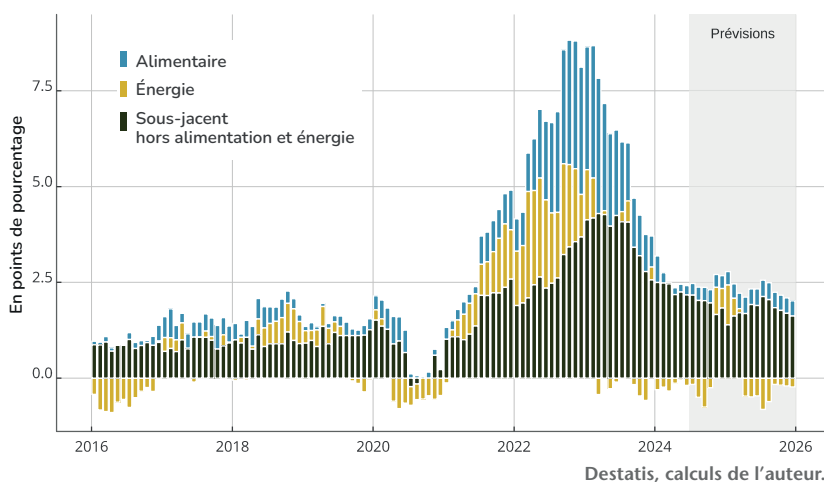
Un franc ralentissement de l'inflation

Après avoir atteint des niveaux élevés en 2023, l'IPC en Allemagne a sensiblement baissé en début d'année. Au mois d'août 2024, l'IPC a

8. La progression à froid désigne la révision des barèmes progressifs permettant ainsi d'atténuer l'augmentation fiscale.

crû de 2,0 % en glissement annuel, contre 6,4 % un an plus tôt. L'inflation devrait se stabiliser à l'horizon de la prévision (graphique 3). En effet, nous faisons l'hypothèse d'une stabilisation des prix au comptant du pétrole et du gaz naturel, qui entraînerait une baisse de la composante énergétique de l'inflation au cours de la période de prévision (-3,2 % en 2024, -3,3 % en 2025). Le taux d'inflation sous-jacent devrait quant à lui rester dynamique, en raison de la hausse des coûts salariaux inscrite en prévision. Cependant, l'effet du rattrapage des salaires nominaux sur l'inflation devrait rester limité, car la hausse de salaires devrait se faire au détriment des marges des entreprises : le taux de marge baisserait, passant de 35,7 % à 33,2 % de la valeur ajoutée.

Graphique 3. Contribution des composantes alimentaire, énergétique et du sous-jacent à l'évolution de l'indice des prix à la consommation



La consommation privée, unique moteur de la croissance, portée par les salaires et la baisse du taux d'épargne

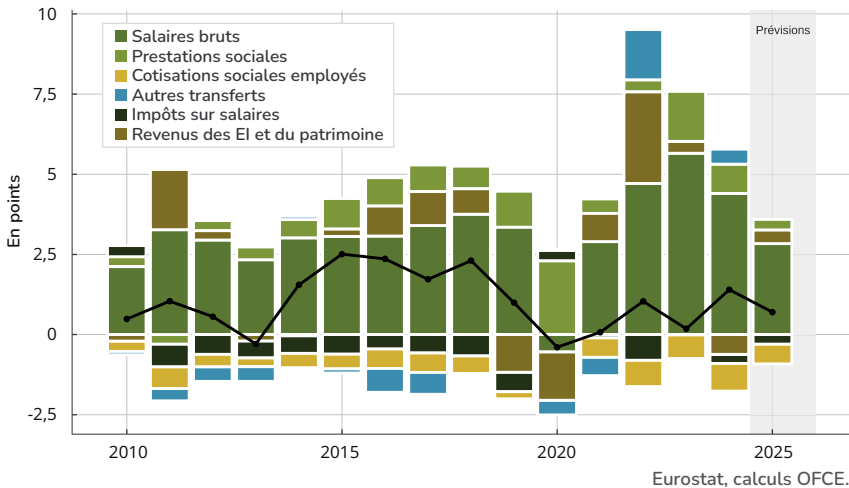
La forte croissance des salaires conventionnels et effectifs s'explique avant tout par l'exonération de charges des primes compensatoires de l'inflation (jusqu'à fin 2024)⁹. Après l'expiration de cette mesure au 1^{er} janvier 2025, les éventuels paiements spéciaux devraient être encore plus faibles, ce qui réduirait les augmentations des salaires

9. Depuis le 26 octobre 2022 et jusqu'à fin 2024, les employeurs peuvent accorder à leurs salariés une prime de compensation de l'inflation allant jusqu'à 3 000 euros en franchise d'impôts et de charges.

conventionnels. En outre, les augmentations de rémunération pérennes (avec un effet sur le barème) devraient également diminuer en 2025 sous l'effet de la baisse de la pression inflationniste. En résumé, la masse salariale devrait augmenter de 5,7 % en 2024, puis de 3,6 % en 2025 en termes nominaux. En termes réels, l'augmentation devrait être de 3,0 % en 2024, puis 1,7 % en 2025.

En 2024, les prestations sociales aux ménages augmenteraient de 4,8 %, sous l'effet de plusieurs mesures de hausse des dépenses : revalorisation des pensions de base et des pensions d'invalidité, aide aux transports (billet de transport à 49 euros par mois), chèque de 200 euros à destination des étudiants, réforme de l'allocation logement et de l'allocation chauffage... En revanche, les revenus des entreprises et de la propriété des ménages privés seront affectés par la faiblesse de la croissance. Au total, en 2024, le revenu disponible nominal de 4,0 % sera inférieur aux taux de croissance des années précédentes. Mais en raison du ralentissement de l'inflation, le revenu disponible réel croîtrait de 1,4 %, soit le rythme le plus élevé depuis 2018 (graphique 4).

Graphique 4. Revenu disponible réel et contributions au revenu disponible nominal des ménages



En 2025, le revenu disponible réel ne croîtrait plus que de 0,7 % (contre 2,7 % pour le revenu nominal), porté quasi exclusivement par la progression des salaires. Malgré ce rattrapage, le niveau des rémunérations réelles par tête retrouverait à peine le niveau pré-Covid fin 2024/début 2025. Et même, le niveau des rémunérations réelles par tête fin 2025 serait inférieur de 3,9 % au niveau de rémunération par tête « attendu », *i.e.* qui aurait suivi la tendance de croissance pré-crise.

En 2024, le taux d'épargne augmenterait, sous l'effet d'un comportement de précaution des ménages et du niveau encore élevé des taux d'intérêt. En 2025 en revanche, nous faisons l'hypothèse d'une baisse modérée du taux d'épargne, atteignant 10,5 % au quatrième trimestre 2025 sous l'effet de la baisse des taux d'intérêt ; ainsi, la consommation des ménages progresserait de 0,5 % par trimestre en 2025.

Recul de l'emploi

Selon le baromètre de l'emploi de l'IAB, les agences locales pour l'emploi s'attendent à ce que le chômage continue d'augmenter au cours des prochains mois. Entre le deuxième et le quatrième trimestre 2024, nous anticipons la destruction de 180 000 emplois. Malgré une stagnation de la population active, cela se traduirait par une hausse du taux de chômage au deuxième semestre. En 2025, la productivité par tête devrait se redresser (+1,2 %), ce qui se traduirait par environ 200 000 destructions d'emplois supplémentaires.

Investissement en panne

L'année 2024 serait marquée par un fort recul de l'investissement en biens d'équipement – qui représente la moitié de l'investissement total des entreprises – et de l'investissement en construction. Cette baisse de l'investissement serait également liée à la baisse du taux de marge, amorcée début 2023, et qui se poursuivrait en 2024 et en 2025. Le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie, historiquement bas, nous conduit à inscrire un recul de l'investissement total en biens d'équipement de 1,5 % au troisième trimestre 2024. S'ensuivrait une reprise – modérée – en 2025, sous l'effet d'une politique monétaire moins restrictive. En réalité, on observe un découplage entre l'investissement public et privé en biens d'équipement : autant les investissements privés baisseraient en 2024 et dans une moindre mesure en 2025 (en raison d'un fort effet d'acquis), autant les investissements publics resteraient dynamiques, grâce aux impulsions provenant du fonds spécial de la Bundeswehr. Les autres

investissements, notamment les dépenses de R et D, ont nettement augmenté au premier semestre 2024 (+2,4 %), et devraient rester orientés à la hausse. Enfin, dans le secteur de la construction, le taux d'utilisation des capacités a diminué au troisième trimestre 2024. Pour le deuxième semestre 2024 et 2025, on devrait observer un découplage persistant entre le bâtiment et le génie civil. Dans le secteur du bâtiment, en particulier du logement, la situation reste tendue, et ne devrait s'améliorer que lentement en 2025, grâce à la baisse des taux et à la loi sur les opportunités de croissance (par le biais des amortissements pour la construction de nouveaux logements locatifs).

Contribution négative du commerce extérieur

Enfin, le commerce international ne devrait pas fournir de soutien à la croissance allemande dans les prochains trimestres. Au troisième trimestre, les indicateurs avancés laissent entrevoir un nouveau recul des exportations (-0,2 %) : les attentes des entreprises en matière d'exportations ont baissé récemment et la confiance des entreprises dans les pays acheteurs est restée faible jusqu'en août. À partir du quatrième trimestre 2024, les exportations devraient s'orienter vers une expansion modérée. Toutefois, elles ne devraient pas suivre le rythme du commerce mondial et l'Allemagne devrait continuer à perdre des parts de marché en prévision, en raison d'une dégradation de sa compétitivité-prix. Au niveau des importations, nous faisons l'hypothèse d'une lente progression du taux de pénétration, en lien avec le dynamisme de la consommation.



Italie : la croissance résiste à la fin du Superbonus¹

La croissance repart au premier semestre

La consommation prend le relais de l'investissement

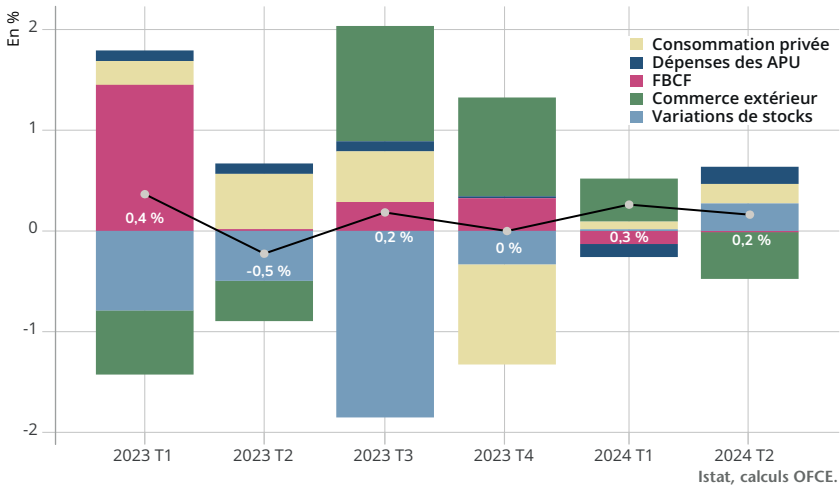
Après avoir stagné fin 2023 (+0 % après +0,2 % au troisième trimestre), le PIB italien a renoué avec la croissance durant la première moitié de 2024 (+0,3 %, puis +0,2 %), donnant un acquis de croissance de 0,4 %. La contribution du commerce extérieur a été fortement positive au premier trimestre en raison d'une baisse importante des importations de biens et services (-2,7 %) ; les exportations, après avoir stagné en début d'année (0 %), ont reculé au second trimestre (-1,5 %). Au deuxième trimestre, le retournement du commerce extérieur a été partiellement compensé par l'augmentation de la consommation des ménages (+0,3 %) ainsi que l'accumulation de stocks. Cette hausse de la consommation est toutefois en deçà de la forte croissance du revenu disponible brut, tirée par les revalorisations salariales de la fonction publique. Au premier semestre, le taux d'épargne a ainsi augmenté de 1,4 point de pourcentage pour atteindre un niveau nettement supérieur à la moyenne d'avant-crise (10,2 %, contre 8,2 % en moyenne sur les années 2014-2019 et 8,8 % au dernier trimestre 2023).

Au second trimestre 2024, le niveau du PIB italien était donc 5,5 % au-dessus de son niveau du dernier trimestre 2019, soit une croissance cumulée proche de celle observée en Espagne (5,6 %) et supérieure à celle de la zone euro (4,2 %), en particulier de la France et de l'Allemagne (respectivement 3,7 % et 0,2 %).

La formation brute de capital fixe (FBCF), qui avait connu une seconde moitié de 2023 très dynamique grâce au soutien public à la construction, en particulier le Superbonus, a connu un retournement au deuxième trimestre (-0,5 % et -0,1 %, contre +1,4 % au dernier trimestre 2023). Les investissements en construction et en équipements productifs ont affiché des profils opposés, le bâtiment décélérant au fil des deux premiers trimestres (+0,6 % et -0,8 %) tandis

1. Ce texte est rédigé par Benoît Williatte, *Département analyse et prévision*.

Graphique 1. Croissance du PIB réel et contributions des composantes



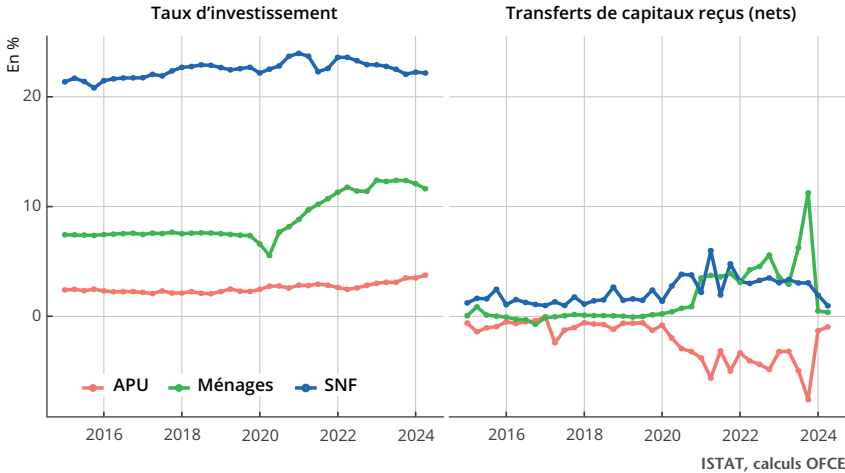
que l'accumulation de machines et équipements reculait avant de rattraper en partie sa baisse (-2,7 % ; +0,9 %). Après deux années de baisses consécutives, le taux d'investissement des entreprises s'est stabilisé en 2024 pour retrouver un niveau proche de sa moyenne 2015-2019 (22,1 %). La progression de la FBCF italienne, malgré un contexte défavorable (choc des prix de l'énergie, hausse des taux d'intérêt), s'explique largement par le soutien public : en particulier, la hausse du taux d'investissement public, et les transferts de l'État vers les ménages qui ont bénéficié des aides à la rénovation de logements, dont le Superbonus (graphique 2). Le montant total de ces aides, depuis 2020, serait d'environ 214 milliards d'euros (10,1 % du PIB 2023), dont 124 milliards pour le seul Superbonus.

Selon les données publiées par l'Agence nationale de l'efficacité énergétique, les nouveaux travaux engagés en 2024 éligibles au Superbonus représentaient 15,4 milliards d'euros d'investissements (dont la quasi-totalité entre janvier et mars), contre 48,4 milliards en 2023. Cet essoufflement de l'aide à la rénovation s'est traduit par un repli de la FBCF résidentielle (-1,1 % puis -2 % en 2024) qui a été en partie compensée par la progression de la construction non résidentielle (+2,9 % et +0,7 %)². L'indice de production industrielle pour la

2. En euros courants, la FBCF résidentielle représentait 38 milliards d'euros, contre 27 milliards pour le bâtiment non résidentiel.

construction de juillet 2024 s'établissait à un niveau proche de celui observé au premier trimestre, compensant le recul affiché au second trimestre.

Graphique 2. Taux d'investissements et transferts de capitaux (nets), par agent



ISTAT, calculs OFCE.

Note : L'investissement et les transferts de capitaux reçus (nets) sont respectivement exprimés en pourcentage de la valeur ajoutée (SNF), du revenu disponible brut (ménages) et du PIB nominal (APU).

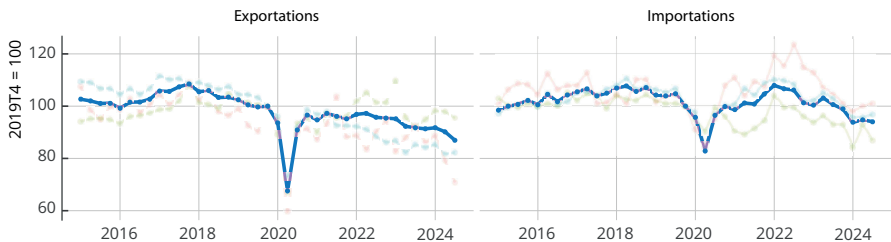
Commerce extérieur : les échanges de biens à la peine

Les disruptions liées à la pandémie avaient eu un impact plus important sur les échanges de services que de biens ; toutefois, depuis 2022 les importations italiennes de biens et de services ont connu des dynamiques similaires, atteignant au second trimestre 2024 des niveaux respectivement 11,8 % et 11,3 % supérieurs à ceux du dernier trimestre 2019. Cette même convergence ne s'est pas réalisée s'agissant des exportations : les mauvais résultats de 2024 ont ramené le niveau des exportations de biens en dessous du début de 2022 (6,6 % au-dessus du niveau de la fin 2019 contre 7,1 %), tandis que les exportations de services continuaient leur progression (+17,9 % au deuxième trimestre 2024 par rapport au dernier trimestre 2019), grâce en particulier au dynamisme du tourisme. Alors que, contrairement à la France et à l'Allemagne, jusqu'à la fin 2023 l'Italie avait vu ses exportations croître à un rythme proche de celui de la demande qui lui était adressée, cette forte baisse des exportations en 2024 traduit une baisse de ses parts de marché.

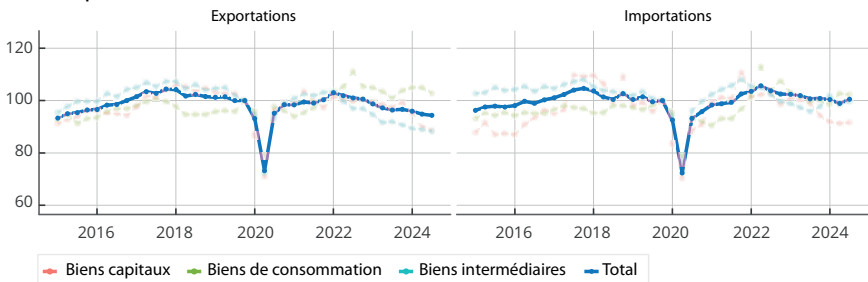
Dans le détail du commerce des biens, les récentes baisses d'exportations vers les autres États membres de l'Union européenne (UE) s'inscrivent dans une tendance visible depuis 2022, avec toutefois un rebond des importations enregistré lors du mois de juillet 2024. Les échanges avec les pays hors UE ont toutefois connu un recul bien plus prononcé au début de l'année 2024, avec de fortes variations sur certains trimestres (graphique 3). Le dernier point observé marque un effacement partiel du rattrapage des replis affichés depuis 2023 par les exportations de biens de consommation ; les ventes à l'étranger de biens intermédiaires ont poursuivi leur tendance baissière, tandis que les exportations de biens de capitaux se sont effondrées en 2024.

Graphique 3. Indices d'exportations et importations de biens (volumes)

Hors Union européenne



Union européenne



Istat, calculs OFCE.

Marché du travail : l'emploi et les salaires restent dynamiques, malgré des premiers signes d'essoufflement

Les créations d'emplois se sont poursuivies à un rythme soutenu (environ 90 000 emplois aux premier et deuxième trimestres 2024) et le taux de chômage a connu une baisse rapide, passant de 7,4 % fin 2023 à 6,3 % sur les deux premiers mois du troisième trimestre 2024. Cette évolution du taux de chômage au cours de l'année a été en partie le résultat d'une croissance plus riche en

emploi : le nombre d'heures travaillées dans le secteur marchand non agricole a diminué (-0,6 %), interrompant l'augmentation observée depuis le choc de la pandémie, et la productivité horaire a baissé au deuxième trimestre³. La baisse du taux de chômage est toutefois aussi liée à la stagnation de la population active, avec notamment une baisse du taux d'activité des 25-34 ans (-0,6 point de pourcentage), qui contraste avec la hausse de celui-ci depuis 2019 (voir encadré). Certains indicateurs signalent une baisse des tensions sur le marché du travail au second trimestre 2024 : le taux de postes vacants demeurait supérieur à sa moyenne de 2019 (1,6 contre 1,1) mais affichait un repli par rapport à l'année précédente (1,9 au quatrième trimestre 2023). Les enquêtes auprès d'entreprises signalent depuis le début de l'année une baisse des contraintes exercées sur la production par le manque de main-d'œuvre, sauf dans le secteur de la construction ; enfin, à l'exception du secteur manufacturier, les entreprises ont indiqué des perspectives d'emploi en recul depuis le deuxième trimestre.

Les salaires moyens ont accéléré en début d'année 2024, affichant des glissements annuels respectifs de +4,3 % et +2,9 % pour les salaires par tête nominaux et réels, au second trimestre. Les salaires ont été soutenus par les résultats des négociations dans les services privés, ainsi que des revalorisations des employés de la fonction publique. Néanmoins, par rapport au dernier trimestre 2019, le salaire moyen par tête – déflaté de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) – demeurait inférieur de 4,2 %. Les augmentations de salaires ont ainsi contribué au rattrapage du revenu disponible brut réel des ménages italiens amorcé à partir de la fin 2023, enregistrant un premier taux de croissance positif depuis le premier trimestre 2022. Contrairement aux salaires, les revenus de la propriété avaient progressé plus rapidement que le déflateur de la consommation durant la période du choc énergétique mais n'ont pas suivi la croissance des prix sur l'année 2024.

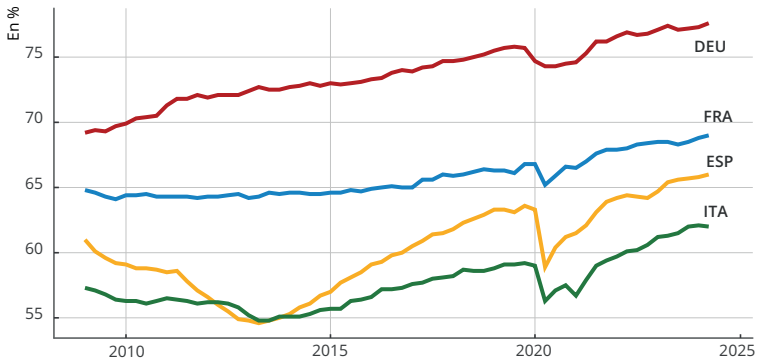
Encadré. Le dynamisme de l'emploi italien depuis 2019

À l'instar des autres grandes économies européennes, l'Italie a connu une progression de son taux d'emploi (parmi les 15-64 ans) depuis 2019, de 59 % à plus de 62 % en 2024 ; ce faisant, il a également dépassé son pic

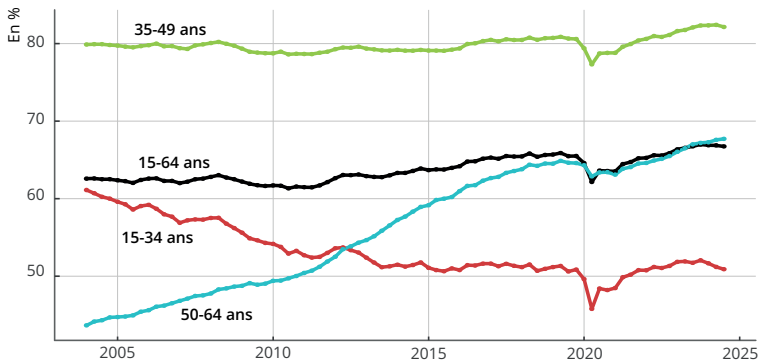
3. La durée moyenne du travail reste néanmoins supérieure à ses niveaux moyens d'avant-crise, excepté dans l'industrie.

d'avant-2008. Cette évolution est globalement commune aux différentes catégories d'âge, avec toutefois une augmentation un peu moins élevée et qui semble avoir atteint un plafond depuis 2023 parmi les 15-34 ans. Néanmoins, un écart important subsiste entre le taux d'emploi de l'Italie d'une part, et ceux de la France et l'Espagne d'autre part – à l'exception de la tranche la plus âgée de la population (en âge de travailler). La persistance de cet écart est liée à une augmentation du taux d'emploi des femmes en Italie comparable à celle des autres grandes économies européennes sur les dernières années, mais qui n'a donc pas permis une convergence, l'Italie partant d'un niveau initial plus bas. Enfin, l'augmentation observée du taux d'emploi est allée de pair avec une hausse du taux de participation, qui s'est cependant interrompue depuis le début de l'année (graphique 4) ; celui-ci devrait toutefois augmenter en 2024 et 2025 selon les estimations de la Commission et de l'OCDE, permettant donc une croissance de la population active alors même que la population en âge de travailler diminuerait légèrement.

Graphique 4a. Taux d'emploi (grandes économies de la zone euro)



Graphique 4b. Taux d'activité par tranche d'âge (Italie)

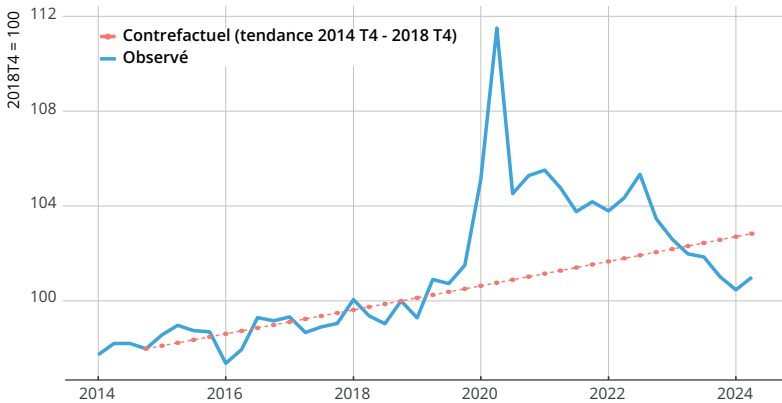


Note : Taux d'emploi parmi les 15-64 ans.

Eurostat.

La croissance réalisée depuis 2019 a permis d'importantes créations d'emplois, au prix d'un ralentissement de la productivité apparente du travail – cette dernière étant déjà moins dynamique que dans les autres économies européennes. Sur le champ du secteur marchand non agricole, et en prenant en compte les heures travaillées par les salariés ainsi que les non-salariés, la productivité horaire progressait à un rythme annuel moyen de 0,5 % sur les années 2014-2018 (graphique 5). Depuis l'enchaînement des crises Covid et énergétique, la productivité du travail a en réalité enregistré une progression de 1 % par rapport à son niveau de la fin 2018, contre un niveau attendu (en se basant sur la tendance pré-crise) supérieur de 2,8 %. En revanche, la durée effective moyenne du travail a *augmenté* sur la même période (+2 %) ; sous l'hypothèse d'une élasticité de l'emploi à la durée moyenne du travail qui serait proche de 0,5, cette augmentation de la

Graphique 5a. Productivité (apparente) horaire du travail



Graphique 5b. Durée moyenne du travail



durée du travail expliquerait la moitié des pertes de productivité. Sur cette période également, le coût du travail (salaire horaire déflaté du prix de la valeur ajoutée) a baissé de 0,7 % par rapport aux niveaux de la fin 2018. En l'attente d'une estimation plus précise de la tendance de productivité italienne et des principales élasticités de la demande d'emploi, laissée à de futurs travaux, l'évolution de l'emploi en Italie depuis 2018 est largement cohérente avec celles du coût et de la durée moyenne du travail.

La croissance devrait se maintenir malgré la consolidation budgétaire

Le retour des contraintes budgétaires européennes

Comme pour les autres économies européennes, les finances publiques italiennes ont joué un rôle de stabilisateur face aux crises pandémiques et énergétiques⁴. Malgré la réduction des mesures de soutien en 2023, le déficit était de 7,2 %, soit un niveau largement supérieur à celui d'avant-crise ; ce résultat traduit l'incapacité du gouvernement italien à anticiper correctement et maîtriser le recours au Superbonus par les ménages⁵. Cette période de déficits élevés n'a toutefois pas eu pour conséquence une hausse de la dette publique rapportée au PIB, dont le niveau n'a augmenté que de 0,5 point de pourcentage entre 2019 et 2023. En effet, après une forte augmentation en 2020, le niveau de dette a connu une baisse rapide sous l'effet du dynamisme du PIB nominal, ce dernier ayant bénéficié de la période inflationniste de 2022-2023. Par ailleurs, le traitement comptable du Superbonus implique un effet immédiat sur les dépenses publiques, alors que son impact sur les besoins d'emprunts de l'État dépend de l'utilisation (répartie sur plusieurs années) des crédits d'impôts octroyés : d'après le plan budgétaire structurel à moyen terme présenté par le gouvernement, entre 2023 et 2024, les dépenses en transferts de capitaux devraient passer de 5,8 % à 1,8 % du PIB, tandis que l'effet des ajustements stock-flux sur le ratio de dette augmenterait de 1 % à 2,2 %.

Après l'arrêt quasi total du Superbonus en 2024, la politique budgétaire devrait continuer à être restrictive en 2025, étant donné les

4. Selon les estimations publiées par la Commission, les mesures d'urgence adoptées entre 2020 et 2023 représentaient respectivement 4,3 %, 3,7 %, 3,5 % et 1 % du PIB annuel.

5. Le programme de stabilité publié en avril 2023 estimait que le coût total du Superbonus serait de 73,5 milliards d'euros, contre 129 milliards selon les données publiées en septembre 2024.

contraintes posées par l'entrée en vigueur du nouveau cadre budgétaire européen. La suspension des règles budgétaires, décidée lors de la pandémie, étant arrivée à son terme, l'Italie est visée par une procédure de déficit excessif, avec pour conséquence la nécessité de suivre une trajectoire de dépenses primaires nettes définie par la Commission⁶. Sous l'hypothèse, retenue par le plan budgétaire structurel à moyen terme, d'un ajustement sur sept ans, l'amélioration du solde structurel primaire devrait être de 0,6 % par an en moyenne⁷.

L'amélioration du solde structurel primaire attendue pour 2024 reposerait en grande partie sur le moindre recours au Superbonus, et sur le dynamisme des recettes anticipé par le Trésor italien – ces dernières auraient déjà connu une forte progression au cours du premier semestre 2024, en raison notamment des nombreuses créations d'emplois observées. Par ailleurs, le budget de 2025, tout en visant un ajustement structurel primaire de 0,5 %, devrait comporter plusieurs mesures en faveur des revenus des ménages et de l'emploi, dont la pérennisation de la réduction du coin fiscal-social pour les bas ménages mise en place en 2024 (pour un coût estimé à 15 milliards d'euros), ainsi qu'une réforme du barème de l'impôt sur le revenu. Le financement de ces mesures s'appuierait en partie sur une baisse des dépenses des administrations centrales ; du côté des revenus, outre une mise à contribution envisagée des banques, et les résultats d'accords sur la fiscalité des indépendants, l'essentiel des marges de manœuvre proviendrait du maintien de la hausse des recettes de 2024. Sur la base du plan budgétaire structurel à moyen terme et de nos prévisions de croissance, nous anticipons une réduction du déficit, de 7,2 % en 2023 à 4,2 % en 2024, pour atteindre 3,8 % en 2025. Sur la période 2024-2025, la dette publique rapportée au PIB augmenterait, le solde primaire anticipé ne permettant pas de compenser l'impact différé du Superbonus (ajustement stock-flux de 2,2 points de pourcentage par an) et l'écart négatif entre le taux de croissance nominal du PIB et le taux d'intérêt apparent sur la dette publique.

6. La période d'ajustement budgétaire est de quatre ans par défaut, mais peut être étendue à sept ans sur avis favorable du Conseil de l'UE, en échange d'engagements sur des investissements et des réformes structurels contribuant à augmenter la croissance potentielle.

7. À strictement parler, la Commission communique une trajectoire de croissance maximale des dépenses primaires nettes (1,5 % par an dans le cas italien). Cette trajectoire doit permettre d'atteindre, outre la cible d'un déficit de 3 % du PIB, plusieurs objectifs budgétaires – dont le plus contraignant pour l'Italie serait la réduction du ratio dette/PIB d'un point par an selon les analyses de Bruegel et de l'Office parlementaire du budget.

Les gains de pouvoir d'achat de 2024 soutiennent la croissance

La croissance italienne devrait se maintenir en fin d'année à son rythme du second trimestre (+0,2 %). La demande intérieure, portée par les gains de pouvoir d'achat des ménages ainsi que l'augmentation de la consommation publique, constituerait le principal apport à l'activité. Dans l'ensemble, la FBCF stagnerait, la construction étant pénalisée par la fin du soutien à la rénovation, en partie compensée par l'avancement des projets prévus par le volet italien du plan de relance européen ; les fonds du plan devraient également soutenir l'investissement en équipements productifs. En effet, d'après un rapport publié par le gouvernement italien fin juillet 2024, sur les 194 milliards d'euros prévus pour l'ensemble du plan, seuls 51 milliards avaient alors été dépensés⁸. La contribution du commerce extérieur sur les deux derniers trimestres serait légèrement négative, les investissements en équipements stimulant les importations.

L'inflation tirée par les augmentations de salaires en 2025

L'inflation italienne a été inférieure à la cible de 2 % tout le long de l'année 2024, sous l'effet de la forte baisse des prix de l'énergie et dans une moindre mesure du ralentissement des prix des produits alimentaires. Les augmentations récentes de l'IPCH sont donc en grande partie tirées par ses composantes sous-jacentes, dont les contributions ont relativement peu baissé depuis 2023 et demeurent stables sur les six derniers mois. En prévision, nous anticipons un retour des contributions de l'inflation alimentaire à leur tendance d'avant-crise, tandis que les contributions de la composante énergétique devraient être nulles à partir du second semestre 2025. Les contributions de l'IPCH sous-jacent pousseraient l'inflation vers 1,6 % en fin d'année, avec un glissement en moyenne annuel s'établissant à 1,1 %. En 2025, l'inflation serait légèrement supérieure à la cible de 2 % (2,2 % en moyenne annuelle), tirée par la diffusion aux prix des augmentations de salaires attendues (+3,8 %) pour 2025, les gains de productivité n'effaçant pas entièrement leurs effets sur les prix.

8. Ministri per gli Affari Europei, il Sud, le Politiche di Coesione e il PNRR, 2024, *Quinta relazione sullo stato di attuazione del Piano Nazionale di Ripresa e Rilancio*. En décembre 2023, l'Office parlementaire du budget évaluait les dépenses réalisées à 28,1 milliards d'euros : voir UPB, 2023, *Memoria della Presidente dell'Ufficio parlamentare di bilancio nell'ambito dell'esame dell'atto n. 182 "Affare assegnato concernente la Relazione sullo stato di attuazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR) aggiornata al 31 maggio 2023 (Doc. XIII, n. 1)"*, <https://www.upbilancio.it/wp-content/uploads/2023/12/Memoria-UPB-sul-PNRR.pdf>.

Le commerce extérieur et l'utilisation des fonds européens prennent le relais de la consommation

Durant la première moitié de l'année 2025, la consommation des ménages ainsi que des administrations publiques fourniraient les principales contributions à la croissance. Une légère baisse du taux d'épargne (de 10,5 % au troisième trimestre 2024 à 10 % fin 2025), sous l'effet d'une part plus importante des revenus salariaux dans les gains de pouvoir d'achat et de la pérennisation des baisses d'impôts, apporterait un soutien supplémentaire à la consommation. Le taux de chômage afficherait une augmentation modeste au tournant de l'année 2024, sous l'effet de la progression du coût réel du travail et d'un retour de la population active vers sa progression tendancielle, et resterait stable en 2025 étant donné une croissance attendue égale au potentiel. La croissance durant la seconde moitié de l'année serait également soutenue par le commerce extérieur et le retour de l'investissement. Ce dernier ne serait plus affecté par la fin du Superbonus et devrait être soutenu par l'exécution des projets prévus dans le cadre du plan de relance européen. Les exportations bénéficieraient d'une demande mondiale en hausse ainsi que des rattrapages partiels de parts de marché permis par des niveaux de salaires encore inférieurs à ceux des autres grandes économies européennes. Sur l'ensemble de l'année, la progression des exportations et de l'investissement en équipements pousserait le taux de pénétration à la hausse.

Espagne : vers un atterrissage en douceur¹

Avec une croissance à 2,7 % en 2023 et un très bon premier semestre 2024, l'économie espagnole affiche un dynamisme qui contraste avec les faibles performances observées dans les autres principaux pays de la zone euro. À la mi-2024, le PIB dépasse le niveau qu'il avait fin 2019 de 5,8 %, soit comme en Italie (5,5 %), et plus qu'en France (3,7 %) et surtout en Allemagne (0 %). Il est revenu au niveau de son PIB potentiel. La croissance devrait baisser progressivement à partir du deuxième semestre 2024. Compte tenu d'un fort effet d'acquis en milieu d'année, la croissance serait à 2,9 % sur l'ensemble de l'année, plus élevée qu'en 2023. Elle baisserait à 2,2 % en 2025. Les tensions inflationnistes devraient être un peu plus marquées que dans le reste de l'UE. L'inflation atteindrait 2,4 % fin 2025.

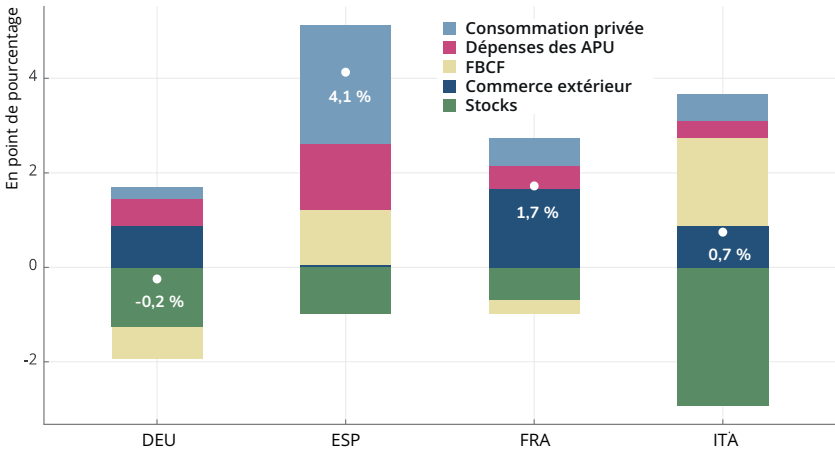
La dynamique perdue, envers et contre tous

Au cours des six derniers trimestres, et à la différence des autres grands pays de la zone euro, la croissance espagnole est restée vive. Après la phase de rebond qui a suivi la crise Covid de 2020, l'activité s'est ralentie sensiblement dans plusieurs pays alors qu'elle continuait sur sa lancée en Espagne. Ainsi, au deuxième trimestre 2024, alors que le PIB a baissé de -0,2 % en Allemagne et progressé de 1,7 % en France et de 0,7 % en Italie par rapport à la fin de l'année 2022, il a augmenté de 4,1 % en Espagne. Comme le montre le graphique 1, la différence s'explique par le dynamisme de toutes les composantes de la demande intérieure hors variations de stocks en Espagne, mais surtout de la consommation des ménages et de la consommation publique. À l'opposé de la France et de l'Allemagne, l'investissement a joué positivement, moins qu'en Italie cependant. En revanche, à la différence des autres pays cités, le commerce extérieur a été neutre sur la croissance espagnole pendant cette période (malgré des exportations plus dynamiques qu'ailleurs) alors qu'il a largement contribué à la croissance dans les trois autres pays. Enfin, les variations de stocks ont joué négativement et avec une ampleur assez proche dans trois pays. Malgré ces

1. Ce texte est rédigé par Christine Riffart *Département analyse et prévision*.

bonnes performances espagnoles sur la période récente, il n'en reste pas moins que, au deuxième trimestre 2024, la consommation des ménages est (seulement) de 1,5 % supérieure à son niveau de fin 2019 (3 % pour la France), la consommation publique de 17 % (7,5 % pour la France) tandis que l'investissement est au même niveau (1,5 %).

Graphique 1. Contributions des composantes de la demande à la croissance du PIB pour les quatre grands pays de la zone euro entre T4 2022 et le T2 2024



Eurostat, calculs OFCE.

APU : Administrations publiques ; FBCF : Formation brute de capital fixe.

Après un rythme presque régulier de 0,7 % par trimestre en 2023, la croissance espagnole atteint 0,9 % puis 0,8 % sur les deux premiers trimestres 2024. Elle continue d'être assez équilibrée, tirée par toutes les composantes de la demande. Il faut dire que la consommation des ménages est assise sur des revenus toujours bien orientés. Au premier trimestre, soutenu par les revenus du travail et des revenus financiers exceptionnels (dont la propension à consommer est assez faible), le RDB réel augmente de 3,7 % et le taux d'épargne de 2,7 points (pour atteindre un pic à 14,7 % du RDB). Au deuxième trimestre, le revenu chute de 2 %, en lien avec une hausse des cotisations sociales et surtout des impôts et une masse salariale qui stagne. Le retour du taux d'épargne vers sa moyenne de 2023 permet de lisser la consommation sur ce premier semestre. Celle-ci s'accroît de 0,5 % puis 1 % sur chacun des deux premiers trimestres.

Sur le marché du travail, les créations d'emploi restent dynamiques, l'emploi progresse à un rythme de 0,4 % par trimestre. Et malgré une

population en âge de travailler qui s'accélère fortement depuis plusieurs années (1,5 % sur un an depuis fin 2021), comme la population active (1,7 % sur la période), le taux d'emploi reste stable. Le taux de chômage lui continue de se contracter jusqu'à 11,3 % au deuxième trimestre, niveau jamais atteint depuis 2008. Pour autant et malgré des niveaux de prix élevés, on n'observe pas d'accélération des salaires nominaux. La hausse du salaire par tête se poursuit à un rythme plus modéré que l'an passé, +4,5 % sur un an au deuxième trimestre après 5,9 % un an plus tôt (4,4 % après 9,2 % pour le salaire horaire). Le salaire réel est stable en rythme annuel. Sur la période récente, le dynamisme de la consommation est donc davantage porté par les créations d'emploi que par la hausse des salaires réels par tête.

L'investissement logement reste faible, les ménages ayant sensiblement réduit leurs opérations nettes d'achat immobilier depuis la remontée des taux d'intérêt. Cette situation a néanmoins permis aux ménages de se désendetter. La dette hypothécaire ne représente plus que 45,4 % du PIB après 56,5 % fin 2019 (et un pic à 85 % en 2009). Elle a retrouvé son niveau de 2001 avant l'envolée de la spéculation immobilière. Malgré tout, le marché reste tendu². Face à une demande tirée par la croissance démographique et la population non résidente, l'offre de logement reste insuffisante. Les prix accélèrent et depuis le début de 2023, augmentent plus vite que l'inflation (+7,8 % en nominal au deuxième trimestre 2024, dont 11,2 % dans le neuf et +7,3 % dans l'ancien, après +3,6 % fin 2023 sur un an). En termes réels, les prix de l'immobilier rapportés à l'IPC viennent de dépasser leur niveau de 2019 mais sont nettement plus bas qu'en 2007, contrairement aux autres pays européens.

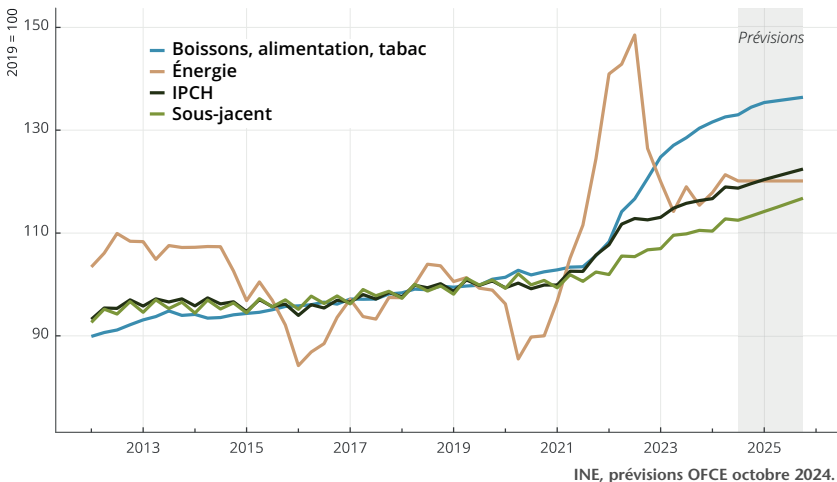
Dans les entreprises, la situation est un peu moins favorable, le taux de marge étant en retrait par rapport à la période pré-Covid. Au deuxième trimestre 2024, la productivité par tête reste dégradée mais l'ajustement sur la durée du travail (-3 % par rapport à 2019) a permis à la productivité horaire de corriger son déficit. Dans le secteur marchand, la productivité horaire a retrouvé sa tendance passée (0,6 % en rythme annuel), le cycle s'est refermé au premier semestre 2024. Côté salaires, le salaire horaire réel est stable depuis le début de l'année 2023. Pour autant, il est plus élevé qu'avant la crise Covid et le

2. Voir Lajer Baron A., D. López Rodríguez et L. San Juan, 2024, « El Mercado de la vivienda residencial en España: Evolución reciente y comparación internacional », *Banco de España Documentos Ocasionales*, n° 2433.

taux de marge des entreprises reste dégradé malgré un redressement très net depuis 2021. Il est actuellement inférieur à son niveau de 2019, déjà en retrait par rapport à sa moyenne de long terme, l'économie espagnole étant cette année-là en haut de son cycle conjoncturel. Malgré le rôle de l'investissement dans la croissance de ces dernières années, son taux n'a toujours pas redémarré. Il est vrai que dans l'industrie notamment, le taux d'utilisation des capacités de production reste en dessous de sa moyenne de long terme. En valeur, le taux d'investissement continue de baisser à un niveau inférieur à celui enregistré pendant la crise de 2008 et surtout pendant la crise de la zone euro. La vigueur de l'activité s'accompagne toutefois d'une forte hausse des créations d'entreprises depuis le début 2023 et d'une baisse des défaillances.

Côté prix, l'inflation a cessé de baisser depuis un an. Après un point bas à 2,8 % au deuxième trimestre 2023, elle atteint 3,6 % à la mi-2024, soit un rythme désormais plus élevé que chez les partenaires européens. Cette légère remontée s'explique par la hausse sur un an de 6,3 % des prix de l'énergie après une chute de 20 % il y a un an. La légère remontée des prix du Brent au deuxième trimestre s'est reportée sur le prix des carburants mais c'est surtout la levée progressive des allègements de taxes et impôts sur les prix du gaz et de l'électricité tout au long du premier semestre qui a renchéri les prix de l'énergie pour les ménages. Les autres composantes continuent de ralentir (graphique 2).

Graphique 2. Composantes de l'IPCH à l'horizon 2025



L'inflation sur le prix des biens alimentaires est passée de 11,3 % à 4,4 % en un an et l'inflation sous-jacente de 3,9 % à 2,9 % sur la même période.

Des indicateurs de court terme bien orientés – l'emploi ralentit

Les indicateurs disponibles au moment de la réalisation de la prévision laissent entrevoir un troisième trimestre encore dynamique, que nous inscrivons à 0,7 %.

Selon les enquêtes, l'indicateur du sentiment économique général augmente plus rapidement depuis le début de l'année et surtout depuis cet été. En septembre, il est revenu au niveau d'avant-crise, sur sa moyenne de long terme.

Du côté des ménages, le climat de confiance, bien qu'encore très inférieur à son niveau de 2019, se redresse depuis un an. Les immatriculations de voitures neuves sont stables au troisième trimestre et les ventes au détail, en hausse sur les deux premiers mois connus du trimestre. Le nombre de chômeurs continue de baisser et le taux de chômage, stable en 2023, a repris son mouvement baissier pour atteindre 11,3 % en septembre (après 12 % en septembre 2023).

Concernant l'activité des entreprises, les indicateurs sont plus mitigés. Les enquêtes s'améliorent, notamment dans l'industrie malgré un indice de production qui recule légèrement au deuxième trimestre et sur les deux premiers mois du troisième. L'indicateur de confiance, en hausse sur les huit premiers mois de 2024, et surtout pendant l'été, dépasse en septembre son niveau de 2019 et retrouve sa moyenne de long terme. Cela est à mettre en lien avec la remontée des carnets de commande jusqu'en juin. Ceux-ci baissent toutefois sur les trois mois d'été. Le taux d'utilisation des capacités augmente légèrement mais ne montre pas de tensions. Dans les services, l'indicateur de confiance reste stable, toujours très au-dessus de sa moyenne de long terme, et les réponses des directeurs d'achat, très au-dessus de la barre des 50. Dans la construction, malgré une activité déprimée et une forte volatilité, l'indicateur de confiance est positif. Les permis de construire et les prix de l'immobilier sont toujours orientés à la hausse (8,7 % sur un an pour les prix).

Pour autant, l'emploi ralentit au vu de l'évolution du nombre de nouveaux affiliés à la Sécurité sociale depuis le mois de juin. De même

que les avancées salariales conclues dans le cadre de conventions collectives ou d'entreprises, sont de 3,0 % sur un an en cumulé sur les neuf premiers mois de l'année, après 3,4 % sur la même période de 2023. Les nouveaux accords signés en 2024 sont de 3,9 %, après 4,3 % pour ceux signés en 2023 et 2,9 % en 2022.

Côté prix, la détente se confirme au troisième trimestre. L'IPCH, très volatile, a baissé par rapport au deuxième trimestre, portant à 2,6 % l'inflation sur un an. La baisse de l'indice global s'explique par le retournement du prix des produits énergétiques et pour la première fois des biens alimentaires sur les mois de juillet et août (dernier mois connu du trimestre). Ces deux composantes exclues, l'indice sous-jacent marque une pause. L'inflation de ces trois composantes sur les deux mois du trimestre est de respectivement 0,5 %, 3 % et 2,8 %.

Autre source d'informations, l'indicateur de PIB en temps réel calculé par l'AireF³ sur la base de dix indicateurs évalué à 0,8 % la croissance au troisième trimestre. Au moment de la rédaction, l'indicateur s'appuie sur plus de 80 % des données utilisées dans le modèle. Les principaux soutiens à la croissance sont la consommation d'énergie électrique, l'indice PMI dans les services, les ventes dans les grandes entreprises. À l'inverse, les importations de biens pèsent sur la croissance.

Dans ce contexte, nous prévoyons une croissance à 0,7 % au troisième trimestre. La consommation des ménages ralentirait à 0,6 % et la consommation publique à 1 %. L'investissement des ménages et des entreprises accélérerait, nourrissant aussi un besoin accru en produits importés. La contribution du commerce extérieur deviendrait nulle.

Des politiques économiques neutres en 2025

À l'horizon de fin 2025, nous prévoyons un atterrissage en douceur de l'économie espagnole sur fond de neutralité des politiques économiques.

Un budget 2025 à nouveau bloqué !

De 4,7 % fin 2022, le déficit public a terminé l'année 2023 à 3,5 % du PIB (pour un objectif à 3,9 %), avec selon nos calculs, une impulsion négative de 0,6 point. Au deuxième trimestre 2024, le déficit sur un an se situe à 3,3 % et la dette, à 105,3 % du PIB. Dans la trajectoire de

3. Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal est une agence indépendante en charge de garantir la soutenabilité des finances publiques en Espagne.

finances publiques présentée par le gouvernement en juillet dernier (mais non adoptée), l'objectif de déficit pour 2024 est maintenu à 3 % et durci à 2,5 % pour 2025, après 2,7 % inscrit dans le Programme de Stabilité 2023-2026 (l'objectif pour 2026 a aussi été durci de 2,5 % du PIB à 2,1 % et vise 1,8 % en 2027).

Faute de majorité au Congrès en 2023, le projet de loi de finances pour 2024 n'avait pu être voté. Le budget 2023 a donc été prorogé pour la gestion des affaires courantes, les nouvelles mesures discrétionnaires ayant été adoptées par le biais de décrets-lois royaux (*real decreto ley*). On suppose que l'objectif de déficit sera atteint en 2024, avec l'amélioration du solde conjoncturel et l'absence de nouvelles mesures. Le budget devrait être neutre sur l'année du point de vue de l'impulsion budgétaire.

Le principal décret-loi adopté en 2024 est celui du 25 juin (RDL 4/2024) qui a validé certaines mesures anti-inflationnistes déjà annoncées et en a prolongé d'autres. Avec la baisse des cours de l'énergie en 2023, les allègements de taxes sur le prix de l'énergie ont donc pris fin au 1^{er} juillet dernier⁴. Par contre, les mesures sur le prix des biens alimentaires ont été prorogées sur le deuxième semestre avec un retour progressif à la normale au plus tard au 1^{er} janvier 2025. Ainsi, la TVA au taux ultra-réduit de 0 % sur les produits de première nécessité et l'huile d'olive et de 5 % sur les pâtes et autres huiles devra repasser d'ici décembre 2024 à respectivement 2 % et 7,5 %. À partir de janvier 2025, tous ces produits retrouveront leur niveau antérieur de TVA de 4 % et 10 % (l'huile d'olive restant au taux ultra-réduit de 4 %). Ce retour à la normale aurait un impact de 1,2 point sur les prix des biens alimentaires au cours des deux prochains trimestres (soit +0,1 et +0,3 point sur l'inflation totale au quatrième trimestre 2024 et au premier trimestre 2025). Au-delà de ces hausses de rentrées fiscales, le budget 2024 est également marqué par les décisions adoptées dans les budgets antérieurs, notamment les impôts temporaires sur les secteurs de l'énergie et de la finance mis en place fin 2022 dans le cadre des mesures exceptionnelles pour répondre à l'impact économique de la guerre en Ukraine et de la hausse des prix. Ces impôts prévus sur 2023

4. La taxe sur la production d'électricité est passée de 0 % fin 2023 à 3,5 % au premier trimestre et à 5,25 % au deuxième trimestre avant de revenir au taux normal de 7 % en juillet. L'impôt spécial sur l'électricité a été relevé de 0,5 % à 2,5 % au premier trimestre puis 3,8 % au deuxième trimestre avant de revenir au taux normal de 5,11 % en juillet. La TVA sur le gaz et l'électricité a été ramenée en janvier de 5 à 10 % puis en mars, à 21 % (le prix moyen sur le marché de gros étant inférieur au seuil de 45 euros/MWh). Le gel sur le prix de butane a pris fin, la bombonne passant de 12,5 à 19,55 euros.

et 2024 pourraient être ajustés et pérennisés, selon l'accord de coalition du gouvernement. Selon le ministère des Comptes publics, le recouvrement de ces deux impôts extraordinaires rapporterait à l'État 2,9 milliards d'euros, dont 1,7 venant du secteur de la finance et 1,2 des grandes entreprises de l'énergie. Des allègements d'impôts avaient par ailleurs été actés notamment à travers la réforme de l'IRPP avec la hausse du seuil d'exemption fiscale au niveau du SMIC annuel (5,2 millions de bénéficiaires). Dans la fonction publique, l'Accord pour une administration du XXI^e siècle conclu en 2022 prévoit une hausse du salaire des fonctionnaires de 2 % avec un effet rétroactif au 1^{er} janvier 2024 (plus de 3 millions de personnes concernées) et pourrait aboutir à une hausse cumulée de près de 10 % des salaires depuis 2022.

L'histoire budgétaire espagnole se répète sur 2025. Comme en 2019, 2020 et 2024, le Budget 2025 a, cette année encore, peu de chance d'être adopté. Réinvesti en novembre 2023 avec le soutien du Parti socialiste, de l'alliance d'extrême gauche Sumar et des partis indépendantistes basques et catalans, le président du gouvernement Pedro Sanchez a du mal à asseoir une majorité stable à l'Assemblée. En juillet 2024, le Congrès des députés a rejeté le plafond de dépenses et la trajectoire de finances publiques et en septembre, le gouvernement a repoussé la présentation du budget à une date encore non définie, mais en décalage sur le planning présenté à la Commission européenne. Faute d'accord, c'est à nouveau sur la base du budget 2023 que le budget 2025 sera géré. Pour l'heure, les propositions du gouvernement visent à durcir les objectifs pour ramener le déficit à 2,5 % et la dette à 103,6 % en 2025, et à respecter l'Accord sur les objectifs de stabilité en plafonnant la hausse des dépenses à la croissance nominale du PIB. On suppose ici que l'objectif de déficit peut être atteint avec une impulsion budgétaire neutre.

La politique monétaire restrictive en 2024 et neutre en 2025

Après la hausse des taux directeurs à la mi-2022 et leur maintien à 4,5 %, la BCE a commencé à relâcher la pression en septembre dernier. La détente devrait se poursuivre d'ici à la fin de l'année et se prolonger en 2025. Fin 2025, nous prévoyons que le taux directeur sera ramené à 2,25 %. En reprenant la variante de la Banque d'Espagne, l'impact cumulé des hausses passées et des baisses en cours et à venir sur le niveau du PIB, serait de -0,35 point en 2024 et nul en 2025.

Ralentissement en vue sans surchauffe inflationniste

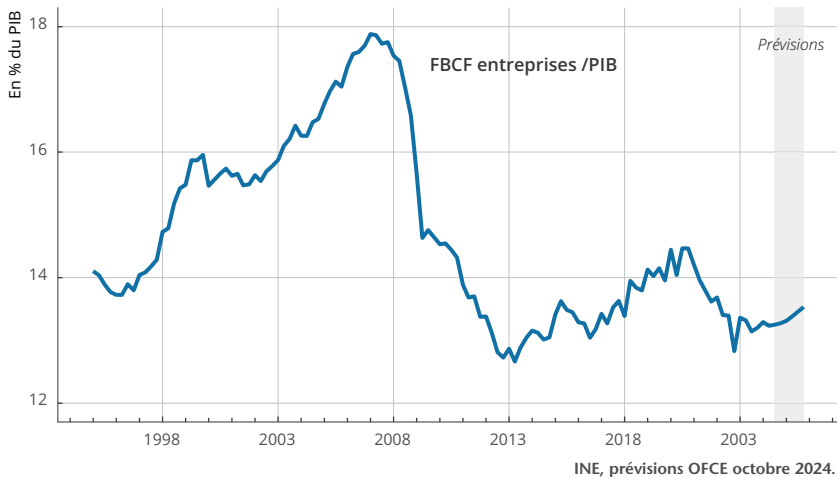
Après 0,7 % puis 0,6 % aux troisième et quatrième trimestres 2024, la croissance trimestrielle devrait baisser à un rythme de 0,4 % au deuxième semestre 2025. Et si la croissance annuelle de 2024 (2,9 %) apparaît plus élevée que celle de 2023 (2,7 %), c'est en raison d'un effet d'acquis de 2,4 point de croissance au milieu d'année. Fin 2025, la croissance sur un an serait de 1,9 %, contre 3,1 % au deuxième trimestre 2024.

L'écart de croissance, nul en 2023, serait positif dans les deux années à venir (autour de 2,5 points de PIB potentiel en 2025, sur la base du PIB potentiel de l'OCDE). Son cycle étant refermé, la productivité dans l'ensemble de l'économie devrait rester très proche de sa tendance. Le taux de chômage arrêterait de baisser. Il pourrait même réaugmenter si la population active continue de croître au niveau actuel mais nous faisons l'hypothèse qu'elle ralentirait d'un rythme de 2,1 % en 2023 à 1,4 % en 2024 et 1 % en 2025. Il resterait à un niveau relativement bas, sans entraîner de tensions fortes sur les salaires. Même si l'inflation salariale semble maîtrisée, l'inflation sera néanmoins légèrement supérieure à celle des autres pays du fait des écarts de conjoncture (2,4 % fin 2025).

Le ralentissement devrait intervenir progressivement, notamment avec le retrait du commerce extérieur comme soutien à la croissance. La demande intérieure resterait ferme, soutenue en particulier par la consommation des ménages et l'investissement. À l'horizon 2025, l'emploi devrait continuer de progresser mais sur un rythme inférieur à celui du PIB. Mais le léger rattrapage de la durée du travail en 2025, après le décrochage observé depuis 2019, maintiendrait la hausse de la productivité horaire autour de sa tendance. Simultanément, nous ne prévoyons pas de dérapage des salaires nominaux mais plutôt la poursuite du ralentissement à 3,2 % pour le salaire horaire. Les salaires réels devraient rester stables en 2024 et augmenter légèrement en 2025. Cette légère accélération du salaire horaire réel au-delà de la tendance de la productivité horaire conduirait à une légère baisse du taux de marge dans les entreprises en 2025. Le RDB réel des ménages ralentirait à partir du second semestre 2024, du fait du ralentissement de l'emploi et des revenus exceptionnels tirés des placements financiers et immobiliers. Soutenue par la baisse du taux d'épargne, la consommation des ménages pourrait rester sur des rythmes de 0,6-0,5 % par trimestre jusqu'à la fin de 2025.

Mais surtout on fait l'hypothèse que le cycle d'investissement se mettra en place à partir du deuxième semestre 2024, stimulé à la fois par des taux d'intérêt à la baisse, une demande finale soutenue et des financements européens qui devraient commencer à se concrétiser sur le terrain (encadré). Jusqu'alors l'investissement est resté en retrait de la croissance. Nous supposons que le taux d'investissement en volume repartira à la hausse dès le troisième trimestre 2024. Stimulé par la baisse des taux d'intérêt, une demande de logements non satisfaite et des besoins en rénovation du parc immobilier financés par les fonds européens, l'investissement logement devrait consolider sa reprise et terminer 2025 sur un rythme de 3 % l'an. De même, l'investissement public et privé devrait se raffermir dans les secteurs des nouvelles technologies, l'environnement, les infrastructures, etc., encouragé par le déblocage des subventions européennes (graphique 3).

Graphique 3. Taux d'investissement des entreprises



À l'opposé, le plus fort contenu en biens intermédiaires de l'investissement devrait stimuler les importations de marchandises. Le taux de pénétration devrait repartir à la hausse. Les exportations devraient pâtir de prix relatifs moins compétitifs sur les marchés étrangers, les parts de marché devraient s'en trouver réduites. La contribution du commerce extérieur deviendrait neutre au deuxième semestre 2024 puis négative en 2025.

Encadré. Le rôle des fonds européens dans l'investissement en 2024 et 2025

À l'horizon 2025, notre prévision de croissance est basée sur la consolidation de la demande intérieure, et notamment de l'investissement privé et public. L'Espagne reçoit depuis 2021 des financements européens dans le cadre du plan de relance et d'investissement *Next Generation European Union* (NGEU) mis en place dès 2020 par la Commission européenne à la suite de la crise Covid. Ces fonds sont un soutien opportun à l'investissement. Sur la base de plusieurs travaux, il ressort que l'effet a déjà commencé à se produire en 2022 et 2023 et sera maximal en 2024-2025.

Pour rappel, le plan NGEU dispose d'un fonds de 730 milliards d'euros sur une période de six ans (2021-2026), dont 648 milliards via la Facilité pour la reprise et la résilience (FRR) et 83,1 milliards au titre des programmes européens plus ciblés. Alloué sous la forme de subventions et de prêts aux États membres, le plan NGEU s'articule avec les plans de relance nationaux présentés à la Commission européenne par chaque gouvernement (*Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia* (PRTR) pour l'Espagne⁵). La répartition des fonds européens dépend de plusieurs critères : 70 % sont liés à la population du pays, au PIB par habitant, au taux de chômage sur la période 2015-2019 ; les 30 % restants dépendent de l'ampleur de la crise économique durant la pandémie de 2020-2021.

L'Espagne dans le plan NGEU

Souffrant d'un taux de chômage particulièrement élevé depuis la crise financière de 2008 (17,7 % en moyenne sur la période 2015-2019) et ayant connu la plus forte chute du PIB en 2020 (-8,3 % en 2020-2021 par rapport à 2019), l'Espagne reçoit un financement important de l'Europe : 163 milliards d'euros, dont 80 milliards en subventions⁶ (6,6 % du PIB de 2021) et 83 milliards en prêts (6,8 % du PIB 2021). Ce montant, le plus important auquel l'Espagne avait droit⁷, fait que l'Espagne est le deuxième pays récipiendaire du plan européen, après l'Italie (194,4 milliards) et le premier pays dans la composante subventions.

5. Gouvernement de l'Espagne, 2023, *Adenda segunda fase del plan de recuperación, transformación y resiliencia del reino de España. Impulso a la industrialización estratégica*, Madrid, septembre. En juin 2023, la Commission a autorisé les États membres à inclure un chapitre RePowerEU aux plans nationaux. Doté d'une enveloppe de 20 milliards d'euros, celui-ci vise à se passer du gaz, du pétrole et du charbon en provenance de Russie d'ici à 2027. Les plans nationaux ont été réactualisés à cette occasion. La première version avait été présentée en juin 2021 : https://www.lamoncloa.gob.es/temas/fondos-recuperacion/Documents/160621-Plan_Recuperacion_Transformacion_Resiliencia.pdf. Le plan inclut 212 mesures dont 110 concernant l'investissement et 102 réformes sur la période 2021-2023.

6. Dans la version initiale, les subventions atteignaient 69,5 + 10,3 milliards dans l'Addendum en juin 2023 (7,7 milliards de la FRR et 2,6 milliards de RepowerEU).

7. Treize pays avaient déposé une demande de prêts avant la date butoir de décembre 2023. L'Espagne a demandé le maximum, la France, elle, n'a pas fait de demande.

Ces aides sont conditionnées à la réalisation d'objectifs examinés par la Commission européenne avant chaque déblocage de fonds. L'Espagne s'est engagée à mettre en place des mesures avec 140 cibles d'investissement et plus de 110 réformes (marché du travail, retraites, protection sociale, fiscale, logement, éducation)⁸. Les axes visés sont la transition écologique (40 % des aides), la digitalisation de l'économie (26 %), la cohésion sociale et territoriale (22 %) et la lutte contre les inégalités de genre.

Le déblocage des fonds

De 2021 à l'été 2024, l'Espagne a reçu 48,3 milliards de l'Europe (la quatrième tranche de 9,9 milliards ayant été versée le 27 juillet⁹), soit 60 % des 80 milliards attendus (l'Italie a reçu 44,7 milliards, et la France 30,9 milliards) et 30 % des 163 milliards prévus. À la différence d'autres pays, elle a privilégié le déblocage des subventions et ne va recourir à la demande de prêts qu'à partir du deuxième semestre 2024. Avant la fin de l'année, l'Espagne devrait recevoir une première tranche de prêts de 3,4 milliards du fonds de résilience régionale qui sera gérée par la BEI. C'est le début de la mobilisation des 83 milliards d'aides financières restants. En contrepartie, la CE a validé 30 % du total des jalons et objectifs posés¹⁰.

L'impact macroéconomique des investissements financés par le plan de relance sera maximal en 2024-2025

Plusieurs estimations de l'impact du plan NGEU sur l'économie espagnole ont été réalisées sur la base du planning de déblocage des fonds prévus, dont celle du gouvernement espagnol, reprise dans le PLF révisé 2024 présenté à Bruxelles¹¹. Selon cette estimation actualisée avec la révision de 2023 et qui prend en compte l'ensemble des financements du NGEU (transferts et à partir de 2025, prêts), le niveau du PIB serait relevé de 1,2 point en moyenne par an sur la période 2021-2031, et de 1,7 point en fin de période (graphique). Les investissements expliqueraient plus d'un tiers de cette hausse, avec un point haut en 2024 à 1,7 point et 1,2 en 2025, après 1,5 point en 2023, sachant que sur la période 2021-2024, seuls les transferts ont été utilisés.

Deux autres mesures d'impact ont été réalisées par la Banque d'Espagne, la première reprise dans le scénario central des prévisions macroéconomiques. Selon la Banque, l'impact des investissements associés au PNRR sur le PIB serait moindre : +0,2 point en 2021, +0,4 point en 2022, +0,7 point en 2023, +1 point en 2024. L'impact maximal aura lieu en 2025-2026. L'autre estimation publiée dans un document de travail en 2024 montre que les

8. <https://planderecuperacion.gob.es/politicas-y-componentes>

9. 9 milliards au titre de préfinancement en août 2021, 10 milliards en décembre 2021 au titre du premier versement semestriel, 12 milliards en juillet 2022 au titre du deuxième versement semestriel, 6 milliards en mars 2023 au titre du troisième versement semestriel, 1,4 milliard en février 2024 au titre du préfinancement du plan révisé et désormais 9,9 milliards au titre du quatrième versement.

10. Voir De la Fuente Á., 2024, « [The reforms component of Spain's recovery plan](#) », *Estudios sobre la Economía Española*, n° 2024/08.

11. Voir Gouvernement de l'Espagne, *op. cit.*

fonds NGEU augmenteraient le PIB entre 0,9 et 1,4 point à l'horizon 2028 selon deux hypothèses sur l'efficacité du capital public¹². L'impact sur la croissance du PIB serait en moyenne assez stable entre 2021 et 2026, compris entre 0,11 et 0,17 % selon ces hypothèses, avec un maximum en 2025 entre 0,11 et 0,19. L'impact sera nul au-delà de 2028.

En résumé, selon les modèles, l'impact des investissements et principalement des transferts sur le niveau du PIB serait maximal autour de 2025 (2028 pour le DT). Sur la croissance du PIB, l'impact serait maximal entre 2024 et 2025.

Ces estimations supposent au moins deux choses : les décaissements suivent le calendrier établi avec la CE ; ces décaissements sont investis rapidement auprès des bénéficiaires sur le terrain. Or, une note du 4 septembre souligne que moins d'un tiers des 730 milliards d'euros avaient été décaissés fin 2023 alors que le dispositif expire le 30 août 2026, dans moins de deux ans¹³. Dans le cas de l'Espagne, 80 % des demandes de paiements prévues avant fin 2023 avaient bien été réalisées (pour 70 % en moyenne pour l'UE) mais avec un peu de retard par rapport au timing initial lié à des circonstances extérieures et à la sous-estimation du temps nécessaire aux réformes. Par exemple, selon un rapport de la Cour des comptes européenne d'avril 2024, en Espagne, la cible intermédiaire consistant à rénover 231 000 logements résidentiels pour la fin 2023 a été retardée du fait de l'inflation et la forte hausse des prix des matières premières¹⁴. Lors de la procédure de modification de son PRTR, l'Espagne a par conséquent proposé de reporter d'un an l'échéance de la cible intermédiaire, mais aussi de revoir à la baisse le nombre total de logements à rénover dans le cadre de la mesure envisagée, en le faisant passer de 510 000 à 410 000. Après évaluation, la Commission a accepté les deux propositions. Comme pour d'autres pays, l'Espagne a bénéficié de la révision de certaines cibles à la baisse et du report du délai d'achèvement de certaines mesures.

La CE semblerait donc assez accommodante. Pour autant, l'Espagne apparaît plutôt comme un bon élève. Les délais de la procédure sont inférieurs à 200 jours (moins que pour la France et l'Italie) et fin 2023, 46 % des fonds de la FRR ont été décaissés et 29 % des jalons et des cibles atteints, alors que dans l'UE en moyenne, les chiffres sont de respectivement 37 % et 19 %.

Dans ce contexte, nous intégrons dans notre prévision une montée en puissance de l'impact direct et indirect du fonds NGEU sur l'investissement public et privé en 2024 et surtout en 2025.

12. Domínguez-Díaz R., S. Hurtado et C. Menéndez, 2024, « The medium-term effects of investment stimulus », *Banco de España Documentos de Trabajo*, n° 2402.

13. « Plan européen de relance post-Covid : plus de deux tiers des fonds inutilisés », *Vie publique*, 4 septembre 2024.

14. Cour des comptes européenne, 2024, *Absorption des fonds de la facilité pour la reprise et la résilience. La situation progresse tant bien que mal et des risques subsistent quant à la réalisation des mesures et donc des objectifs de la FRR*, Luxembourg, Cour des comptes européenne.

Royaume-Uni : une lumière au bout du tunnel ?¹

L'économie britannique a renoué avec la croissance au premier semestre 2024, le PIB ayant augmenté de 0,7 % au premier trimestre et de 0,5 % au deuxième, après avoir baissé de 0,3 % au second semestre 2023. L'activité a cependant ralenti pendant l'été 2024, le PIB mensuel n'ayant augmenté que de 0,2 % sur un mois en août, après être resté stable en juin et juillet. L'inflation (mesurée selon l'indice des prix à la consommation harmonisé) a continué de baisser et n'était plus que de 2,2 % sur un an en août 2024.

Le ralentissement des prix et les perspectives d'une nouvelle décélération de l'activité, ont conduit la Banque d'Angleterre à abaisser son taux directeur de 0,25 point en août dernier, pour l'amener à 5 %. La Banque d'Angleterre continuerait d'abaisser son taux directeur, pour le porter à 4 % au quatrième trimestre 2025. La baisse serait graduelle, la Banque souhaitant s'assurer que l'inflation restera bien proche de 2 %. Mais alors que la politique monétaire s'assouplirait, la politique budgétaire resterait restrictive, bien que les incertitudes soient nombreuses, dans l'attente du budget qui sera présenté le 30 octobre.

La croissance du PIB britannique serait de 0,9 % cette année et de 1,2 % l'an prochain, proche de celle de la moyenne de la zone euro (respectivement 0,7 % et 1,2 %), mais inférieure à celle des États-Unis (2,5 % et 1,6 %). L'inflation serait de 1,8 % sur un an en décembre 2025. Le taux de chômage approcherait 4,9 %, contre 4 % à l'été 2024. Le déficit public serait ramené de 5,8 % du PIB à 4,3 % du PIB, la dette publique approchant 105 % du PIB, contre 100 % à la fin de 2023.

À l'automne 2024, la situation conjoncturelle britannique laisse poindre une lumière au bout du tunnel, pour reprendre l'expression du Premier ministre Keir Starmer, lors de son discours devant le congrès des travaillistes, le 24 septembre dernier, mais la longueur du tunnel reste incertaine.

1. Ce texte est rédigé par Catherine Mathieu, *Département analyse et prévision*.

2024 : l'embellie

Le PIB n'avait augmenté que de 0,3 % en moyenne annuelle en 2023 au Royaume-Uni, contre 0,5 % dans l'ensemble de la zone euro et 2,9 % aux États-Unis. Après avoir baissé de 0,1 % au troisième trimestre 2023, puis de 0,3 % au quatrième, le PIB britannique a augmenté de 0,7 % au premier trimestre 2024 et de 0,5 % au deuxième, soit une hausse de 0,7 % sur un an en glissement. Au deuxième trimestre 2024, le PIB britannique est légèrement à la traîne parmi les grandes économies industrialisées, avec une hausse de 2,9 % par rapport à son niveau du quatrième trimestre 2019, avant le début de la crise Covid, contre 3,7 % en France, 3,9 % en moyenne dans la zone euro, mais nettement devant l'Allemagne (0,2 %) et très en retard vis-à-vis des États-Unis (10,7 %).

Les relèvements du taux directeur de la Banque d'Angleterre, de 0,1 % en novembre 2021 à 5,25 % en août 2023 et leur maintien à ce niveau pendant un an, destinés à ramener l'inflation vers 2 %, dans une économie sortie de la crise Covid avec un taux de chômage faible et des tensions sur le marché du travail, ont freiné l'activité, alors que le soutien budgétaire s'amenuisait. La hausse des prix à la consommation, qui avait atteint 10,8 % au quatrième trimestre 2022 (contre 10 % pour l'ensemble de la zone euro et 7 % aux États-Unis), n'était plus que de 2,2 % en août 2024.

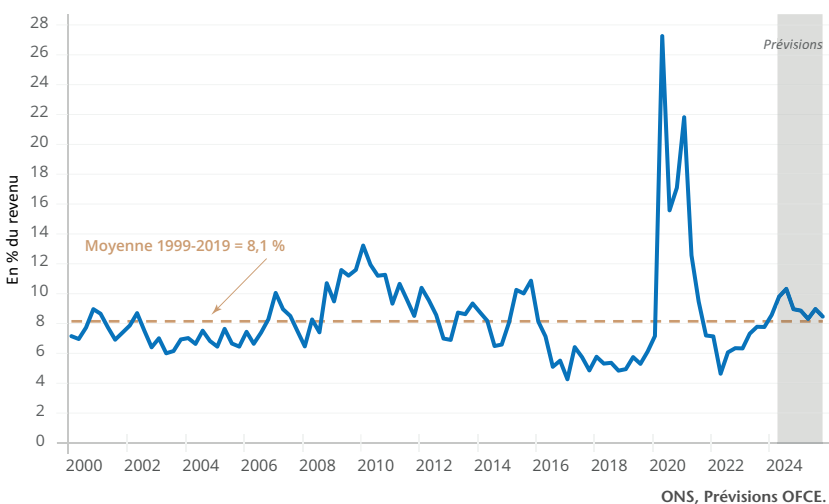
Un certain redémarrage de la croissance

Le PIB a augmenté de 0,75 % au premier semestre 2024 par rapport au semestre précédent (tableau). C'est en premier lieu la consommation des ménages qui a soutenu la croissance au cours de ce semestre, contribuant à hauteur de 0,4 point, tandis que l'investissement privé contribuait à hauteur de 0,2 point. Après plusieurs trimestres de baisse, dans un marché freiné par la hausse des coûts du crédit, alors que les prix avaient atteint des niveaux historiquement élevés, l'investissement en logement des ménages a connu une forte hausse au premier trimestre 2024, en partie effacée au deuxième trimestre, et contribuant à hauteur de 0,1 point à la croissance du semestre. Au total, la demande intérieure privée hors stocks a donc contribué à hauteur de 0,7 point à la croissance au premier semestre. La consommation publique a pour sa part contribué à hauteur de 0,2 point, tandis que l'investissement public avait une contribution nulle. Les exportations ont par contre légèrement baissé sur le semestre tandis que les importations connaissaient une forte hausse (se retrouvant en partie dans une

hausse des variations de stocks). La contribution du commerce extérieur à la croissance a été négative de 1,1 point, celle des variations de stocks positive de 1 point.

La consommation des ménages a augmenté de 0,5 % en volume au premier trimestre 2024 avant de ralentir à 0,1 % au deuxième trimestre, alors que le revenu augmentait de près de 1,4 % chaque trimestre en termes réels. Les ménages britanniques ont donc à nouveau augmenté leur taux d'épargne, de 2 points en un semestre, pour le porter à 9,8 % (graphique 1)². Cette sur-épargne représentait cependant encore 12 points de revenu annuel des ménages, par rapport au taux d'épargne moyen des dix années précédant la crise Covid. Jusqu'au printemps 2023, l'accélération de l'inflation avait conduit à une baisse des salaires réels, qui freinait la consommation des ménages, mais ce n'a plus été le cas ensuite. En continuant à augmenter leur taux d'épargne, les ménages ont sans doute cherché à compenser les effets de l'inflation sur l'érosion de leur patrimoine financier. Alors que ce dernier avait atteint un niveau historiquement élevé depuis 2016, représentant, net de l'endettement, 3,5 fois le revenu annuel des ménages en 2021 (soit 2,4 fois le PIB), il n'en représentait

Graphique 1. Taux d'épargne des ménages



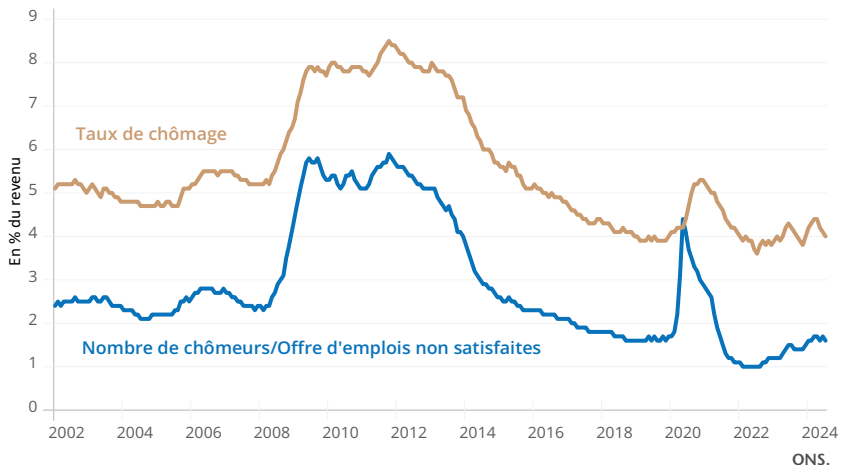
2. Précisons que les comptes nationaux annuels, publiés le 30 septembre dernier, avaient révisé la consommation des ménages à la hausse et le taux d'épargne à la baisse en 2022, de 3 points, pour l'amener à 6,4 %, réduisant ainsi en partie la sur-épargne accumulée par les ménages depuis le début de la crise Covid.

plus que 2,2 fois le revenu annuel au troisième trimestre 2023 (soit 1,5 fois le PIB). Ce ratio, qui s'est stabilisé depuis, est d'ailleurs légèrement inférieur au précédent point bas atteint lors de la crise financière de 2007.

Marché du travail : les tensions continuent de s'alléger

Le taux de chômage (au sens du BIT) avait atteint un point bas à 3,6 % en août 2022. Il a ensuite légèrement remonté et fluctué entre 3,8 % et 4,3 % ; il était de 4 % en juillet 2024, proche de son niveau d'avant-crise Covid. Mais le taux d'activité des 16-64 ans, qui avait atteint un point haut avant le début de la crise Covid (à 79,5 %), a baissé ensuite jusqu'à 77,8 % en janvier 2024, reflétant pour partie des retraits du marché du travail pour des raisons de santé (Covid longs). Cependant, le taux d'activité s'est stabilisé au premier trimestre 2024 et était légèrement remonté à 78,2 % en juillet. Les offres d'emplois non satisfaites, qui avaient fortement augmenté à la sortie de la crise Covid et atteint un pic à 1,3 million au printemps 2022, ont nettement baissé depuis. Elles n'étaient plus que de 857 000 en juillet, une situation proche, en termes de nombre de chômeurs par emploi vacant, de celle d'avant le début de la crise Covid (graphique 2). Au deuxième trimestre 2024, l'emploi total était en baisse de 0,2 en glissement sur un an, alors que la valeur ajoutée était en hausse de 0,8 %. Le cycle de productivité n'était pas complètement refermé, au regard d'une tendance de longue période de 0,89 % par an.

Graphique 2. Indicateurs de tensions sur le marché du travail



La hausse des salaires horaires moyens, qui avait atteint 8,3 % sur un an en juillet 2023, n'était plus que de 3,8 % sur un an en juillet dernier. En termes réels, la hausse des salaires a été respectivement de 0,9 % et 1,1 %. Précisons que des revalorisations exceptionnelles de rémunérations dans le secteur public, particulièrement dans le secteur de la santé, visant à rattraper partiellement les retards pris au fil des ans par rapport aux rémunérations du secteur privé, ont poussé les salaires à la hausse à l'été 2023. L'augmentation des salaires du secteur public a atteint 12,2 % sur un an en juillet 2023, contre 7,6 % pour le secteur privé. En juillet 2024, la hausse des salaires du secteur public n'était plus que de 0,1 % sur un an, contre 4,7 % dans le secteur privé.

Le 1^{er} avril 2024, le salaire minimum horaire des adultes de plus de 21 ans (National Living Wage, NLW) a été porté à 11,44 livres, soit une hausse de 9,8 %. Au Royaume-Uni, le gouvernement revalorise le salaire minimum chaque année en avril, à partir des recommandations de la Low Pay Commission (LPC), commission paritaire comprenant des représentants des salariés, des employeurs, ainsi que des experts. Depuis 2019, le gouvernement a donné pour mandat à la Low Pay Commission de proposer des évolutions annuelles du NLW permettant à celui-ci d'atteindre 66 % du salaire médian en octobre 2024. Cet objectif est en passe d'être atteint.

Le gouvernement travailliste arrivé au pouvoir en juillet dernier a modifié le mandat de la LPC. Pour 2025, celle-ci devra proposer un salaire minimum qui tienne compte du coût de la vie, dont l'évolution prévue de l'inflation jusqu'en mars 2026. Le gouvernement demande aussi que le taux adulte soit maintenu à 66 % du salaire médian. La LPC considérait, début septembre, que la hausse du taux adulte serait de l'ordre de 5,8 % du taux adulte en avril 2025 (soit un taux horaire de 12,1 livres), pour assurer le maintien à 66 % du salaire médian. Le gouvernement actuel demande par ailleurs qu'à terme, un seul taux horaire s'applique. La LPC proposera donc un rattrapage progressif, déjà engagé, du taux horaire du salaire minimum des 18-20 ans (dont le taux horaire a été fixé à 8,6 livres en avril 2024, soit une hausse de 14,8 %) et des 16-17 ans (taux horaire de 6,40 livres, soit une hausse de 21,2 %). La LPC rappelle qu'elle proposera une revalorisation du salaire minimum pour les moins de 21 ans, en veillant à limiter l'impact sur l'emploi de ces tranches d'âge.

Le salaire minimum britannique, rapporté au salaire médian, est donc appelé à rester l'an prochain parmi les plus élevés de l'OCDE, dont en Europe la France (où le ratio du salaire minimum au salaire

médian était de 62 % en 2023) et, dans une moindre mesure, l'Allemagne et l'Espagne (52 %). L'objectif, qui vise à ce que le « travail paie », fait l'objet d'un large consensus. Malgré une revalorisation plus rapide du taux adulte que du salaire moyen au cours des dernières années, les emplois au salaire minimum ne représentaient en 2023 qu'un peu plus de 6 % de l'emploi total, contre 8 % avant le début de la crise Covid. Ceci pouvant s'expliquer, selon la Low Pay Commission, par les tensions présentes sur le marché du travail³.

Prévisions 2024-2025 : un léger mieux...

Policy-mix : assouplissement monétaire mais restriction budgétaire

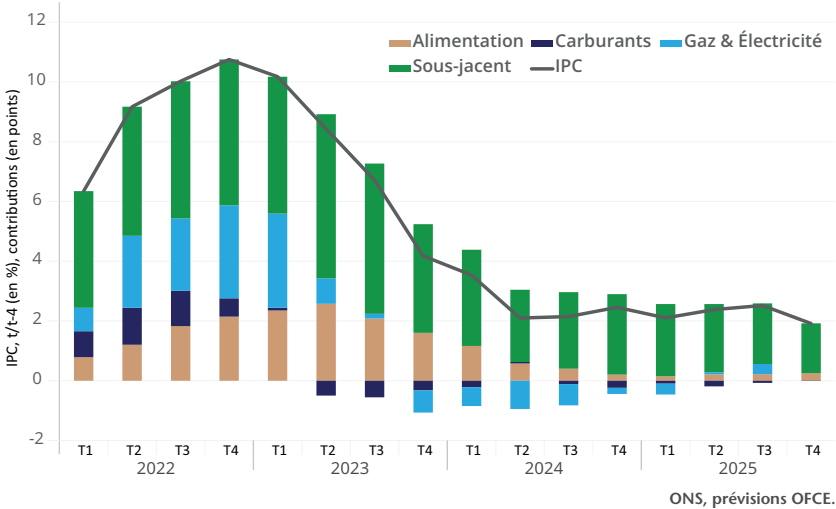
L'inflation, mesurée selon l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), avait atteint un pic à 11,1 % sur un an en octobre 2022, sous l'effet de la hausse de prix de l'énergie et de l'alimentation (graphique 3). Elle a ralenti depuis, initialement sous l'effet de la baisse des prix de l'énergie et de l'alimentation. L'inflation sous-jacente, qui avait atteint un pic à 7,1 % sur un an en mai 2023, n'était plus que de 3,6 % sur un an en août 2024. La hausse de l'IPCH n'était alors que de 2,2 % sur un an, proche de la cible de 2 % de la politique monétaire.

Face au ralentissement de la hausse des prix, le Comité de politique monétaire (CPM) de la Banque d'Angleterre a décidé une première baisse du taux de base de 0,25 point en août 2024, pour le porter à 5 %. Mais les membres du CPM étaient alors très partagés : 5 ont voté pour cette baisse, tandis que 4 votaient pour un statu quo. Lors de la réunion de septembre, le taux de base a été maintenu à 5 % par 8 voix contre 1 en faveur d'une baisse de taux de 0,25 point. Depuis qu'il a commencé à relever le taux de base à la fin de 2021, le CPM s'est en effet montré inquiet du risque de l'enclenchement d'une boucle prix-salaire. Pour la majorité des membres du CPM, le risque est d'assouplir trop tôt et trop fortement la politique monétaire, alors que l'inflation est à peine revenue à 2 % et alors que l'écart de production était proche de 0 à l'été 2024, selon la Banque d'Angleterre. Les membres du CPM actuellement en faveur d'un statu quo soulignent que l'inflation sous-jacente reste supérieure à 2 %. Une seule membre, Swati Dhingra, plaide régulièrement depuis plusieurs mois pour une baisse de taux, et c'était encore le cas en septembre, dans le but d'éviter un

3. Voir : *National Minimum Wage. Low Pay Commission Report 2023*, mars 2024.

surajustement à la baisse de la croissance et de l'inflation, compte tenu des délais de transmission de la politique monétaire.

Graphique 3. Inflation (IPC) et contributions des principales composantes



La hausse de 10 % des plafonds des prix du gaz et d'électricité annoncée par le régulateur britannique et entrée en vigueur au premier octobre 2024 contribuera à maintenir la hausse de l'indice des prix à la consommation légèrement au-dessus de 2 % au cours des prochains trimestres. Mais l'inflation sous-jacente, ainsi que le rythme de hausse des salaires continueraient de ralentir, alors que le taux de chômage augmenterait. Le CPM déciderait une baisse de 0,25 point du taux de base début novembre. Cela réduirait d'ailleurs l'écart qui s'est récemment accru avec les taux de la Réserve fédérale et de la BCE, et réduirait le risque d'appréciation de la livre Sterling par rapport au dollar et à l'euro. Selon notre scénario, le CPM baisserait le taux de base d'1 point à l'horizon de la fin 2025. La politique monétaire cesserait progressivement de mordre sur l'activité.

La politique budgétaire serait cependant restrictive, cette année et l'an prochain, sur la base du budget voté au printemps dernier, dont nous retenons les évolutions globales. Le budget 2024 prévoyait que les dépenses publiques baisseraient de 45,3 % du PIB en 2022-2023 (exercice budgétaire débutant en avril) à 43,5 % du PIB en 2025-2026 ; tandis que les recettes augmenteraient de 40,3 % du PIB à 40,8 % du PIB. L'impulsion budgétaire cumulée serait de -2,3 points de PIB.

Le budget 2024 avait de nouveau baissé les cotisations sociales salariés, de 2 points à partir d'avril, ce qui s'ajoutait à une baisse de 2 points en janvier 2024, le taux principal étant ramené à 6 %, soit une baisse de plus de 10 milliards de livres en année pleine, représentant 0,5 point de revenu des ménages. Mais il comprenait aussi des mesures réduisant les revenus après impôt, dont l'absence d'indexation des tranches de l'impôt sur le revenu. Le nouveau gouvernement a annoncé qu'il ne reviendrait pas sur la baisse des cotisations sociales salariés ; il maintiendra sans doute l'absence d'indexation. Il a cependant décidé de supprimer le caractère universel du versement de l'allocation chauffage (*Winter Fuel Payment*), qui était de 200 livres par an pour les ménages dont un membre avait atteint l'âge de la retraite (66 ans) et de 300 livres pour les ménages avec une personne de plus de 80 ans. Cette allocation sera dorénavant réservée aux retraités les plus pauvres, bénéficiaires du *Pension Credit* ; elle pourrait être versée à moins d'1 million de retraités (si le taux de non-recours au *Pension Credit* baisse par ailleurs, comme le souhaite le gouvernement), contre 11,6 précédemment (8 millions de ménages) Cette mesure devrait rapporter 1,3 milliard de livres en année pleine. Cette annonce était présentée comme un gage de rigueur et de sérieux du nouveau gouvernement dans l'objectif de réduire le déficit. Mais elle a été très mal perçue, ce alors qu'une hausse des plafonds des prix du gaz et de l'électricité était annoncée. Cet automne, les incertitudes sont particulièrement élevées en ce qui concerne la politique budgétaire. Le gouvernement se dit déterminé à présenter un programme rigoureux en matière budgétaire, et annonce des mesures douloureuses, qu'en dehors de l'allocation chauffage, on ne connaît pas à ce stade (encadré).

Selon nos hypothèses de croissance, le déficit public, qui était, en termes calendaires, de 5,8 % du PIB en 2023, reviendrait vers 4,3 % du PIB en 2025. La dette publique, de 100 % du PIB en 2023, serait de l'ordre de 105 % du PIB en 2025.

Encadré. Incertitudes budgétaires

Le gouvernement travailliste, entré en fonction en juillet 2024, présentera son budget au Parlement le 30 octobre. Keir Starmer, Premier ministre, et Rachel Reeves, chancelière de l'Échiquier, préparent depuis cet été les Britanniques à des mesures douloureuses, dans le but de réduire le déficit public dès à présent, tout en répétant que le gouvernement s'est donné pour mission de faire accélérer la croissance, qui permettra d'améliorer le niveau de vie de tous les Britanniques et d'entrevoir « la lumière au bout du tunnel » plus rapidement.

Selon un audit sur les dépenses publiques réalisé en juillet par le Trésor à la demande de la chancelière de l'Échiquier, ces dépenses seraient supérieures de 22 milliards de livres (0,8 point de PIB) en 2024-2025 par rapport à ce qui était prévu dans le budget, notamment à cause d'une sous-estimation des revalorisations des salaires du secteur public (de l'ordre de 10 milliards de livres), ainsi que de dépenses plus élevées en matière de demandes d'asile et d'immigration illégale (de l'ordre de 6 milliards). S'appuyant sur cet audit, le gouvernement a martelé qu'il fallait remettre de l'ordre dans les finances publiques et « réparer les fondations ».

Lors de la campagne des législatives, les travaillistes avaient indiqué qu'ils suivraient deux règles budgétaires : que le gouvernement n'ait recours à l'emprunt que pour investir – la règle d'or – et que le ratio de dette publique baisse à l'horizon de 5 ans. Dans cet exercice, le gouvernement est doublement contraint : tout d'abord, parce qu'il compte sur le retour de la croissance pour engranger des recettes publiques. Ensuite, les travaillistes se sont engagés à ne pas augmenter la fiscalité sur les personnes qui travaillent : ils ont exclu de revenir sur les baisses du taux de cotisations sociales salariés mises en place par le précédent gouvernement, ils se sont engagés à ne pas augmenter l'imposition sur le revenu et la TVA. Une piste récemment envisagée est d'augmenter les cotisations employeurs, mais les marges de manœuvre sont limitées pour un gouvernement « pro-business ».

Vers la sortie du tunnel

Les indicateurs conjoncturels disponibles pour le troisième trimestre 2024 suggèrent un ralentissement de l'activité. Le PIB mensuel est resté stable en juin et juillet, avant d'augmenter de 0,2 % en août. Les perspectives de production dans l'industrie, après plusieurs mois d'amélioration, ont chuté en septembre. Les ventes de détail, qui étaient en forte chute à la fin 2023, se sont cependant redressées depuis et affichaient une hausse de 0,5 % sur un an en juillet en volume.

Au second semestre 2024, la consommation des ménages progresserait comme le revenu : le ralentissement des prix permettrait une hausse du pouvoir d'achat. La baisse des taux d'intérêt a commencé à alléger le coût des emprunts, ce qui devrait faciliter une légère reprise de l'investissement en logement, alors que les prix de l'immobilier ont recommencé à croître. Cependant, la remontée du taux de chômage, qui atteindrait 4,9 % au quatrième trimestre 2025, sous nos hypothèses de croissance, de stabilité des taux d'activité et de gains de productivité horaire de près de 1 % en rythme annuel, pourrait freiner la consommation des ménages. Le retour d'une inflation comprise entre 2 et 2,5 % réduirait cependant le besoin de constituer une épargne destinée à limiter l'érosion des patrimoines due à l'accélération de l'inflation. Au total, dans notre prévision, le taux d'épargne baisserait d'environ 1 point, fluctuant autour de 8,7 % en 2025, ce qui le ramènerait près de sa moyenne de longue période.

Les exportations, principalement celles de marchandises, resteraient un point faible de l'économie britannique. La baisse tendancielle des parts de marché à l'exportation de l'industrie se poursuivrait, les producteurs britanniques étant pénalisés à la fois par une compétitivité-prix dégradée et par des débouchés peu porteurs, du fait d'un faible dynamisme de la demande intérieure chez les principaux partenaires commerciaux de l'UE, dont l'Allemagne, et du ralentissement de la demande aux États-Unis.

La demande intérieure progresserait de près de 0,4 % par trimestre, la consommation des ménages étant soutenue par les gains de pouvoir d'achat résultant du ralentissement de la hausse des prix, ainsi que par une baisse du taux d'épargne, tandis que la demande extérieure resterait peu porteuse. La croissance du PIB serait de 0,9 % cette année et de 1,2 % l'an prochain. Le taux d'épargne pourrait baisser moins rapidement que prévu, en particulier si l'effort budgétaire s'avère plus fort que prévu et si les ménages renforcent leur épargne de précaution. C'est un aléa à la baisse de notre prévision. À l'opposé, la Banque d'Angleterre pourrait baisser plus rapidement son taux directeur, en l'absence de redémarrage de l'activité et de ralentissement plus rapide de l'inflation. C'est un aléa à la hausse. Enfin, le budget qui sera présenté le 30 octobre représente un aléa à la baisse à court terme, mais pourrait, à plus long terme, s'avérer plus favorable si l'investissement public est davantage soutenu que dans le précédent budget.

Japon : des signes d'éclaircie¹

La crise énergétique a paradoxalement constitué une opportunité pour le Japon de sortir de la déflation. En effet, la hausse durable des prix des importations a fini par se répercuter sur les prix à la consommation, puis par se traduire récemment par de nettes augmentations salariales nominales. Depuis juin 2024, malgré la persistance de l'inflation, les salaires réels ont enfin progressé. Cela va permettre de soutenir la consommation privée. Le taux d'investissement productif se maintiendrait à son niveau de long terme, dans un contexte de conditions de financement toujours très favorables. En effet, la Banque du Japon (BoJ) poursuivrait sa politique de relèvement très progressif du taux directeur : après une première hausse en mars 2024, la BoJ a de nouveau remonté ce taux en juillet 2024. Nous faisons l'hypothèse que deux autres augmentations interviendraient d'ici fin 2025, portant le taux directeur à 0,75 %. Le taux de change du yen face au dollar s'est légèrement apprécié depuis quelques mois mais resterait un soutien pour les entreprises japonaises exportatrices. La croissance du PIB atteindrait seulement 0 % en 2024 en moyenne annuelle, en raison du très mauvais début d'année, puis 1,2 % en 2025 et l'inflation demeurerait légèrement supérieure à 2 % à l'horizon de notre prévision.

Un premier semestre 2024 en dents de scie

Le premier semestre 2024 a été marqué par les interruptions de production dans le secteur automobile qui ont eu un fort impact négatif sur la consommation des ménages et les exportations. Le deuxième trimestre a bénéficié d'une part de la reprise de la production automobile et des immatriculations et d'autre part des augmentations salariales et des baisses d'impôt qui ont enfin permis à la consommation des ménages de se redresser, malgré une inflation toujours supérieure à 2 %.

1. Ce texte est rédigé par Sabine Le Bayon, *Département analyse et prévision*.

Un mauvais premier trimestre suivi d'un rebond au deuxième trimestre 2024

La bonne croissance du PIB japonais en 2023 (1,7 %) est surtout liée à un bon premier semestre 2023, la fin de l'année 2023 ayant globalement été marquée par un recul de l'activité. Cela fut aussi le cas au premier trimestre 2024 où toutes les composantes de la demande, à l'exception de la consommation publique et des variations de stocks, ont contribué négativement à la croissance du PIB. Le PIB a ainsi diminué de 0,6 % au premier trimestre avant de rebondir au deuxième trimestre 2024 (+0,7 % sur un trimestre), porté par la contribution positive de la demande intérieure hors stocks.

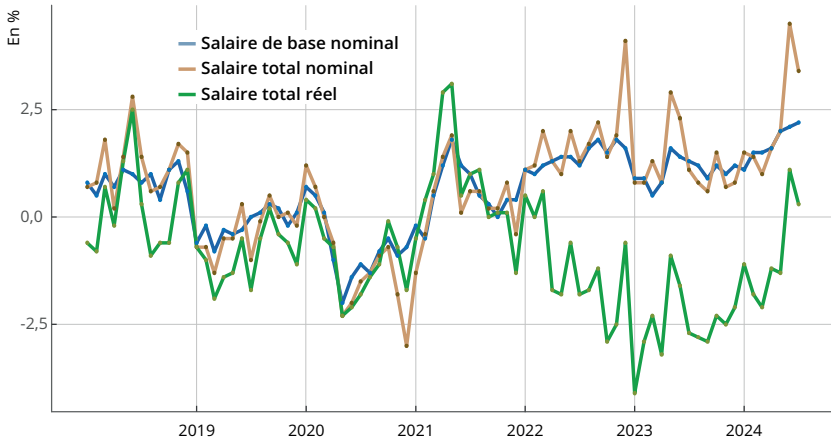
Ce recul de la consommation privée et des exportations au premier trimestre 2024 est essentiellement lié à un choc exogène, à savoir la chute des nouvelles immatriculations de véhicules en février et mars 2024, à la suite de l'arrêt de la production dans plusieurs usines Daihatsu, une filiale de Toyota (pour cause d'irrégularités dans les tests de certification des moteurs diesel et de problèmes liés à des tests de sécurité en cas de collision) : les immatriculations ont reculé de 8,9 % au premier trimestre 2024 par rapport au trimestre précédent. Au deuxième trimestre 2024, à l'inverse, la reprise de l'achat de véhicules a tiré la croissance de la consommation privée et dans une moindre mesure des exportations². Néanmoins, la consommation des ménages reste très en deçà de son niveau moyen entre 2017 et 2019. En effet, malgré la progression plus forte des salaires nominaux, dans un contexte d'inflation élevée et de tensions sur le marché du travail, les salaires réels n'ont presque jamais cessé de reculer depuis 2019 (hors la période de rebond de 2021 à la suite de la chute de 2020). Ils ne progressent que depuis juin 2024 dans le sillage des négociations salariales du printemps 2024 qui se sont enfin révélées favorables au pouvoir d'achat des salariés (voir encadré 1 et graphique 1).

La progression du revenu nominal des ménages sur l'ensemble du premier semestre 2024 tient essentiellement à la croissance des prestations sociales au premier trimestre puis à la baisse d'impôts au deuxième trimestre (impôt sur le revenu et taxe d'habitation). Malgré une inflation toujours forte, le revenu réel des ménages a progressé d'un peu plus de 2 % en moyenne sur chacun des trimestres, pour la

2. Les nouvelles immatriculations se sont nettement redressées au deuxième trimestre puis légèrement au troisième trimestre 2024 (respectivement 8 % et 2,4 % sur un trimestre). Les nouvelles irrégularités mises à jour chez Toyota sur les tests de sécurité et qui ont entraîné l'arrêt des ventes de trois modèles entre juin et fin août 2024 ont eu moins d'impact sur les immatriculations.

première fois depuis plus d'une décennie. Mais le contexte encore incertain du côté des revenus salariaux a bridé la consommation privée, ce qui s'est traduit par le redressement du taux d'épargne (à 3,8 % du ROB au deuxième trimestre 2024), après quelques trimestres en territoire légèrement négatif³.

Graphique 1. Évolution des salaires de base et totaux, en termes nominaux et réels



Monthly Labour Survey (MHLW), calculs OFCE.

Note : Pour calculer les salaires réels, le ministère du Travail déflate le salaire nominal par l'indice des prix à la consommation (IPC) hors loyers imputés, dont la progression est un peu plus élevée que celle de l'IPC total.

Dernier point connu : juillet 2024.

Du côté de l'investissement, deux tendances opposées se dessinent. D'une part un investissement résidentiel qui, malgré le rebond du deuxième trimestre, reste mal orienté de façon structurelle, avec un taux d'investissement résidentiel à 3,3 % du PIB mi-2024. D'autre part, un investissement productif qui résiste bien, malgré les soubresauts des variations trimestrielles. Le taux d'investissement productif est ainsi proche de 17 % du PIB, soit proche des pics passés. Depuis la fin de la crise du Covid, ce sont surtout les investissements en produits de la propriété intellectuelle, qui représentent 21 % de l'investissement total, qui sont le moteur de cette composante. Au premier semestre 2024, malgré une croissance dynamique de la demande adressée (0,9 % au premier trimestre puis 1,2 % au deuxième trimestre), le profil des exportations a été très touché par la baisse de la production automobile

3. En effet, en 2023, étant donné la faiblesse de la masse salariale, le revenu nominal des ménages avait reculé et c'est la baisse du taux d'épargne qui avait permis de limiter la contraction de la consommation privée.

début 2024. Les exportations automobiles se sont ensuite redressées au deuxième trimestre mais restent bien en deçà de leur niveau moyen de 2023. Mi-2024, le niveau du PIB réel est supérieur de 1 % seulement à la moyenne de 2019.

Une légère baisse du taux de chômage et un rebond temporaire de l'inflation

Le taux de chômage est resté compris entre 2,5 et 2,6 % depuis mi-2022. L'emploi progresse en effet au même rythme que la population active, de l'ordre de 0,4 % en moyenne sur un an. Étant donné l'évolution décevante du PIB depuis mi-2023, la productivité du travail a nettement reculé (de 0,7 % par trimestre en moyenne). Elle s'est en revanche redressée au deuxième trimestre 2024 (+0,7 % sur un trimestre), grâce au rebond de la croissance du PIB.

Les salaires nominaux ont progressé deux trimestres consécutifs au-dessus de 2 % selon les données du Cabinet Office, le taux de croissance atteignant même 3,5 % au deuxième trimestre 2024. À la hausse des salaires de base, s'est ajouté le versement de bonus en juin 2024⁴. Les salaires réels ont ainsi augmenté franchement pour la première fois depuis le rebond post-Covid de fin 2020. Ces derniers restent néanmoins inférieurs de près de 5 points de pourcentage à leur niveau de fin 2019.

L'indice global des prix à la consommation a évolué entre 2,5 et 3 % environ depuis fin 2023, après les rythmes supérieurs à 3 % observés fin 2022 et en 2023. Les effets de base liés aux mesures prises par le gouvernement en février 2023 pour baisser le prix de l'électricité et du gaz ont poussé à la hausse l'inflation depuis février 2024, malgré la poursuite des subventions énergétiques jusqu'à fin juin 2024. Face au rebond des prix énergétiques, le gouvernement a remis en place des subventions de septembre à novembre 2024. Les mesures temporaires d'aide à la pompe introduites en janvier 2022 ont été reconduites à plusieurs reprises et seront en vigueur au moins jusqu'à fin 2024. En septembre 2024, l'inflation globale atteignait 2,4 %, et l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) progressait de 1,7 %. Cette dernière n'a toutefois contribué que pour 1 point de pourcentage à l'inflation, l'alimentation ayant contribué à la même hauteur et l'énergie pour 0,4 point.

4. Pour plus de détails, voir [les résultats de l'enquête mensuelle sur l'emploi publiés par le ministère du Travail \(MHLW\)](#).

Si l'on se concentre sur la décomposition de l'inflation totale entre prix des biens et des services, la BoJ s'est félicitée que la progression des prix des services devienne enfin positive : 1,8 % en moyenne sur un an depuis janvier 2023 (contre 0,2 % en moyenne depuis 2011, hors la période de hausse de la TVA en 2014), même si elle reste bien moindre que celle du prix des biens (4,1 % depuis 2023, contre 1,4 % en moyenne depuis 2011).

La progression enfin positive des salaires réels soutiendrait la consommation

Une lente normalisation de la politique monétaire mais un soutien budgétaire toujours présent

Le cercle vertueux entre salaires et prix pour sortir de la déflation des dernières décennies semble se mettre en place au Japon. En reproduisant le modèle de Bernanke et Blanchard⁵ pour le Japon, Nakamura *et al.*⁶ montrent que la hausse récente des prix ne s'explique plus par la progression des prix d'importations (énergie et alimentaire) ni par les conditions d'offre et de demande, mais par le changement de comportement de fixation des salaires et des prix des entreprises. Il semble qu'un réancrage des anticipations soit en cours, incitant les entreprises à augmenter les salaires et les prix, ce qui contribue désormais au maintien d'une inflation supérieure à 2 %⁷. Dans son discours du 3 octobre 2024, Asahi Noguchi, un des membres du conseil de la BoJ, a mis en avant la sortie de l'économie japonaise d'une situation dans laquelle la progression de l'inflation et des salaires presque nulle était devenue la norme depuis 25 ans (ce qu'il appelle : « *zero norm economy* »)⁸. La BoJ salue également le fait que les hausses de salaires n'aient pas eu lieu que dans les grandes entreprises, mais se soient également diffusées dans les différents secteurs d'activité et dans des entreprises de toute taille, et que les anticipations d'inflation des entreprises et des ménages aient augmenté.

5. Bernanke B. et O. Blanchard, 2024, « Analysing the inflation burst in eleven economies », in : B. English, K. Forbes et Á. Ubide (eds), *Monetary policy responses to the post-pandemic inflation*, Londres, CEPR Press.

6. Nakamura K., S. Nakano, M. Osada et H. Yamamoto, 2024, « [What caused the pandemic-era inflation? Application of the Bernanke-Blanchard model to Japan](#) », *Bank of Japan Working Paper*, n° 24-E-1.

7. Pour une synthèse rapide, voir Bank of Japan, 2024, « [Outlook for economic activity and prices. Box 3 : Relationship between wages and prices in Japan](#) », octobre, p. 51.

8. Sur ce sujet, voir également l'intervention de Yoshihiko Hogen : « [On the zero-inflation norm of Japanese firms](#) », lors de la conférence 2024 BOJ-IMES du 27-28 mai 2024 (« Price dynamics and monetary policy challenges – Lessons learned and going forward »).

Nous supposons que l'inflation resterait proche de 2 % à l'horizon de la prévision, conduisant la BoJ à revenir prudemment vers une politique monétaire plus conventionnelle. Après la décision du 19 mars 2024 de mettre fin aux taux directeurs négatifs et au contrôle de la courbe des taux, elle a augmenté légèrement le taux au jour le jour le 31 juillet 2024 de 0-0,1 % à 0,25 %⁹. Concernant les achats d'actifs, après avoir décidé en mars 2024 de cesser les achats de fonds négociés en bourse (ETF) et de fonds de placement immobilier japonais (J-REIT) et de réduire progressivement le montant des acquisitions de « *commercial papers* » et d'obligations d'entreprises pour cesser d'ici 2025, elle a annoncé en juillet qu'elle réduirait également graduellement ses achats de titres publics (de 400 billions de yens par trimestre, pour atteindre 3 trillions de yens par mois au 1^{er} trimestre 2026)¹⁰. La taille de son bilan continuerait néanmoins d'augmenter, contrairement aux autres banques centrales qui n'achètent plus de titres et dont le bilan se réduit nettement. La BoJ a indiqué qu'elle ajusterait ses achats si les taux longs augmentaient trop rapidement. Elle devrait également se montrer particulièrement attentive aux évolutions du taux de change du yen. En effet, comme elle l'a souligné dans ses perspectives de juillet 2024, compte tenu du changement de comportement récent des entreprises concernant la fixation des prix et des salaires, l'évolution du cours du yen devrait avoir davantage d'impact sur les prix.

Compte tenu des dernières prévisions macroéconomiques de la Banque du Japon du 31 juillet 2024¹¹ et de son discours après la réunion du 20 septembre, nous attendons deux resserrements des taux directeurs d'ici fin 2025. Le premier interviendrait début 2025 et le second fin 2025. Les taux d'intérêt à long terme resteraient proches de 1 % en raison d'une baisse seulement progressive des achats de titres publics à 10 ans par la BoJ.

Ce léger resserrement de la politique monétaire japonaise, combiné aux perspectives de baisse des taux américains, qui se sont concrétisées mi-septembre, et aux effets de débouclage d'opérations

9. Pour plus de détails, voir : « [Decisions at the July MPM \(1\) : Change in the guideline for money market operations](#) ».

10. Elle a déclaré qu'il y aurait un bilan d'étape lors de la réunion de juin 2025, avec une évaluation du plan de réduction d'achats de JGB déjà mis en œuvre et l'impact sur le fonctionnement du marché obligataire. Un nouveau plan d'achats sera publié à partir d'avril 2026.

11. La BoJ prévoit une inflation hors alimentaire frais et énergie de 1,9 % en 2024 puis 2025 (années fiscales) et une croissance du PIB de 0,6 % puis 1 % (pour respectivement les années fiscales 2024 et 2025).

de *carry trade*¹² ont entraîné une légère réappréciation du yen, de 160 yens pour 1 dollar début juillet vers 140 yens mi-septembre 2024. Après la réunion du 20 septembre où la BoJ a laissé sa politique inchangée, le yen s'est déprécié à nouveau mais sans revenir au pic de l'été 2024. Étant donné les baisses de taux prévues aux États-Unis et les hausses prévues au Japon, le taux de change se stabiliserait à 140 yens pour 1 dollar en 2025.

Le changement de Premier ministre fin septembre et les élections législatives anticipées de fin octobre 2024 ouvrent certes une nouvelle ère politique, le gouvernement ne disposant que d'une majorité relative au Parlement. Nous faisons l'hypothèse que l'impulsion budgétaire serait légèrement positive pour l'année fiscale 2025-2026 à venir et continuerait à soutenir les ménages touchés par les hausses de prix en 2025, mais dans une moindre mesure qu'en 2024. Le déficit public se dégraderait à 6,5 % du PIB en 2024 étant donné la faible croissance, avant de diminuer à 5 % du PIB en 2025. La dette publique baisserait légèrement, à 251 % du PIB en 2024, puis 248 en 2025.

Retour vers le niveau potentiel

Étant donné le très mauvais premier trimestre 2024, l'acquis de croissance à la mi-2024 s'élève à -0,3 %. Les premières informations pour le troisième trimestre 2024 laissent entrevoir une progression modérée de la consommation des ménages : l'indice d'activité de consommation de la BoJ a augmenté en juillet et août 2024 par rapport au deuxième trimestre, et l'indice de confiance des consommateurs s'est redressé sous l'impulsion de l'amélioration du jugement sur le revenu des ménages. La consommation privée bénéficierait d'ici fin 2024 et en 2025 de l'accélération des salaires nominaux. En effet, les résultats de juillet 2024 des négociations salariales rendues publiques par Rengo sont particulièrement dynamiques en 2024 (voir encadré). Même si la majorité des salariés ne sont pas couverts par ces négociations, les augmentations de salaires négociées devraient

12. Ce point est développé dans une publication de la Banque des règlements internationaux : Aquilina M., M. Lombradi, A. Schrimpf et V. Susko, 2024, « *The market turbulence and carry trade unwind of August 2024* », *BIS Bulletin*, n° 90. Les changements d'anticipations des marchés concernant les politiques monétaires japonaises et américaines ont conduit à une hausse de la volatilité sur les marchés des changes en juillet et surtout début août 2024 : cette situation a amené les investisseurs qui empruntent des actifs à faible rendement (comme le yen) pour investir dans des devises à rendement plus élevé (comme le dollar) à liquider une partie de ces opérations. Ces dernières, qui sont souvent réalisées via des produits dérivés de change (swaps de change, options, contrats à terme...), génèrent en effet des rendements faibles mais constants tant que la volatilité est faible.

d'autant mieux se transmettre aux salaires effectifs que le marché du travail est très tendu¹³. À ce premier effet positif pour les salariés, s'ajouterait l'impact de l'augmentation de 5,1 % en moyenne du salaire minimum à partir d'octobre 2024, avec des progressions plus fortes encore dans les préfectures où le salaire minimum est le plus faible¹⁴. Les salariés bénéficieraient enfin de progressions de salaires supérieures à l'inflation : la combinaison de salaires nominaux plus dynamiques et d'une moindre inflation conduirait à une poursuite de l'augmentation des salaires réels, observée depuis juin 2024. L'emploi ne croîtrait que faiblement, mais le taux de chômage baisserait légèrement à 2,4 % fin 2025, en lien avec le ralentissement de la population active. Le taux d'épargne baisserait légèrement vers 3 % à l'horizon de la prévision.

L'inflation resterait légèrement supérieure à 2 % début 2025 avant de revenir à 1,9 % au second semestre 2025. Les prix de l'énergie seraient poussés à la hausse début 2025 en raison de la fin des mesures gouvernementales prises en 2023 et poursuivies en partie en 2024 pour continuer de contenir sous les 3 % le taux de croissance des prix à la consommation, sous forme de subventions au tarif de l'électricité et du gaz principalement. Néanmoins, étant donné nos hypothèses sur le prix du pétrole et l'appréciation du yen, les prix à l'importation décolleraient. Quant à l'inflation sous-jacente, elle progresserait autour de 2 %, dans un contexte d'amélioration de l'output gap, et de perspectives de prix en hausse en raison de la mise en place du cercle vertueux tant attendu au Japon entre salaires et prix.

Concernant l'investissement productif, les résultats de l'enquête Tankan de septembre 2024 indiquent que les entreprises prévoient une croissance nettement positive de leurs projets d'investissements pour l'année fiscale 2024 (avril 2024 à mars 2025). La croissance de l'investissement résidentiel resterait en revanche plus modérée. En conséquence, nous inscrivons dans nos prévisions une croissance modérée de l'investissement global (0,7 % en 2024, puis 1,4 % en 2025).

La demande adressée aux entreprises exportatrices japonaises progresserait un peu moins vite qu'au premier semestre 2024, à 0,8 %

13. Selon l'enquête Tankan, l'indice de diffusion des conditions d'emploi est à un niveau très élevé, en particulier dans le secteur des services.

14. Au Japon, ce sont en effet les préfectures qui fixent le nouveau niveau du salaire minimum effectif à partir d'octobre, en s'orientant sur la décision du Conseil central du salaire minimum rendue en juillet ou en août selon les années. Depuis octobre 2024, il est en moyenne de 1 054 yens par heure. Le gouvernement a indiqué qu'il avait l'intention de relever le salaire minimum à 1 500 yens par heure (moyenne nationale pondérée) d'ici le milieu des années 2030.

par trimestre jusqu'à la fin de l'année 2025. Les parts de marché seraient quasiment stables d'ici l'horizon de prévision. Depuis fin 2022, les exportations vers la Chine n'ont pas progressé, notamment en raison de la faiblesse des exportations de biens intermédiaires (proches de leur niveau de 2019), tandis que les exportations vers les autres pays d'Asie et vers l'Union européenne se sont nettement redressées récemment. *In fine*, le commerce japonais continuerait d'être tiré principalement par ses partenaires asiatiques (et avant tout par les biens liés aux technologies de l'information), malgré le léger ralentissement de l'Asie hors Chine (voir fiche émergents).

Sur l'ensemble de l'année 2024, le PIB resterait stable avant de progresser de 1,2 % en 2025, soit au-dessus de la croissance potentielle, estimée à 0,7 % par la BoJ. L'output gap se refermerait à l'horizon de la prévision.

Encadré. Des négociations salariales enfin favorables au pouvoir d'achat des ménages

Début mars 2024, Rengo, la plus importante confédération de syndicats, avait indiqué que les augmentations de salaires demandées par ses syndicats dans le cadre des négociations de printemps (« *shunto* ») atteignaient 5,8 % en moyenne pour l'année fiscale 2024 (contre 4,5 % en 2023 et 3 % en 2022). Sur ces 5,8 % de hausse, 4,3 % concernent le salaire de base, le pourcentage additionnel (1,6 %) prenant en compte l'ancienneté.

Les résultats définitifs des négociations ont été connus début juillet et font état de hausses de salaires accordées de 5,1 %, dont 3,6 % pour les salaires de base. Elles sont donc largement supérieures à celles de 2023 (respectivement 3,6 % et 2,1 %).

La progression du salaire de base est particulièrement importante, puisque c'est sur elle que s'orientent les salaires de base effectifs (indépendamment des primes et des heures supplémentaires). Elle est comprise entre 2,9 pour les entreprises où il y a moins de 100 personnes syndiquées (2 % des effectifs recensés par Rengo) et 3,6 % pour les entreprises où il y a moins de 1 000 salariés syndiqués (72 % de l'effectif).

Dans un [encadré relatif aux négociations salariales](#), publié dans les perspectives de juillet 2024, la BoJ, en analysant les dernières données micro de salaires négociés fournies par Rengo (c'est-à-dire concernant des entreprises ayant des syndicats appartenant à Rengo, donc essentiellement des syndicats de grandes entreprises), conclut que :

- Les progressions de salaires de base ne concernent pas que les plus grandes entreprises mais l'ensemble des entreprises suivies même si les progressions de salaire y sont moindres ;

- La distribution des augmentations de salaires entre 2022 et 2024 a largement évolué : elle n'est plus concentrée entre 0 et 1 % mais s'est aplatie et décalée vers des pics à 4 % dans le secteur manufacturier et entre 2 et 3 % dans le secteur non manufacturier.

La Boj s'appuie aussi sur des données de salaires effectifs issues d'une enquête spéciale conduite par le ministère des Finances auprès des petites et moyennes entreprises dont la capitalisation est inférieure à 1 milliard de yens. Sur l'année fiscale 2024, la part des entreprises qui n'augmentent pas les salaires de base est d'environ 35 %, contre 45 % l'année passée. Et parmi les entreprises qui augmentent le salaire de base de leurs salariés, la distribution des hausses s'est déplacée vers la droite avec davantage d'entreprises versant des augmentations de salaires importantes. Les progressions de salaires pour ces entreprises sont donc moins répandues que les résultats du *shunto* annuels, mais quand elles existent, elles se rapprochent de celles négociées dans le secteur des services pour les grandes entreprises.

Après avoir mis l'accent plus spécifiquement sur les progressions des salaires de base qui sont le plus comparables aux données de salaires de base effectifs publiées par le ministère du Travail et sont la composante la plus stable des rémunérations (*i.e.* hors heures supplémentaires et primes), nous allons faire le point sur l'ensemble des augmentations salariales.

Dans le sillage des négociations salariales de cette année, l'enquête *Monthly Labour Survey* de juillet 2024 montre que la croissance des salaires nominaux a largement accéléré en juin et juillet 2024 (à 4,5 % sur un an, puis 3,4 % sur un an). Cette enquête qui concerne les entreprises d'au moins 5 salariés détaille aussi les résultats pour les entreprises d'au moins 30 salariés. Pour ces dernières, les augmentations sont respectivement de 4,4 % et 3,7 %, proches de l'ensemble des entreprises d'au moins 5 salariés. En plus de la hausse du salaire de base, les primes se sont accrues dans un contexte de profits des entreprises élevés [1].

[1] Pour plus de détails sur l'évolution des salaires nominaux et réels selon la taille de l'entreprise, le type d'emplois et la décomposition de la rémunération en salaire de base et autres composantes, voir Saito J., 2024, « [Is real wage still falling in Japan?](#) », JCER, 18 juillet.

Chine : éviter les zones de turbulences¹

Après avoir atteint 5,2 % en moyenne annuelle en 2023, la croissance chinoise a légèrement ralenti à 5 % en glissement sur un an au premier semestre 2024. Alors que la demande intérieure marquait le pas, les exportations ont accéléré au cours des derniers mois. L'ajustement du secteur immobilier se poursuit, sous le regard attentif du gouvernement qui souhaite en contrôler le rythme. Le gouvernement a pour le moment renoncé au rééquilibrage de la croissance en faveur de la demande intérieure, qu'il envisageait avant le début de la crise du Covid. Il compte cette année sur le dynamisme des exportations pour atteindre l'objectif de croissance « proche de 5 % », quelles que soient les turbulences traversées par l'économie chinoise.

2024 : cap sur l'objectif de 5 %

Face à un certain ralentissement...

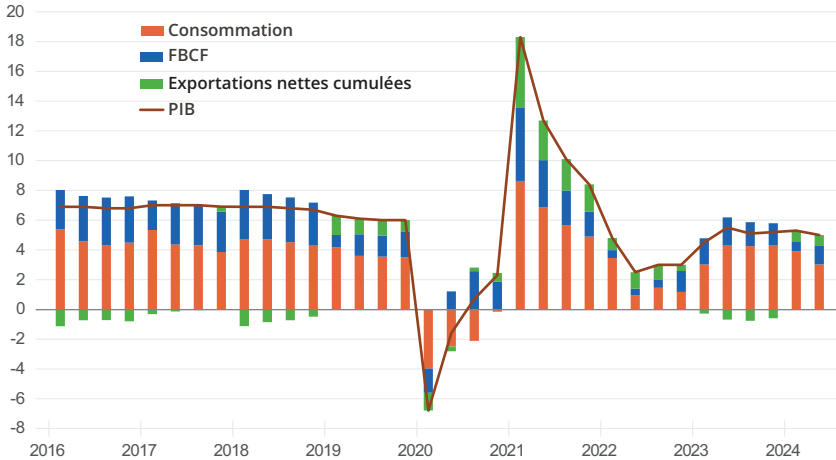
Le PIB chinois a augmenté de 1,5 % au premier trimestre 2024 puis de 0,7 % au deuxième trimestre, soit une hausse de 5 % en glissement sur un an. Au premier semestre 2024, la consommation n'a contribué qu'à hauteur de 3 points à la croissance, en glissement sur un an, alors qu'elle avait été le principal moteur de la croissance en 2023, contribuant alors à hauteur de 4,3 points ; la contribution de l'investissement a, pour sa part, légèrement fléchi à 1,3 point, contre 1,5 point en 2023. Les exportations nettes ont au contraire contribué à faire augmenter le PIB de 0,7 point (après une baisse de 0,6 point en 2023, (graphique 1).

En 2023, la suppression des restrictions sanitaires mises en place lors du Covid avait permis d'amorcer un rattrapage de la consommation des ménages en services de voyage, hôtellerie et restauration ; la consommation avait également été soutenue par la progression des revenus ainsi que par une baisse de 1,8 point du taux d'épargne. Ce dernier était ainsi revenu à 31,7 % en moyenne annuelle en 2023, mais restait au-dessus de son niveau pré-Covid (29,9 %). Au premier

1. Ce texte est rédigé par Catherine Mathieu, *Département analyse et prévision*.

semestre 2024, la baisse du taux d'épargne s'est poursuivie (-0,8 point par rapport au premier semestre 2023).

Graphique 1. Croissance du PIB et contributions des principales composantes



National Bureau of Statistics of China.

Note de lecture : Pour chaque trimestre, croissance du PIB réel, cumulée depuis le début de l'année, par rapport à la même période de l'année précédente, en % ; contributions en points.

Il est difficile de se faire une idée de la situation conjoncturelle du marché du travail, sur la base des données officielles. On ne dispose, en effet, sur base mensuelle, que de taux de chômage qui, indépendamment de leur niveau, connaissent des fluctuations très faibles au regard de celles de la croissance du PIB. Selon l'Institut national des statistiques chinois (National Bureau of Statistics of China, NBSC), le taux de chômage urbain avait baissé en 2023, passant de 5,6 % en février à 5 % en novembre ; il est ensuite légèrement remonté à 5,3 % en février 2024, avant de revenir à 5 % au printemps puis de remonter à 5,3 % en août 2024. Le NBSC avait par ailleurs suspendu, en juillet 2023, la publication du taux de chômage des jeunes, qui était jusqu'alors considéré comme un meilleur indicateur de l'évolution des tensions sur le marché du travail en Chine, que le taux de chômage urbain. Or le taux de chômage des jeunes avait nettement accéléré à partir de la fin de 2022, passant de 17,1 % en novembre à 21,3 % en juin 2023, alors que le taux de chômage urbain s'affichait en légère baisse. Après plusieurs mois de suspension, le NBSC a de nouveau publié des taux de chômage des jeunes, selon plusieurs tranches d'âge, excluant les étudiants, à compter de décembre 2023. Le taux de

chômage des 16-24 ans, alors de 14,9 %, est passé à 15,3 % en février 2024, avant de baisser à 13,2 % en juin puis de monter à 18,8 % en août, période à laquelle les jeunes diplômés entrent sur le marché du travail. Le taux de chômage des 25-29 ans (en excluant ici aussi les étudiants), est monté de 6,1 % en décembre 2023 à 6,8 % en août, tandis que le taux de chômage des 30-59 ans était de 3,9 % en août 2024 comme en décembre 2023. Au total, l'évolution des taux de chômage suggère donc une dégradation de la situation sur le marché du travail.

L'évolution des prix à la consommation reste voisine de 0. Après avoir baissé de 0,8 % sur un an en février 2024, l'indice des prix à la consommation était en hausse de 0,6 % sur un an en août. Mais, hors produits alimentaires et énergétiques, la hausse des prix n'était que de 0,3 % sur un an en août, contre 1,2 % en février dernier, tandis que les prix des produits alimentaires étaient en hausse de +2,8 % sur un an en août, après avoir connu de fortes baisses en début d'année (-5,9 % sur un an en janvier).

La poursuite de l'ajustement du secteur immobilier continue de contribuer à ralentir la croissance chinoise, sans créer de crises majeures. Les investissements des promoteurs immobiliers étaient en baisse de 10,2 % sur les huit premiers mois de 2024 par rapport aux huit premiers mois de 2023 (dont une baisse de 10,5 % pour les bâtiments résidentiels, qui représentent 75 % des investissements immobiliers, de 6,4 % pour les bureaux et de 13,2 % pour les surfaces commerciales) contre -8,8 % un an plus tôt. Depuis le durcissement de la législation sur l'endettement immobilier amorcé en août 2020, les investissements des promoteurs immobiliers ont chuté de près de 30 %, et sont revenus en valeur à leur niveau de 2016. La baisse devrait se poursuivre au cours des prochains mois, au vu des indicateurs de mises en chantier, en baisse de 22 % sur les huit premiers mois de l'année par rapport aux huit premiers mois de 2023.

... un policy-mix en soutien

Le faible dynamisme de la consommation et la poursuite de la crise des promoteurs immobiliers ont fait craindre aux autorités chinoises que l'objectif de croissance ne soit pas atteint en 2024, en l'absence de nouvelles mesures de soutien monétaire ou budgétaire. La Banque populaire de Chine a ainsi annoncé le 24 septembre un ensemble de mesures de grande ampleur (baisse de son taux directeur principal de

1,75 à 1,5 point, baisse du ratio de réserves obligatoires de 0,5 point, baisse des taux d'intérêt pour les achats de résidences secondaires).

Le gouvernement a, pour sa part, annoncé des mesures budgétaires de soutien à l'activité, sans pour autant les détailler. Avant les déclarations de la fin septembre, la politique budgétaire s'annonçait expansionniste en 2024, l'impulsion budgétaire étant estimée à 0,4 point selon le FMI (*Fiscal Monitor*, avril 2024), et en 2025 (de 0,2 point), après avoir été légèrement restrictive en 2023 (-0,1 point de PIB). Sous les hypothèses de croissance du FMI (4,6 % en 2024, 4,1 % en 2025), le déficit public passerait de 7,1 % du PIB en 2023 à 7,6 % du PIB en 2025 tandis que la dette publique rapportée au PIB augmenterait de 9 points pour atteindre 93 % du PIB. Le gouvernement semble désormais prêt à accroître son soutien budgétaire, afin de permettre à la croissance d'être proche de 5 % en 2024.

Horizon 2025 : maintenir le cap

Un rythme de croisière...

Les indicateurs conjoncturels ont signalé un certain tassement de l'activité à partir du printemps 2024. La production industrielle était revenue à une hausse de 4,5 % sur un an en août 2024, comme en août 2023, après avoir atteint un pic à 7 % sur un an en février 2024. Dans l'industrie manufacturière, la production (+4,3 % sur un an) restait cependant particulièrement soutenue pour les biens d'équipement de transport, en hausse de plus de 12 %, dont plus de 30 % pour les seuls véhicules électriques ; la production d'ordinateurs, d'équipements de communication et autres biens électroniques était en hausse de 11 %.

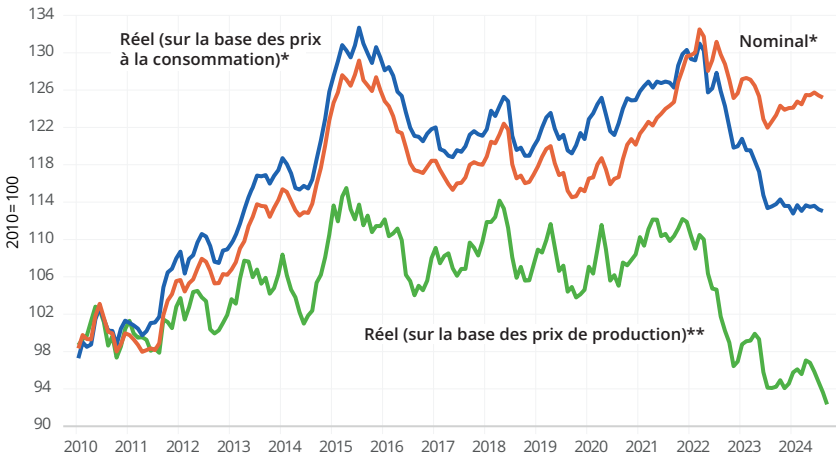
Les investissements (hors ceux des promoteurs immobiliers) cumulés depuis le début de l'année étaient en hausse de 3,4 % sur un an en août 2024, contre 3,1 % sur la même période un an plus tôt, soit une légère accélération, plus franche pour les seuls secteurs industriels (respectivement +12 % contre +9 %).

Pour ce qui concerne la consommation des ménages, les ventes de détail étaient en net ralentissement : en hausse de 2,1 % seulement sur un an en août 2024, contre 4,6 % un an plus tôt, après avoir atteint 10 % en fin d'année 2023.

Par contre, les exportations de marchandises ont nettement accéléré, à plus de 7 % sur un an en août 2024, contre une baisse de 13 %

un an plus tôt. Les exportations chinoises restent soutenues par une compétitivité-prix favorable : de l'été 2022 à l'automne 2023, le taux de change effectif du yuan s'était déprécié de plus de 6 %, tandis que les prix de production chinois augmentaient moins vite que ceux de leurs concurrents étrangers, soit une amélioration supplémentaire de 6 %, plaçant la compétitivité-prix à son niveau le plus favorable des vingt dernières années (graphique 2). De plus, la demande adressée à la Chine est porteuse, pour des produits sur lesquels les producteurs chinois sont souvent mieux positionnés que leurs concurrents étrangers, tels que les véhicules électriques, mais aussi les équipements informatiques et électroniques. Cela a conduit à des gains de parts de marché en 2024.

Graphique 2. Chine : taux de change effectifs



(*) FMI ; (**) JP Morgan -Eikon LSEG Data & Analytics.

... sans fort freinage

En 2024, la croissance chinoise serait de 4,7 %, proche de l'objectif de 5 % fixé par le gouvernement et de 4,4 % en 2025 (tableau). La consommation resterait peu dynamique, tandis que la hausse de l'investissement continuerait d'être freinée par l'ajustement du secteur immobilier. La contribution des exportations nettes à la croissance serait positive en 2024 comme en 2025, les exportateurs chinois tirant parti de leur position compétitive favorable et de leur spécialisation porteuse sur des biens actuellement très demandés. Le gouvernement chinois avait, jusqu'à l'été, mis de côté la question d'un rééquilibrage

de la croissance chinoise en faveur de la consommation. Il misait sur l'accélération des exportations, pour écouler la production chinoise de biens industriels, surtout dans les secteurs automobiles et de haute technologie. La position dominante à l'échelle mondiale des producteurs chinois de véhicules et de batteries électriques a cependant accru les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine et, dans une moindre mesure, entre l'Union européenne et la Chine. Les droits de douane sont en passe d'être fortement augmentés pour un certain nombre de produits chinois. Cela constitue un risque à la baisse de notre prévision.

Du côté de la demande intérieure, une amplification de la chute du secteur immobilier reste un risque à la baisse, mais semble évitable, du fait des interventions du gouvernement. Un risque à la hausse de notre prévision pourrait être un soutien budgétaire plus important à la croissance. Mais cela ne jouerait qu'à la marge, en l'absence de mesures structurelles de soutien à la consommation des ménages.

Chine : résumé des prévisions

En %

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|----------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| PIB | 8,5 | 3,0 | 5,2 | 4,7 | 4,4 |
| Consommation | 9,1 | 2,0 | 8,0 | 4,3 | 4,3 |
| Investissement | 3,8 | 3,4 | 3,5 | 3,3 | 3,9 |
| Exportations | 18,3 | 3,1 | 2,2 | 7,7 | 5,4 |
| Importations | 9,0 | 1,0 | 6,4 | 3,4 | 3,8 |
| <i>Contributions</i> | | | | | |
| Consommation | 4,9 | 1,1 | 4,3 | 2,4 | 2,4 |
| Investissement | 1,7 | 1,4 | 1,5 | 1,4 | 1,6 |
| Exportations nettes | 1,9 | 0,4 | -0,6 | 0,9 | 0,5 |
| Exportations | 3,3 | 0,6 | 0,4 | 1,5 | 1,1 |
| Importations | 1,5 | 0,2 | 1,0 | 0,6 | 0,6 |

National Bureau of Statistics of China, Prévision OFCE octobre 2024.

Note : estimations OFCE pour les exportations et les importations.

Pays émergents d'Asie (hors Chine) et d'Amérique latine : des dynamiques croisées ¹

En 2023, la croissance des économie émergentes et en développement s'est maintenue à 4 % avec de fortes disparités régionales. Après une année 2022 à 3 %, l'activité chinoise a rebondi à un rythme de 5,2 % tandis que celle dans le reste de l'Asie continuait de progresser autour de 5,4 %. À l'inverse, l'Amérique latine a vu sa croissance divisée de moitié, à 1,9 % en moyenne cette année-là. En 2024 et 2025, la croissance de cette partie du monde baisserait légèrement, principalement entraînée par la Chine. Le reste de l'Asie résisterait plutôt bien avec une croissance autour de 5 %. En Amérique latine, la dégradation à 1,1 % en 2024 puis 1,9 % en 2025 est surtout imputable à deux grandes économies de la région (Argentine, Mexique), la situation dans les autres économies s'améliorant.

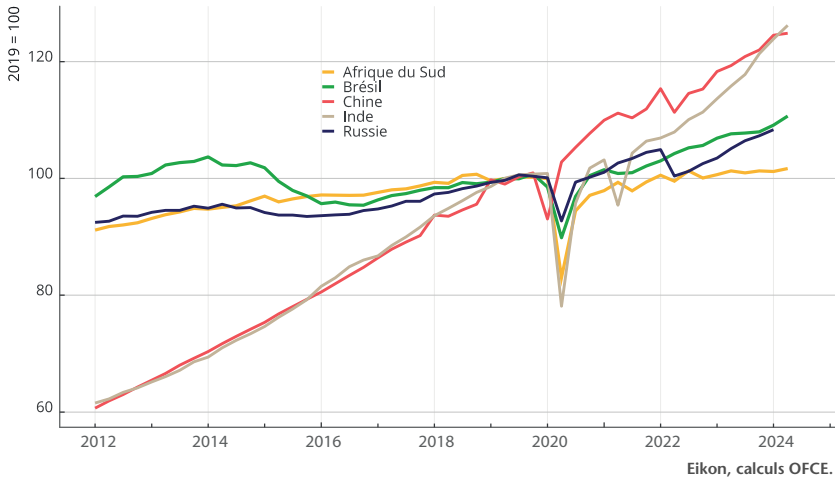
Globalement, la croissance en Asie hors Chine est restée relativement dynamique et le restera en 2024 et 2025. Toutefois, malgré cette performance, le PIB de l'Asie hors Chine n'est pas revenu au niveau qu'il aurait eu si la croissance depuis 2020 s'était maintenue sur sa tendance pré-Covid. C'est le cas pour la Corée du Sud, et surtout Hong Kong qui accuse un net retard, mais aussi les pays du groupe des tigres (Malaisie, Philippines, Thaïlande...). Même l'Inde, malgré un dynamisme qui se poursuit, reste légèrement en deçà. En Amérique latine, le PIB régional aurait dépassé ce niveau, porté par les bonnes performances du Brésil et de la Colombie, les autres pays n'ayant pas encore effacé les effets des crises récentes (graphique 1).

À l'exception de quelques pays en crise (Argentine, Venezuela), l'inflation a reflué partout dès 2023. En Asie, elle est revenue à l'intérieur de la bande définie par les banques centrales dans le cadre de leur politique d'*inflation targeting* mais reste encore très supérieure en Amérique latine. Malgré tout, ce reflux a permis la baisse des taux d'intérêt nominaux en Amérique latine (le dernier pays à l'avoir fait étant le Mexique en début d'année). En Asie par contre, le mouvement vient seulement de commencer (Indonésie et Philippines), en ligne

1. Ce texte est rédigé par Christine Riffart et Amel Falah, *Département analyse et prévision*.

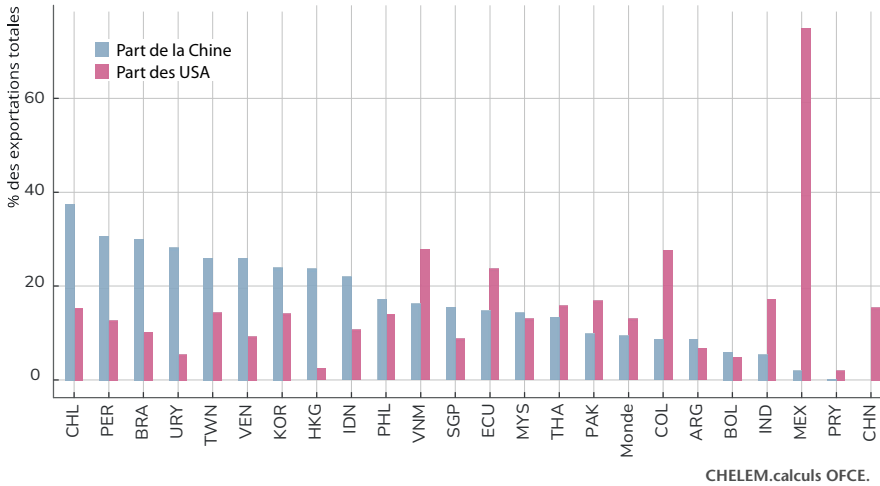
avec la détente des taux aux États-Unis. La politique monétaire y est malgré tout peu restrictive, voire neutre, à la différence de l'Amérique latine où les taux réels restent très élevés.

Graphique 1. PIB des BRICS



Dans ce contexte, les perspectives pour 2024 et 2025 restent contraintes à la fois par des facteurs internes et externes. Sur le plan intérieur, les politiques monétaires resteront contraintes par le risque d'une reprise inflationniste, notamment en Amérique latine. La baisse prévue des taux d'intérêt aux États-Unis relâchera la pression sur les taux de change face au dollar et permettra aussi aux banques centrales de baisser les taux. Pour l'heure, la volatilité sur le marché des changes est forte mais les monnaies sont plutôt bien positionnées en termes de compétitivité. Sur le plan externe, la conjoncture internationale n'est guère porteuse. La baisse de la croissance aux États-Unis et en Chine devrait affecter les exportations des pays émergents qui réalisent pour beaucoup d'entre eux près de 40 % de leurs exportations avec ces deux grands pays (près de 90 % pour le Mexique et 55 % pour le Chili) (graphique 2). Par ailleurs, la stratégie offensive de la Chine qui s'appuie sur des prix faibles pour gagner des parts de marché sur les marchés tiers devrait se poursuivre, au détriment de ses concurrents. Enfin, après la flambée de 2021-2022, les prix des matières premières sont revenus à des niveaux plus modérés et devraient le rester, ce qui est favorable aux pays importateurs (principalement d'Asie) mais défavorable aux pays exportateurs (principalement d'Amérique latine).

Graphique 2. Part des exportations vers la Chine et les États-Unis en 2021



Asie : la dynamique de croissance est toujours là

Si l'Asie a connu un ralentissement de l'activité en 2023, celle-ci devrait s'accélérer en 2024.

En 2023, le PIB a augmenté de 3,4 % en rythme annuel en Asie, en ralentissement par rapport à l'année précédente. Cependant, la dynamique de croissance a été supérieure à la moyenne mondiale (+3,1 %) et à celle des économies avancées (+1,6 %). Le ralentissement observé en 2023 s'explique en partie par une normalisation par rapport à la performance de 2022 (4,1 %), qui avait vu l'activité économique rebondir très fortement à la suite de la réouverture post-Covid. L'inflation a également ralenti en 2023 à 4,2 %, en net recul par rapport à 2022 (+5,1 %). Ce ralentissement s'explique par l'effet conjugué de la chute des prix mondiaux des matières premières et de l'énergie, et le resserrement monétaire initié en 2022 dans l'ensemble de la région. Le taux d'inflation de plusieurs pays de la région est désormais revenu à l'intérieur des fourchettes cibles des banques centrales, ce qui leur permettra (ou permet si c'est déjà amorcé) de mettre fin au durcissement monétaire. Fin 2023, près de deux tiers des banques centrales de la région avaient gardé leur taux directeur inchangé par rapport à 2022 (comme l'Inde), tandis que d'autres banques centrales avaient débuté un assouplissement de leur politique monétaire pour contrer le ralentissement de l'activité économique. La Banque de Corée vient de réduire son taux directeur de 0,5 point à 3,25 %.

La croissance en Asie devrait s'améliorer en 2024 et 2025, avec des taux prévus respectivement à 4,2 % et 4,0 %. Ce dynamisme est lié à la hausse prévue des exportations de marchandises et de la demande intérieure sur l'horizon de prévision, et à un retour du tourisme aux niveaux prépandémie qui devrait bénéficier à la plupart des économies de la région. Les principaux risques à court terme sont liés à une hausse soudaine des prix des matières premières ; une croissance plus lente que prévue en Chine ; les répercussions négatives des élections américaines (en cas de réélection de Donald Trump, il est probable que les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine s'intensifient) ; et une éventuelle récession dans les économies avancées hors de la région. La guerre commerciale engagée il y a plus d'un an entre les États-Unis et la Chine a fragilisé la croissance en Asie, une région qui génère, à elle seule, près des deux tiers du PIB mondial. Singapour, les Philippines et la Corée ont été les plus impactés.

Asie : résumé des prévisions de PIB

Variations par rapport à la période précédente, en %

| | Poids | 2023 | 2024 | 2025 |
|------------------------------|--------------|------------|------------|------------|
| Corée du Sud | 6,8 | 1,4 | 2,5 | 2,1 |
| Asie en développement rapide | 20,3 | 3,4 | 4,2 | 4,0 |
| Taiwan | 3,9 | 1,3 | 3,9 | 2,7 |
| Hong Kong | 1,5 | 3,3 | 2,9 | 2,6 |
| Singapour | 0,9 | 1,1 | 2,6 | 2,5 |
| Thaïlande | 3,6 | 1,9 | 2,6 | 3,1 |
| Indonésie | 6,0 | 5,0 | 5,0 | 5,0 |
| Malaisie | 1,7 | 3,6 | 4,9 | 4,5 |
| Philippines | 2,6 | 5,5 | 5,7 | 5,9 |
| Chine | 48,5 | 5,2 | 4,7 | 4,4 |
| Inde | 24,4 | 8,2 | 6,9 | 6,7 |
| Asie hors Chine | 51,5 | 5,4 | 5,2 | 5,0 |
| Total | 100,0 | 5,3 | 5,0 | 4,7 |

CEIC, calculs et prévision OFCE octobre 2024.

Dans un contexte de forte demande intérieure et de forte croissance dans les secteurs manufacturier et des services, l'**Inde** devrait atteindre une croissance à 6,9 % en 2024, en net ralentissement par rapport à 2023 (+8,2). L'affaiblissement de la croissance économique indienne a déjà été observé : au second trimestre 2024, le PIB indien a augmenté

de 6,7 % par rapport à la même période de l'année précédente (contre +7,8 % au premier trimestre 2024), le taux de croissance trimestriel du PIB le plus bas sur les quinze derniers mois. Principal moteur de la croissance, l'investissement est resté dynamique avec une progression de +7,5 % au second trimestre 2024. La production industrielle, dynamique au second trimestre 2024, en hausse de 3,8 %, soutient également la croissance. Malgré le dynamisme de l'investissement, le net ralentissement des exportations a pesé sur l'activité économique. L'inflation des prix à la consommation en Inde devrait ralentir de 5,7 % en 2023 à 4,5 % en 2024, restant dans la fourchette de 2 à 6 % fixée par la Banque centrale. Les chaleurs extrêmes enregistrées au mois de juin, et des réserves en eau inférieures à la normale font peser un risque sur les récoltes d'été et sur les prix des fruits et légumes. Ces facteurs inflationnistes pourraient être compensés par une baisse des prix des céréales par rapport à l'année dernière. Le Premier ministre sortant Narendra Modi a remporté les élections législatives et reste aux commandes du pays pour un troisième mandat, mais avec une majorité moins forte qu'attendu. La composition du nouveau gouvernement laisse supposer que la politique menée sera dans la continuité des précédentes.

Au premier trimestre de 2024, la **Corée du Sud** a enregistré une croissance de 3,3 % en glissement annuel, le rythme le plus élevé en plus de deux ans (2,3 % au second trimestre). Cette croissance a été possible grâce à une hausse des exportations de biens (+1,8 % en volume sur un an). Les exportations devaient augmenter de 8,5 % cette année, rebondissant par rapport au déclin de 7,4 % de l'année précédente. La croissance de la Corée est tirée par de solides perspectives à l'exportation, grâce au redémarrage de la demande de puces électroniques et à l'essor des investissements dans l'intelligence artificielle. Un plan de relance a été mis en place en début d'année pour soutenir les exportateurs pour un montant de 26 milliards d'euros, soit 1,3 % du PIB. Malgré une reprise des exportations, la consommation intérieure et l'investissement (-1,3 % au second trimestre 2024) devraient rester faibles en raison de l'inflation. La banque a ramené son taux d'intérêt de référence à 3,25 % après l'avoir maintenu à 3,5 %, son plus haut niveau des quinze dernières années, depuis l'été 2021. Le taux de chômage a connu une légère hausse au second trimestre 2024 passant de +3,8 % à 4,1 %. Pour stimuler l'investissement, le gouvernement va mettre en place une déduction fiscale supplémentaire pour les entreprises investissant davantage dans des installations

d'équipements par rapport à l'année précédente. Il prévoit également de relever temporairement le taux de déduction fiscale de 10 % pour les entreprises investissant davantage dans des projets de R et D. Pour stimuler la consommation intérieure, le gouvernement prévoit d'offrir une plus grande déduction fiscale pour l'utilisation de cartes de crédit. Cette réforme fiscale entraînerait une baisse des recettes fiscales de 13 100 milliards de wons sur quatre ans. Le gouvernement a également fixé l'objectif d'attirer 20 millions de visiteurs étrangers en 2024, avec des exemptions de frais de demande de visa pour les groupes de touristes en provenance de Chine, du Viêt Nam, des Philippines, de l'Indonésie, de l'Inde et du Cambodge cette année.

L'économie **singapourienne** a progressé de 2,9 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2024, principalement tirée par les secteurs des semi-conducteurs, ainsi que par la reprise du secteur manufacturier et financier. La normalisation des niveaux de stocks a eu un impact positif sur les perspectives économiques de Singapour, en particulier dans l'électronique et le commerce de gros. Le secteur des services, pilier de l'économie, bien moins vigoureux qu'en 2022 (+4,8 %), a continué de croître en 2023, enregistrant une hausse de 2,3 %. Cette croissance a notamment été soutenue par les secteurs de l'hôtellerie, de la restauration et des services aux entreprises, qui ont enregistré une hausse de 4,6 %. La reprise des chantiers interrompus durant la pandémie, à la suite des pénuries de main-d'œuvre importée et des restrictions sanitaires, ont également contribué à cette dynamique.

Dans le cadre d'un rattrapage post-Covid, les **Philippines** avaient connu en 2022 leur plus forte croissance (+7,6 %). Au second trimestre 2024, le pays a connu une croissance de +6,3 % soutenue par une hausse de l'investissement public et une hausse des exportations (niveau du potentiel de croissance des exportations estimé par le FMI (6,5 %)). En dépit de la persistance de l'inflation (+3,8 % au second trimestre), la consommation des ménages reste soutenue. Les transferts globalement stables (8 % au cours des trois dernières années) en provenance des travailleurs étrangers continueront de soutenir la consommation privée.

En **Indonésie** le PIB a augmenté de 5,0 % au second trimestre 2024, soutenu par l'amélioration de la confiance des entreprises et des consommateurs qui a stimulé la demande intérieure et la croissance de la production en ce début d'année 2024. La vigueur de la demande

intérieure et la résilience du marché du travail ont ravivé l'inflation, sous-jacente et globale, portant l'inflation à 2,1 % en septembre 2024. Prochain président de la république, Prabowo Subianto succédera en octobre prochain à Joko Widodo à la tête de la première économie d'Asie du Sud-Est avec pour projet d'augmenter les dépenses sociales, et des mesures visant à assurer l'efficacité des dépenses publiques, telles qu'un recentrage des aides en faveur des ménages vulnérables.

Depuis sa transformation ces dernières années d'exportateur de matières premières à une économie plus diversifiée, la **Malaisie** est en constante expansion. Au second trimestre 2024 le PIB a augmenté de +5,9 %. Le secteur des services est le plus important de l'économie, et s'est développé pour représenter environ 54 % du PIB. Le secteur manufacturier a connu une croissance ces dernières années et représente désormais 25 % du PIB et plus de 60 % des exportations totales. L'agriculture ne représente plus que 9 % du PIB, l'exploitation minière et l'extraction également.

En **Thaïlande**, au second trimestre 2024, la croissance a rebondi au rythme de 2,3 % après 1,6 % au premier trimestre grâce à la reprise des exportations (+2,9 %) et à la hausse de la consommation privée (+3,1 %) tirée par la reprise continue du tourisme (34,5 millions de visiteurs attendus cette année). L'économie thaïlandaise reste trop dépendante du tourisme et afin de répondre à ses défis macro-structurels et sociaux que la crise sanitaire a renforcés, le pays a engagé un ambitieux programme d'investissements dans ses infrastructures de transport et une stratégie de modernisation économique.

À **Taiwan** le 20 mai 2024 le nouveau président Lai Ching-te, du Parti démocrate progressiste, a pris ses fonctions pour un mandat de quatre ans dans un climat assez tendu. Alors que le maintien du statu quo officiel dans les relations entre Taipei et Pékin est le scénario le plus probable à court terme, les tensions dans le détroit de Taiwan restent très élevées. Après un net ralentissement en 2023, la croissance économique s'est redressée, elle a atteint +6,6 % en glissement annuel (g.a.) au premier trimestre 2024 et 5,1 % au second, et devrait dépasser 4 % en moyenne cette année. Taiwan bénéficie d'une position dominante et d'une très forte avance technologique dans l'industrie des puces électroniques, qui représentent 39 % du total de ses exportations de marchandises et 34 % de sa production industrielle. La production industrielle a rebondi de +8,8 % en g.a. sur les cinq premiers mois de 2024, après une baisse moyenne de -12,2 % en 2023, et les

exportations ont augmenté de +9,1 % en g.a. en valeur sur la même période. À Taïwan, un plan national de développement (2021-2024) a été présenté en juillet et fixe parmi ses objectifs un PIB par tête de 30 000 USD et une croissance économique de 3,4 % en 2024.

L'économie de **Hong Kong** a enregistré une croissance de 3,3 % au deuxième trimestre 2024 par rapport à la même période en 2023. Au cours du premier trimestre, la croissance était de 2,8 %. Indépendamment de cette trajectoire positive, les tensions géopolitiques et les perspectives de l'économie mondiale et des taux d'intérêt créent un climat d'incertitude qui pourra peser sur l'économie hongkongaise.

En **Asie**, l'amélioration de la conjoncture extérieure favorisera en 2024 la croissance dans la région. Les pays d'Asie continuent d'afficher cette année une croissance plus soutenue que le reste du monde, inférieure à son niveau d'avant la pandémie. Nous prévoyons une croissance de 4,2 % cette année avant de fléchir à 4,0 % en 2025. Plusieurs facteurs à cela. Le ralentissement de la Chine qui a vu sa croissance s'affaiblir après le tassement du rebond post-Covid. En cause, la faiblesse persistante du marché immobilier et la perte de confiance chez les consommateurs et les investisseurs, auxquelles viennent s'ajouter des défis structurels comme le vieillissement de la population ainsi que les tensions de la conjoncture mondiale. L'intensification des tensions géopolitiques et les risques de catastrophes naturelles pourraient aussi détériorer les perspectives économiques de la région. Néanmoins, en 2025, il est prévu que la croissance économique en Asie soit robuste, mais avec des variations régionales, soutenue principalement par l'Inde. Seule l'Indonésie devrait connaître en 2024 et 2025 une croissance égale ou supérieure aux niveaux d'avant la pandémie, contrairement à la Malaisie, aux Philippines et à la Thaïlande.

Amérique latine : une croissance toujours sous contraintes

Après deux années d'embellie en Amérique latine, l'activité s'est ralentie de moitié en 2023 et devrait continuer en 2024 avant de s'accélérer légèrement en 2025 à 1,9 % de croissance attendue. En 2023, face à un environnement international très dégradé (poursuite de la baisse du prix des matières premières, taux d'intérêt élevés), les deux principaux pays d'Amérique latine, le Brésil et le Mexique (qui représentent 66 % du PIB de la zone) ont bien résisté et sont parvenus à maintenir une croissance soutenue mais la plupart des autres pays, notamment les plus dépendants aux exportations de matières

premières (voir [Pays émergents](#) de la prévision d'avril 2024) ont vu leur économie stagner, voire reculer. En 2024, la situation s'améliore dans plusieurs petits pays, se consolide au Brésil mais la récession s'amplifie en Argentine. Partout, l'inflation reflue, mais à l'exception du Pérou et de l'Uruguay, elle reste supérieure au haut de la fourchette ciblée par les autorités monétaires (notamment en Colombie). La politique monétaire reste partout très restrictive. Les politiques budgétaires resteront plutôt accommodantes, au risque de creuser les déficits dans les pays à plus faible demande.

Après une longue période de stagnation (-0,3 % de croissance moyenne annuelle entre 2014 et 2019) et un recul du PIB de 3,6 % en 2020, le **Brésil** connaît depuis la reprise post-Covid, une embellie économique qui perdure jusqu'à aujourd'hui. Entre 2021 et 2023, la croissance a été de 3,7 % en moyenne annuelle. Au deuxième trimestre 2024, elle ralentit mais reste dynamique (à 2,8 % sur un an), soutenue par la consommation des ménages et l'investissement (4,8 % et 5,5 % respectivement sur la période). Le taux de chômage continue de baisser jusqu'à retrouver son niveau historiquement bas de 2014. Sur le plan monétaire, la baisse des taux d'intérêt de 3,25 points de base entre juillet 2023 et mai 2024 s'est interrompue. Depuis plusieurs mois, l'inflation oscille autour de 4,5 % et face aux perspectives de croissance plutôt favorables et aux tensions sur le marché du travail, les anticipations d'inflation ont cessé de baisser. Par ailleurs, la sécheresse de 2023-2024 dans l'ensemble du pays a affecté la production d'électricité dans un pays qui dépend aux deux tiers de l'hydroélectricité, et pousse les prix de l'énergie à la hausse. Les perspectives d'inflation à l'horizon fin 2025 visent donc plutôt le haut de la fourchette de 3 % +/-1,5 point. Pour éviter le risque inflationniste, un nouveau tour de vis a été décidé par la Banque centrale qui a relevé ses taux de 0,25 point en septembre. Du côté budgétaire, les progrès réalisés en matière de réforme fiscale et les nouvelles règles de contrôle budgétaire ont été bien accueillis par les marchés, les agences de notation Fitch et S&P ayant relevé la note du pays de BB- à BB. La croissance pourrait atteindre 2,9 % en 2024 et 2,2 % en 2025.

Au **Mexique**, les perspectives de croissance restent sensiblement dégradées pour 2024 et 2025 avec 1 % et 1,5 % attendus, après une moyenne à 3,5 % sur les deux années précédentes. Depuis trois trimestres, l'activité stagne, plombée notamment par des exportations en baisse et une demande intérieure freinée par une politique monétaire très restrictive. La consommation a résisté jusqu'au début

d'année, tout comme l'investissement. Mais l'inflation reste élevée (5 % en août dernier). Le peso reste très volatile et a enregistré une forte dépréciation sur la période récente (incertitudes des marchés face à l'élection de la nouvelle présidente de gauche Claudia Scheinbaum et à la majorité qualifiée dont elle dispose au Congrès, adoption de la réforme constitutionnelle du système judiciaire, dénouement d'opérations de *carry trade* par des opérateurs finançant en yen leur investissement en peso et en réal brésilien...). Malgré les trois baisses de 0,25 point réalisées depuis mars, la marge de manœuvre de la Banque centrale pour réduire ses taux (11,5 % en août) est très étroite, d'autant qu'elle dépend beaucoup des décisions de la Réserve fédérale. Cette contrainte monétaire est adoucie par la politique budgétaire plutôt expansionniste de l'ancien gouvernement AMLO et reprise par le nouveau gouvernement en fonction depuis le 1^{er} octobre 2024. Le déficit pourrait se dégrader en 2024 autour de 5 % du PIB et de 4 % en 2025.

La récession en **Argentine** entamée à la mi-2022 s'accroît au premier semestre 2024. Un point bas a néanmoins peut-être été atteint, les indicateurs de court terme semblant marquer une amélioration en milieu d'année. Mais en trois trimestres, le PIB a reculé de plus de 6 % sous l'effet de la chute de 9 % de la consommation des ménages, et de 30 % de l'investissement. La chute des importations sur la période, combinée à la hausse de 23 % des exportations, soutenue par la baisse du peso et la mise en place d'un taux de change préférentiel pour les exportations, a limité la crise mais la situation sociale est terrible : le taux de pauvreté est estimé au premier semestre à 52 % et le taux d'extrême pauvreté est passé de 12 à 18 % en 6 mois. L'inflation sur un an reste élevée (236 % en septembre) mais baisse par rapport au mois précédent. Ce recul semble être le résultat d'un choc de politique économique via le contrôle de l'émission monétaire et des changes. Le niveau des réserves de change est très bas. Le 12 juin, un nouvel accord de swap de devises avec la Chine a été signé pour un montant de 5 milliards de dollars sur un an (en 2023, le gouvernement y avait eu recours pour payer les échéances de prêts auprès du FMI). En juin, un deuxième paquet de mesures et de réformes a été adopté au Parlement, avec notamment l'approbation de la loi d'urgence administrative et économique pendant un an, la réduction de la place de l'État dans l'économie, la privatisation de certaines entreprises publiques, des incitations pour attirer les capitaux étrangers, la dérégulation dans l'énergie et l'aéronautique, la flexibilisation sur le marché du travail...

Le 15 septembre, le nouveau budget 2025 a été présenté au Parlement avec le maintien de l'objectif de l'équilibre budgétaire. Après un déficit de 4,2 % du PIB en 2023, le budget devrait être proche de l'équilibre en 2024 (le solde primaire visant un excédent d'environ 2,4 %), cela au prix d'une chute de 30 % des dépenses primaires sur les sept premiers mois de l'année.

Dans les autres pays d'Amérique latine (**Chili, Colombie, Pérou...**), plus exposés à l'évolution des cours de matières premières et de la demande mondiale, la croissance devrait rester modérée en 2024 et 2025, années marquées par le ralentissement de l'activité en Chine et aux États-Unis. Malgré tout, la détente monétaire, combinée à des taux de change compétitifs, devrait permettre à ces pays d'adoucir la pression sur la demande intérieure et de gagner des parts de marché à l'exportation. La croissance devrait être plus rapide qu'en 2023, autour de 2-2,5 %.

Amérique latine : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

| | Poids | 2023 | 2024 | 2025 |
|------------------|--------------|------------|------------|------------|
| Brésil | 37,4 | 2,9 | 2,9 | 2,2 |
| Mexique | 30,9 | 3,2 | 1,0 | 1,5 |
| Argentine | 12,4 | -1,6 | -5,1 | 0,9 |
| Colombie | 8,8 | 0,6 | 1,4 | 2,6 |
| Chili | 5,6 | 0,3 | 2,2 | 2,4 |
| Pérou | 5,1 | -0,6 | 2,8 | 2,7 |
| Total | 100,0 | 1,9 | 1,1 | 1,9 |

FMI, calculs et prévision OFCE octobre 2024.

LA CROISSANCE À L'ÉPREUVE DU REDRESSEMENT BUDGÉTAIRE

PERSPECTIVES 2024-2025 POUR L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

Département analyse
et prévision
Sous la direction d'Éric Heyer
et de Xavier Timbeau

La prévision de l'OFCE de la croissance du PIB est de 1,1 % pour l'année 2024 et de 0,8 % pour l'année 2025. Les conséquences des chocs violents qu'a connus l'économie française s'estompent progressivement, comme le montre le ralentissement de l'inflation qui s'établirait à 1,5 % en moyenne sur l'année 2025. Cela autorise la Banque centrale européenne à réduire les taux d'intérêt, ce qui serait un soutien à l'activité en 2025, à hauteur de +0,4 point de PIB. La dégradation du solde public, particulièrement mal anticipée, oblige à une restriction budgétaire massive dans un contexte politique instable. La réduction du déficit structurel réduirait l'activité économique de -0,8 point en 2025.

* Cette analyse s'appuie sur le travail de l'équipe France animée par Mathieu Plane et composée de Elliot Aurissergues, Bruno Coquet, Magali Dauvin, Ombeline Jullien de Pommerol, Pierre Madec, Raul Sampognaro. Cette prévision intègre les informations disponibles jusqu'au 11 octobre 2024.

L'année 2023 s'est terminée avec une croissance du PIB de la France de 1,1 % d'après les derniers comptes de l'Insee (du 30 août 2024), un rythme supérieur à la moyenne de la zone euro (0,5 %, graphique 1). Cette dynamique a permis à l'économie française de combler son retard d'activité par rapport à la zone depuis 2019, dernier trimestre avant la crise Covid. Ainsi, à la mi-2024, le PIB de la France se situait 3,8 % au-dessus de son niveau d'avant-crise, soit un écart très proche de celui de la moyenne de la zone euro (4,3 %), bien au-dessus de celui de l'Allemagne (0,2 %) mais loin derrière les États-Unis (12,5 %).

La croissance française atteindrait 1,1 % en moyenne annuelle en 2024. Cette révision à la hausse de 0,6 point de la croissance par rapport à notre prévision d'avril 2023 s'explique par trois éléments :

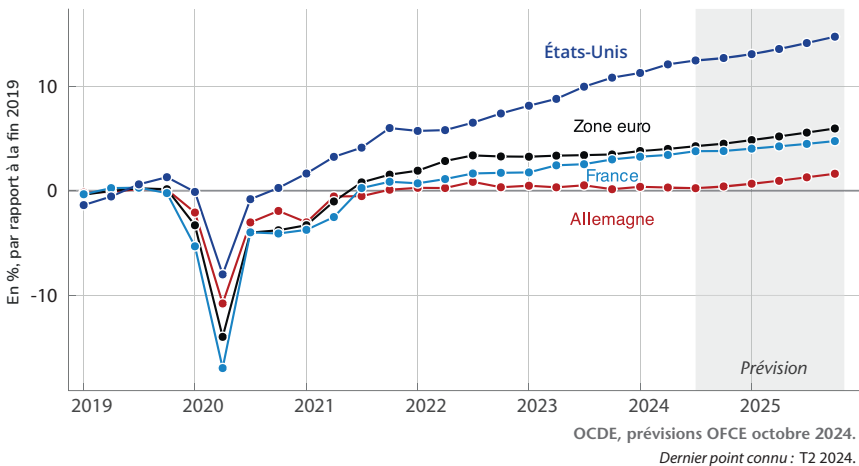
1. Le premier concerne la trajectoire budgétaire très différente de celle qui était présentée dans le Programme de Stabilité en avril 2024. Bien que la croissance ait été très peu révisée au cours des différents exercices budgétaires et sera très proche de celle prévue par Bercy, le déficit public a fortement dérapé par rapport aux prévisions. Il est ainsi attendu à 6,1 % en 2024, contre 5,1 % prévus initialement dans le Programme de Stabilité présenté au printemps de cette année (et 4,4 % dans le PLF 2024), en raison de mesures budgétaires annulées, à la suite de la dissolution, d'un important dérapage des dépenses des collectivités locales ainsi que d'assiettes fiscales moins dynamiques que prévu. Cette différence d'impulsion budgétaire pour 2024 conduit à accroître le PIB de 0,5 point de PIB en 2024 par rapport à notre prévision de printemps ;
2. Le deuxième est lié à la révision des comptes pour l'année 2023, l'acquis de croissance pour 2024 a été relevé de 0,3 point de PIB (de 0,2 % à 0,5 %) ;
3. Le troisième est lié à la dissolution et à l'incertitude concernant la politique économique nationale qui amputeraient la croissance de -0,1 point en 2024 (voir encadré 2).

En 2025, la croissance française est attendue à 0,8 % malgré les effets positifs de la politique monétaire (+0,4 point de PIB lié à la baisse des taux d'intérêt), mais elle serait contrainte par la suppression de

l'ensemble des boucliers tarifaires, et surtout par les nouveaux ajustements budgétaires prévus par le gouvernement Barnier l'année prochaine (estimés à 60 milliards d'euros par le gouvernement¹).

L'inflation baisserait en 2024 (2,0 % en moyenne après 4,9 % en 2023) et, avec 1,5 % en 2025, serait largement en dessous de la cible de 2 %, notamment du fait de la décrue attendue des prix de l'électricité. Le retournement du marché du travail se poursuit en raison de la faible croissance de l'activité et du rattrapage partiel des pertes de productivité passées, conduisant à une hausse du taux de chômage à 8 % fin 2025 (hors effet de la réforme du RSA) (contre 7,3 % actuellement). Le taux d'épargne resterait élevé en 2024 mais diminuerait en 2025 avec la baisse de l'inflation et des taux d'intérêt, soutenant la consommation des ménages malgré un pouvoir d'achat en baisse l'année prochaine (-0,2 % après +1,1 % en 2024 par unité de consommation). Le déficit public atteindrait 6,1 % du PIB en 2024 et serait encore de 5,3 % du PIB malgré le programme d'ajustement budgétaire prévu.

Graphique 1. PIB en écart à 2019

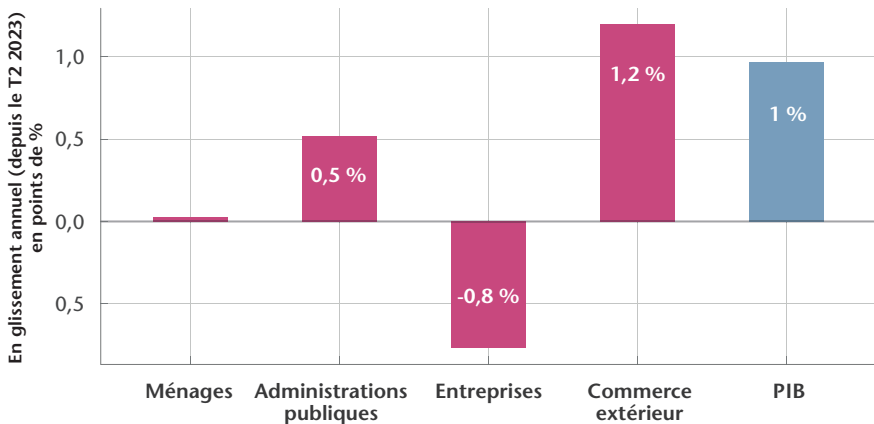


1. Selon nos calculs (voir encadré 6 pour plus de détails), la baisse du déficit public structurel serait de -1,5 point de PIB en 2025 (ce qui correspond à 44 milliards d'euros), dont 0,3 point de PIB serait lié à la fin des mesures exceptionnelles (fin des boucliers tarifaires et des mesures de relance). La répartition à l'ajustement structurel primaire se répartirait à environ 60/40 entre hausse des recettes et réduction des dépenses publiques.

Une croissance tirée par le commerce extérieur et les dépenses publiques

Au cours des quatre derniers trimestres, la croissance a crû de 1 %, en glissement annuel, un rythme légèrement supérieur à la moyenne de la zone euro. La dynamique des composantes de cette croissance est polarisée. D'un côté, elle a été principalement tirée par le fort redressement du commerce extérieur (contribution de 1,2 point de PIB), dont plus de 80 % s'expliquent par la baisse marquée des importations. Mais aussi par les dépenses publiques, que ce soit à travers la consommation ou l'investissement des administrations publiques (APU), qui ont participé à soutenir la croissance à hauteur de 0,5 point de PIB sur un an (graphique 2). Ce soutien public à la croissance, peu compatible avec un fort ajustement budgétaire, a eu pour contrepartie un creusement du déficit public par rapport à la trajectoire attendue dans le projet de loi de finances 2024. De l'autre côté, les dépenses des ménages n'ont quasiment pas contribué à la croissance depuis un an, en raison de la poursuite de la baisse de l'investissement immobilier et d'une consommation atone avec un taux d'épargne toujours élevé.

Graphique 2. Contribution des composantes à la croissance du PIB



Insee, calculs OFCE.

Dernier point connu : T2 2024.

À noter que l'investissement des ménages a amputé le PIB de -0,9 point entre la mi-2022 et la mi-2024 sous l'effet notamment de la remontée des taux d'intérêt. Enfin, les dépenses des entreprises, que ce soit par l'investissement ou les stocks, ont réduit la croissance de -0,8 point de PIB au cours des quatre derniers trimestres. En effet, après

avoir connu une forte croissance entre la période post-Covid et la mi-2023, l'investissement des entreprises a baissé de -1,5 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2024. Le seul déstockage des entreprises a contribué à réduire la croissance de -0,7 point et a porté aussi bien sur les matériels de transport que sur les biens d'équipements et les autres produits industriels. Cet effet arrive après la période de restockage post-Covid mais l'ampleur du déstockage est inédit depuis la crise financière de 2009.

Encadré 1. Quatre ans et demi après le début de la crise Covid : quel bilan en comparaison de la crise financière ?

Quatre ans et demi après la crise du Covid, il est intéressant de comparer la situation macroéconomique actuelle avec celle en sortie de crise des subprimes. Cette dernière était, avant celle du Covid, le choc le plus important que l'économie française ait connu depuis l'après-guerre. Nous proposons donc d'analyser la variation des composantes du PIB, de la valeur ajoutée des principales branches de l'économie, et des comptes d'agents sur des temporalités comparables (*i.e* sur dix-huit trimestres après le trimestre de référence pré-crise), afin d'identifier les éventuelles similitudes et d'en tirer des enseignements sur l'efficacité du redressement post-Covid, par rapport à celui post-subprimes.

Au deuxième trimestre 2024, soit dix-huit trimestres après le début de la crise du Covid, le PIB de la France s'établit à 3,7 % au-dessus de son niveau pré-crise. En comparaison, dix-huit trimestres après le déclenchement de la crise des subprimes, le PIB n'était que de 0,8 % supérieur à son niveau d'avant-crise. La meilleure performance de la situation du PIB post-Covid est tout d'abord liée au dynamisme de la VA des services marchands, qui s'élève à 7,4 % en 2024, contre seulement 2,9 % en 2012. À noter cependant qu'à très court terme, le choc était beaucoup plus important post-Covid, la VA perdant plus de 15 % de sa valeur en deux trimestres, là où post-subprimes, la VA avait perdu « seulement » 4 % de sa valeur, et cela, sur une année. Deuxièmement, une partie de cette meilleure performance s'explique par la moindre chute de la branche de la construction (-7,5 %) dans le contexte post-Covid, et ce malgré le choc inflationniste, la hausse des taux d'intérêt et l'intensification des tensions géopolitiques qui sont venus amoindrir sa reprise, du fait du renchérissement des coûts des matières premières et des problèmes de chaînes d'approvisionnement. La chute de la VA dans la construction a été plus de deux fois plus forte post-subprimes (-16 %). Elle s'était, elle, totalement effondrée dès le premier trimestre, et avait connu une baisse progressive et continue dans le temps, due au durcissement des conditions d'attribution des crédits et à une chute de la demande de logements. Quant à l'industrie, bien que n'ayant pas retrouvé son niveau

d'avant-crise au deuxième trimestre 2024, elle est globalement moins affectée que lors de la crise des subprimes. Elle s'établit en effet à -0,6 % sous sa valeur de pré-crise, contre -3,6 % à la même période post-subprimes. En revanche, les services non marchands ont, eux, moins soutenu la croissance en sortie de crise Covid (2,8 %) que dans le contexte post-subprimes (6,8 %).

Du côté des composantes de demande du PIB, le niveau de la consommation totale (privée et publique) est relativement identique post-subprimes et post-Covid et contribue à améliorer le PIB de 3,3 points dix-huit trimestres après le début des deux crises. La différence se fait clairement sur l'investissement qui a subi une nette contraction post-subprimes (-7,7 %) alors qu'il se situe actuellement 1,3 % au-dessus de son niveau pré-Covid. De même, le commerce extérieur contribue actuellement positivement à la dynamique du PIB par rapport à la situation pré-Covid (+0,8 point) alors qu'il amputait la croissance de -0,5 point de PIB dix-huit trimestres après la crise des subprimes. Ces deux composantes expliquent un écart de plus de 3 points de PIB et laissent à penser que l'impact sur la croissance de long terme de la crise Covid serait inférieur à celui de la crise des subprimes.

En ce qui concerne la situation financière des agents économiques, il est intéressant de noter qu'avant la crise du Covid et avant celle des subprimes, elle était très proche : les ménages avaient une capacité de financement identique, représentant 2,6 % du PIB, et les entreprises, entre 0,6 et 0,8 % du PIB. Les administrations publiques avaient un besoin de financement proche de 3 % du PIB, et l'économie française avait un léger excédent extérieur, de 0,3 % du PIB. Quatre ans et demi après le début des deux crises, le compte des agents est encore relativement similaire, avec toutefois quelques nuances. Tout d'abord, dans les deux cas, on observe une dégradation du solde public, de près de 2,5 points de PIB, le déficit public étant compris entre 5,3 et 5,5 points de PIB, en raison du creusement des *output gap*, mais aussi d'une dégradation du déficit structurel qui va au-delà des seules mesures de relance budgétaire. Si la situation en matière de déficit est relativement similaire, le niveau de dette publique est différent : elle était de 91,3 % du PIB au troisième trimestre 2012 contre 112 % au deuxième trimestre 2024, même si dans le cas de la crise Covid elle a moins augmenté que durant celle des subprimes (13,9 points de PIB contre 24,4 points). Concernant les entreprises, elles ont des situations assez semblables à celles pré-crise et proches de l'équilibre, même si dans le cas des subprimes, c'est en grande partie lié à la contraction de l'investissement, alors que durant la crise Covid le taux de marge des entreprises ne s'est pas détérioré. En sortie de crise du Covid, la situation extérieure est moins défavorable que pour celle des subprimes. Elle était quasiment à l'équilibre à la mi-2024, après avoir connu une très forte dégradation, avec un creux à -2,5 points de PIB à la mi-2022, au moment du pic des prix de l'énergie. En revanche, dix-huit trimestres après le début de la crise des subprimes, le déficit extérieur était de -0,9 point de PIB.

Tableau 1. Comparaisons des évolutions de certaines variables macroéconomiques après la crise des subprimes et la crise Covid

| | Valeur ajoutée | | | | Poste de la demande | | | | PIB |
|-------------------------------------|----------------|--------------|--------------------|------------------------|---------------------|-----------------------|----------------|--------------------|------------|
| | Industrie | Construction | Services marchands | Services non marchands | Consommation privée | Consommation publique | Investissement | Commerce extérieur | |
| Variation en % | | | | | | | | | |
| Crise subprimes | -3,6 | -16,0 | 2,9 | 6,8 | 2,7 | 8,1 | -7,7 | | 0,8 |
| Crise Covid | -0,6 | -7,5 | 7,4 | 2,8 | 2,8 | 7,0 | 1,3 | | 3,7 |
| Contribution, en pts. de PIB | | | | | | | | | |
| Crise subprimes | -0,4 | -1,2 | 1,6 | 1,5 | 1,4 | 1,9 | -1,8 | -0,5 | 0,8 |
| Crise Covid | -0,1 | -0,4 | 4,2 | 0,6 | 1,5 | 1,7 | 0,3 | 0,8 | 3,7 |

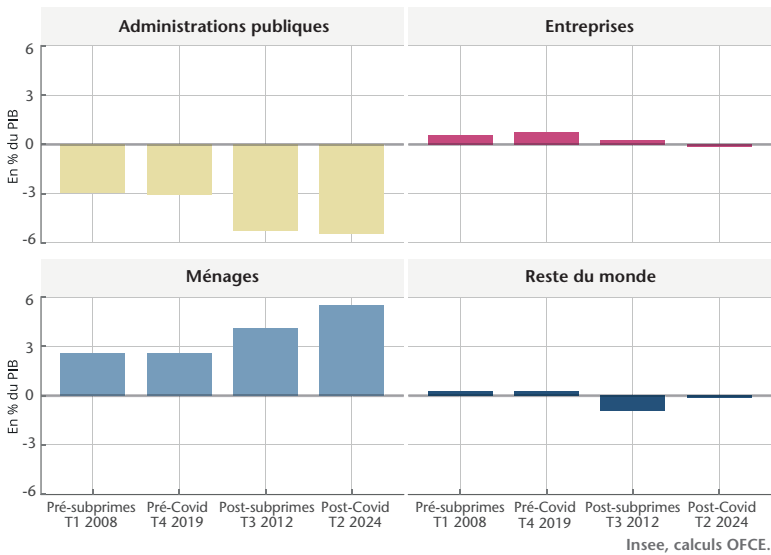
INSEE, calculs OFCE.

Crise des subprimes : T1 2008 – T3 2012 ; Crise Covid : T4 2019 – T2 2024.

Lecture : Les variations et les contributions sont calculées entre le trimestre de référence pré-crise et dix-huit trimestres après.

Enfin, du côté des ménages, leur capacité de financement s'est fortement améliorée au cours des deux crises, mais de façon plus importante post-crise Covid (5,5 % du PIB contre 4,1 % après la crise des subprimes). Cela s'explique par une sur-épargne des ménages français qui s'est installée depuis le choc Covid et qui n'est jamais revenue à son niveau pré-Covid. Ce phénomène de sur-épargne a été moins marqué durant la crise des subprimes, et l'amélioration de la capacité de financement des ménages est passée par une baisse plus prononcée de l'investissement des ménages. Ainsi, au deuxième trimestre 2024, les ménages mettaient 17,9 % de leur revenu disponible brut de côté, là où ils n'en épargnaient que 15,9 % en sortie de crise des subprimes.

Graphique 3. Besoins/capacités en financement



L'analyse comparative de la crise du Covid avec celle des subprimes permet de mettre en valeur un redressement économique plus favorable en 2024 qu'en 2012, même si concernant les comptes d'agents il existe un certain nombre de similitudes.

Il est important de noter cependant qu'en 2012 une consolidation budgétaire avait déjà commencé pour rétablir les comptes publics, alors que celle-ci va « seulement » débuter en 2025, ce qui pourrait modifier les trajectoires économiques à venir. D'ailleurs, le *spread* de taux entre la France et l'Allemagne sur les obligations publiques à 10 ans, était de 0,75 point fin septembre 2012, soit exactement le même que celui de septembre 2024 (voir encadré 4). Avec néanmoins des différences majeures : un *spread* sur la pente descendante en 2012 alors qu'il est au contraire sur la pente ascendante aujourd'hui et aussi un niveau de taux nominal différent (3 % aujourd'hui contre 2,2 % en septembre 2012).

Un cadrage macroéconomique marqué par les évolutions du *policy mix*

Selon nos évaluations (tableau 2), en raison des différents éléments qui affectent l'économie française, la croissance du PIB s'établirait respectivement en 2024 et 2025 à 1,1 % et 0,8 % alors que la croissance hors chocs² aurait été de 1,5 % et 1,4 %.

Après deux années avec un effet très négatif, l'impact du choc énergie est désormais quasiment nul en 2024, voir légèrement positif sur la croissance en 2025, et ce malgré la fin progressive du bouclier tarifaire. Cela est dû à la forte baisse des prix spot de l'énergie, notamment les prix de gros de l'électricité qui conduiront à des tarifs plus bas pour les consommateurs en 2025.

L'amélioration des chaînes de production entamée en 2023 continuerait à produire des effets positifs sur la croissance en 2024 (+0,2 point de PIB) mais plus en 2025.

Si une remontée des tensions géopolitiques est apparue à la fin 2023 et en 2024 à la suite de l'attaque du 7 octobre 2023, réduisant la croissance française de -0,1 point en 2024, nous ne prévoyons pas de nouvelles dégradations en 2025. Bien sûr, un élargissement et une intensification des conflits, au Moyen-Orient ou en Ukraine, modifieraient les conditions économiques mondiales, ce qui pèserait sur la croissance française. Mais désormais, l'incertitude politique n'est plus uniquement internationale puisqu'elle existe aussi au niveau national depuis la dissolution de l'Assemblée nationale en juin 2024. À partir de la mesure d'un indice d'incertitude de politique économique pour la France, et en supposant que la situation mesurée par cet indicateur reste au même niveau que celle observée actuellement, nous estimons que cela amputera la croissance de -0,1 point de PIB en 2024 et de -0,2 point en 2025 (voir encadré 2).

Les Jeux olympiques et paralympiques de Paris ont contribué à accroître la croissance annuelle du PIB de 0,1 point en 2024, en raison du pic d'activité au troisième trimestre. En revanche, cet effet, exceptionnel et non permanent, conduit à revenir au niveau de PIB hors JO en 2025, ce qui réduit la croissance du PIB de 0,1 point.

2. La croissance hors chocs correspond à la croissance potentielle de 1,3 % en 2024 et 2025, à laquelle s'ajoute l'acquis de croissance (par rapport à la croissance trimestrielle potentielle) de -0,3 point en 2024 et -0,4 point en 2025 et la vitesse de fermeture de l'*output gap* de 0,5 point en 2024 et 2025.

Tableau 2. Évaluation de l'effet des différents chocs sur la croissance du PIB

| En pts de PIB | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Croissance hors chocs* | 4,0 | 1,5 | 1,5 | 1,4 |
| Choc approvisionnements | -0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,0 |
| Variation des taux | -0,1 | -0,6 | -0,6 | 0,4 |
| Incertitude internationale et tensions géopolitiques | -0,3 | 0,0 | -0,1 | 0,0 |
| Incertitude politique nationale | | | -0,1 | -0,2 |
| Impact énergie (choc et mesures) | -0,3 | -0,5 | -0,1 | 0,1 |
| <i>Choc énergie</i> | <i>-1,1</i> | <i>-0,7</i> | <i>0,3</i> | <i>0,5</i> |
| <i>Bouclier et mesures énergie</i> | <i>0,8</i> | <i>0,2</i> | <i>-0,4</i> | <i>-0,4</i> |
| Mesures budgétaires (hors mesures temporaires) | 0,1 | 0,0 | 0,3 | -0,8 |
| Effet centrales nucléaires (arrêt et redémarrage) | -0,5 | 0,5 | 0,0 | 0,0 |
| Effet JO | | | 0,1 | -0,1 |
| Croissance observée et prévue | 2,6 | 1,1 | 1,1 | 0,8 |

Insee, prévisions OFCE octobre 2024.

Note : La croissance hors chocs correspond à la croissance potentielle, plus la fermeture de l'*output gap* et l'acquis potentiel sur la croissance. Dans le détail, le choc énergie conduit à réduire la croissance du PIB de -1,1 point en 2022, -0,7 point en 2023 et l'augmenterait de 0,3 point en 2024 et 0,5 point en 2025, soit un effet cumulé de -1 point de PIB sur la période 2022-2025. La mise en place de mesures budgétaires spécifiques pour amortir ce choc énergie a eu un effet sur la croissance du PIB de 0,8 point en 2022, 0,2 point en 2023, -0,4 point en 2024 et -0,4 point en 2025, soit un effet cumulé de 0,2 point de PIB sur la période qui devrait s'annuler au-delà de 2025 en raison de l'extinction progressive des mesures budgétaires exceptionnelles.

En raison des effets retardés de la montée des taux d'intérêt sur l'activité, compris entre 12 et 18 mois pour les effets pleins³, la hausse passée des taux⁴ conduirait à amputer la croissance de -0,6 point de PIB en 2024 (après -0,6 point en 2023). En revanche, dans un contexte d'inflation basse et maîtrisée, la poursuite de la baisse des taux directeurs de la BCE au rythme de -0,25 point par trimestre à l'horizon de la prévision aurait des effets positifs, de +0,4 point sur la croissance en 2025. À l'inverse, la politique budgétaire qui a soutenu la croissance en 2024 (+0,3 point de PIB) l'impacterait très négativement en 2025. La réduction du déficit structurel primaire de -1,2 point de PIB (hors retrait des mesures exceptionnelles) conduirait à réduire la croissance de -0,8 point de PIB en 2025 (voir encadré sur les mesures budgétaires

3. Pour plus de détails, voir Blot C. et P. Hubert, 2018, « Une analyse de la contribution de la politique monétaire à la croissance économique », *Revue de l'OFCE*, n° 159.

4. Les canaux de transmission de la hausse des taux sur l'économie sont multiples : la hausse joue négativement sur l'investissement et la consommation des ménages à travers la hausse du coût du crédit hypothécaire ainsi que les effets sur la valeur du patrimoine et la dette immobilière. Du côté des entreprises, la hausse du coût du capital a un effet négatif sur l'investissement des entreprises.

2025 et impact sur le PIB). Ainsi, la nature du *policy mix* change complètement entre 2024 et 2025, passant d'un effet négatif de la politique monétaire et positif de la politique budgétaire en 2024 à une combinaison inverse en 2025. La somme de ces deux effets (hors retrait des mesures exceptionnelles) est évalué à -0,3 point de PIB en 2024 et -0,4 point de PIB en 2025.

Encadré 2. Effets de l'incertitude politique sur les perspectives de croissance

La dissolution de l'Assemblée nationale du 9 juin 2024 a ouvert une période d'incertitude politique dans l'Hexagone, qui n'a pas été résolue par le résultat des élections législatives des 30 juin et du 7 juillet. Si la formation d'un gouvernement de coalition minoritaire a pu atténuer l'incertitude, la pérennité de son action est loin d'être garantie, dans un contexte budgétaire tendu au moment même du vote de la loi des finances initiale pour 2025 – alors qu'une procédure de déficit excessif a été initiée le 26 juillet dernier.

Afin d'analyser l'effet de la montée du risque politique sur les perspectives de croissance du PIB français, nous avons utilisé les données d'incertitude de politique nationale issues des travaux de Baker, Bloom et Davis (2016)^(a). Cet indice utilise les apparitions dans la presse américaine et française (*Le Monde* et *Le Figaro*) d'articles où on observe l'occurrence simultanée de mots en lien avec l'incertitude dans les principales politiques économiques en France^(b).

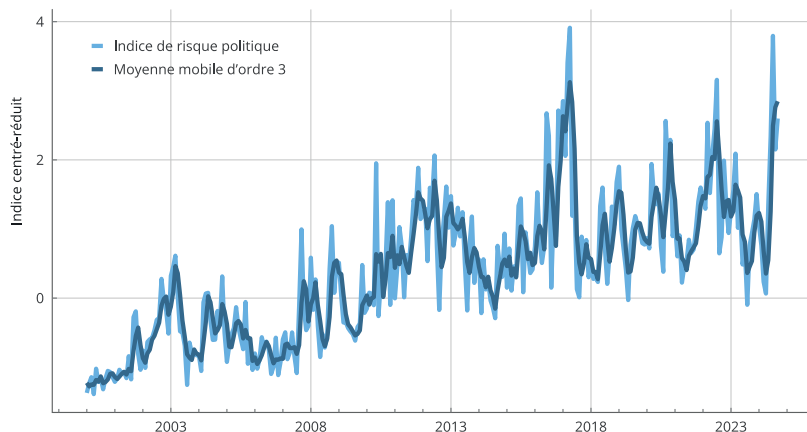
Après l'annonce de la dissolution de l'Assemblée nationale l'indice d'incertitude politique de Baker *et al.* (2016) a fortement augmenté (graphique 4). Au troisième trimestre 2024 il s'établit à un niveau supérieur de plus de 50 % à sa valeur moyenne observée pendant la XVI^e législature (allant de juin 2022 à juin 2024, où il y avait déjà un gouvernement minoritaire). Partant de la méthodologie de Sampognaro (2022)^(c), nous avons développé un modèle statistique qui relie l'indice de risque politique national à quelques variables macroéconomiques importantes. Ainsi, l'incertitude politique française, l'investissement des sociétés non financières, le PIB et le taux d'intérêt à 3 mois sont modélisés simultanément. En outre, l'effet exogène du prix du pétrole, du taux d'intérêt de court terme de la dette allemande et de l'incertitude politique en Europe sont contrôlés^(d).

Dans ce contexte, nous observons qu'un choc de risque politique a un effet significatif à la baisse sur l'investissement privé et le PIB et un effet haussier (mais non statistiquement significatif) sur le taux d'intérêt de court terme^(e).

Selon ce modèle, l'impact du choc d'incertitude observé au troisième trimestre 2024 sur la croissance du PIB en volume français serait de -0,1 point pour 2024 et de -0,2 point pour 2025. La croissance serait péna-

lisée en particulier par l'affaiblissement de l'investissement des sociétés non financières. En outre, un choc ponctuel sur l'incertitude politique génère une hausse, visible encore huit trimestres après le choc d'incertitude politique, du taux d'intérêt national, ce qui explique une certaine persistance des pertes de PIB. Le détail temporel de l'effet estimé du choc d'incertitude politique sur les principales variables macroéconomiques analysées est donné dans le tableau 3.

Graphique 4. Indice d'incertitude de politique économique



policyuncertainty.com, calculs OFCE.
 Dernier point connu : septembre 2024.

Tableau 3. Effet estimé du choc de risque politique post-dissolution

| Écart au compte central (pt%) | T3 2024 | T4 2024 | T1 2025 | T2 2025 | T3 2025 | T4 2025 |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| PIB | -0,1 | -0,2 | -0,1 | -0,2 | -0,3 | -0,4 |
| FBCF des SNF | -0,3 | -0,3 | -0,3 | -0,3 | -0,7 | -1,1 |
| Taux d'intérêt | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,3 | 0,2 | 0,2 |

Calculs OFCE.

- (a) Baker S. R., N. Bloom et S. J. Davis, 2016, « Measuring economic policy uncertainty », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n° 4, p.1593-1636.
- (b) Un article est recensé s'il concerne simultanément l'incertitude (présence des mots *incertitude(s)*, *incertain(s)*) et les politiques économiques (*économie*, *taxe(s)*, *réglementation(s)*, *déficit...*). La liste complète est disponible dans les annexes de l'article de Baker *et al.* (2016).
- (c) Sampognaro R., 2022, « Ukraine et hausse des tensions internationales : quel impact sur le PIB ? », *Revue de l'OFCE*, n° 178.
- (d) Il est supposé qu'il n'y a pas de rétroaction des variables françaises vers les variables internationales, ce qui peut être une hypothèse forte, notamment en ce qui concerne les variables européennes.
- (e) Plus de détail dans l'étude spéciale associée à cette prévision.

Dans le détail de la dynamique infra-annuelle, nous prévoyons à court terme une croissance trimestrielle respectivement de 0,3 % et 0,0 % aux troisième et quatrième trimestres 2024 (tableau 4). Cela résulte notamment des différentes informations conjoncturelles dont nous disposons. Le climat des affaires, après une chute brutale en juillet, reste en dessous de sa moyenne de long terme et l'indice de confiance des ménages se redresse depuis un an mais reste toujours à des niveaux inférieurs à sa moyenne historique. À la fin août, l'acquis de croissance pour le troisième trimestre 2024 de la consommation des ménages en biens était de 0,2 % et celui de l'indice de production manufacturier de 0,6 %.

De plus, les immatriculations de véhicules neufs ont baissé de -7,1 % au troisième trimestre 2024 et de -11,3 % en glissement annuel. Sur la base de l'ensemble des informations conjoncturelles, nous aurions prévu une croissance à 0 % au troisième trimestre. Mais, selon l'Insee, l'effet JO serait de 0,3 point de PIB au troisième trimestre⁵, dont une très large partie est due à la comptabilisation des ventes de billets et des droits télévisions en août. Or, cet effet d'enregistrement purement comptable ne peut être mesuré sur la base des enquêtes qui sont plus réceptives à l'activité en temps réel. C'est pourquoi nous avons un pic d'activité au troisième trimestre malgré des données conjoncturelles qui indiquent le contraire. Mais cet effet est temporaire et va se traduire par un reflux de la croissance au quatrième trimestre 2024.

Pour l'année 2025, l'activité serait principalement tirée par la consommation des ménages (+1,1 % en 2025 après 0,6 % en 2024), la consommation publique (0,1 % en 2025 contre 1,5 % en 2024) étant au contraire un frein à la croissance en raison du plan d'ajustement budgétaire prévu. Le commerce extérieur poursuivrait son redressement, bien qu'à un moindre rythme qu'en 2024. En revanche, l'investissement des ménages continue à peser sur la croissance en 2025, même si la situation s'améliorerait progressivement. Enfin, si la baisse des taux est une bouffée d'oxygène pour les entreprises et les ménages, leurs investissements restent cependant contraints par une demande relativement atone et un pouvoir d'achat qui stagne. À cela s'ajoutent des mesures fiscales et budgétaires restrictives ainsi qu'une incertitude politique qui peuvent amener les agents économiques à reporter certains projets d'investissement.

5. Insee, 2024, « Du PIB, des jeux, des inconnues », *Note de conjoncture*, 9 juillet.

Tableau 4. Compte Emplois-Ressources pour la France

| | Variation (T/T-1) | | | | | | | | Variation (T/T-4) | | |
|--------------------------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------------|------------|------------|
| | 2024 | | | | 2025 | | | | 2023 | 2024 | 2025 |
| | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | | | |
| PIB | 0,3 | 0,2 | 0,3 | 0,0 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 1,1 | 1,1 | 0,8 |
| Consommation privée | -0,1 | 0,1 | 0,3 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,3 | 0,9 | 0,6 | 1,1 |
| Consommation APU | 0,6 | 0,4 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,8 | 1,5 | 0,1 |
| FBCF totale | -0,5 | -0,4 | -0,3 | -0,2 | -0,2 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,7 | -1,5 | -0,5 |
| FBCF SNFEI | -0,5 | -0,5 | -0,3 | -0,2 | -0,2 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 3,1 | -1,4 | -0,7 |
| FBCF Ménages | -1,9 | -1,1 | -0,6 | -0,5 | -0,2 | 0,1 | 0,2 | 0,4 | -8,2 | -5,8 | -0,9 |
| FBCF APU | 0,5 | 0,6 | 0,3 | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 7,1 | 2,1 | 0,8 |
| Exportations | 0,6 | 0,4 | 0,8 | 0,0 | 0,8 | 0,9 | 0,9 | 1,0 | 2,5 | 1,9 | 2,7 |
| Importations | -0,4 | 0,1 | 0,6 | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,8 | 0,7 | -1,4 | 2,8 |
| Contributions | | | | | | | | | | | |
| Demande intérieure hors stocks | 0,0 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,9 | 0,4 | 0,5 |
| Variations de stocks | -0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,3 | -0,3 | 0,3 |
| Solde commercial | 0,3 | 0,1 | 0,1 | -0,3 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,5 | 1,1 | 0,0 |

Insee, prévisions OFCE.

Encadré 3. La construction : vers une (lente) sortie de crise ?

La France n'a jamais produit aussi peu de logements neufs qu'au cours de la période allant de juillet 2023 à juillet 2024. Avec moins de 260 000 logements mis en chantier et 332 000 permis de construire accordés en 12 mois, la construction neuve de logement traverse une crise historique (graphique 5a). Un certain nombre de facteurs explicatifs sont avancés par les acteurs du secteur : normes environnementales trop contraignantes comme le zéro artificialisation nette (ZAN), recul des aides publiques avec la modification des dispositifs à l'investissement locatif (Pinel), baisse des marges de manœuvre fiscales laissées aux communes avec la fin de la taxe d'habitation...

Néanmoins, le resserrement brutal des conditions de crédit début 2022 explique une grande partie de ce recul massif. Preuve en est la très forte baisse du nombre de transactions dans l'ancien (-400 000 en deux ans) observée ces derniers trimestres. Entre le deuxième trimestre 2022 et le deuxième trimestre 2024, les taux moyens des nouveaux crédits à l'habitat distribués aux ménages ont été multipliés par trois (graphique 5b). Dans le même temps, le volume des crédits à l'habitat distribués aux ménages a lui été, en euros courants, divisé par deux (graphique 5d, Heyer et Madec ^(a)).

Dans ce contexte très dégradé, certains indicateurs laissent malgré tout présager le début d'une reprise du marché immobilier pour l'année 2025.

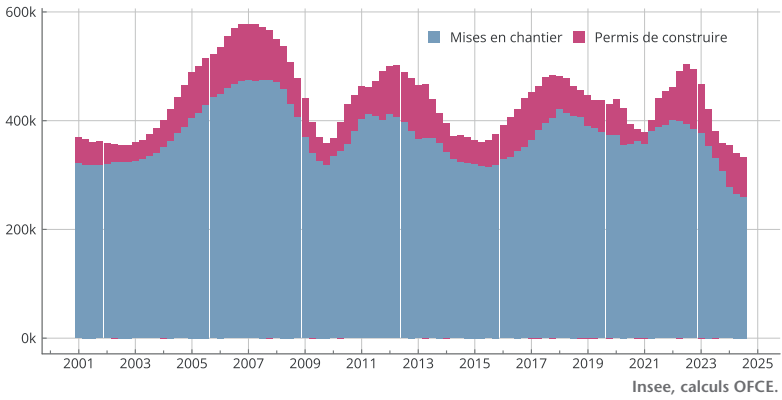
Après une relative stabilité au cours du premier semestre 2024, les enquêtes de conjonctures semblent se redresser. Bien qu'à un niveau historiquement bas, les perspectives de mises en chantier et l'opinion des promoteurs immobiliers sur la demande de logements neufs s'améliorent (graphique 5c). Dans le même temps, les taux des nouveaux crédits à l'habitat distribués aux ménages tendent à baisser, avec pour conséquence une augmentation du volume de crédit à l'habitat distribué aux ménages. Enfin, les annonces du Premier ministre lors de son discours de politique générale (élargissement du prêt à taux zéro, décalage ou renoncement à certaines normes environnementales...) devraient à court terme soutenir le secteur de la construction de logements neufs.

Au cours des trois dernières années, l'investissement des ménages a amputé la croissance du PIB de plus d'un point. Nous anticipons qu'à partir du deuxième trimestre 2025, soutenu par les éléments conjoncturels décrits, ce dernier devrait entamer son redressement.

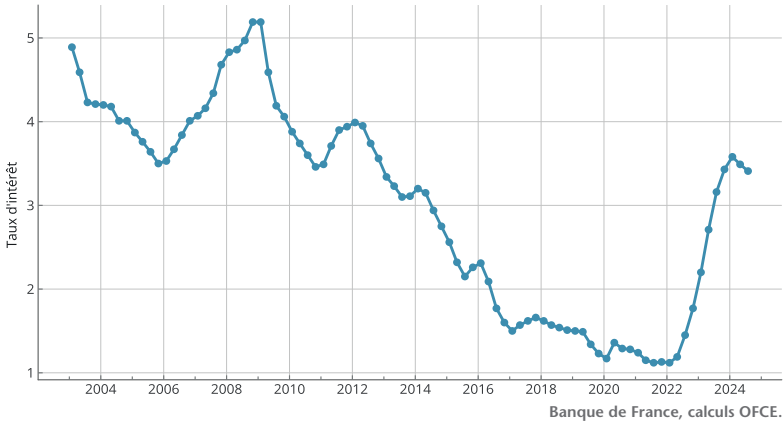
a) Voir Heyer É. et P. Madec, « Impact de la hausse des taux d'intérêt sur l'investissement des ménages en Zone euro », *Revue de l'OFCE*, n° 187 à paraître.

Graphique 5. Éléments conjoncturels dans la construction de logements

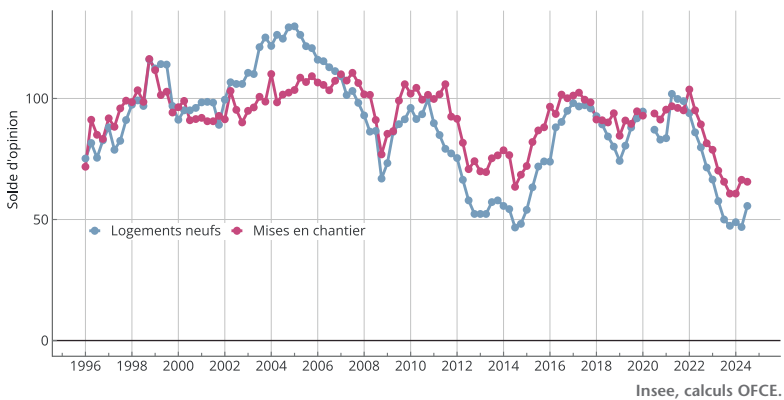
a) Mises en chantier et permis de construire



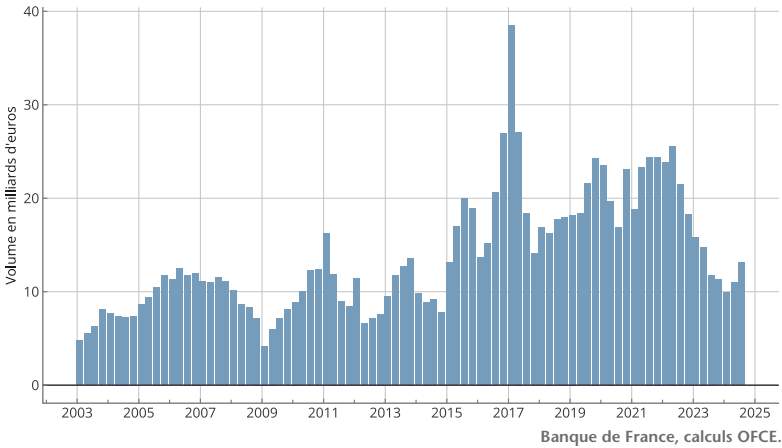
b) Taux des nouveaux crédits à l'habitat



c) Conjoncture du bâtiment



d) Volume de nouveaux crédits de l'habitat



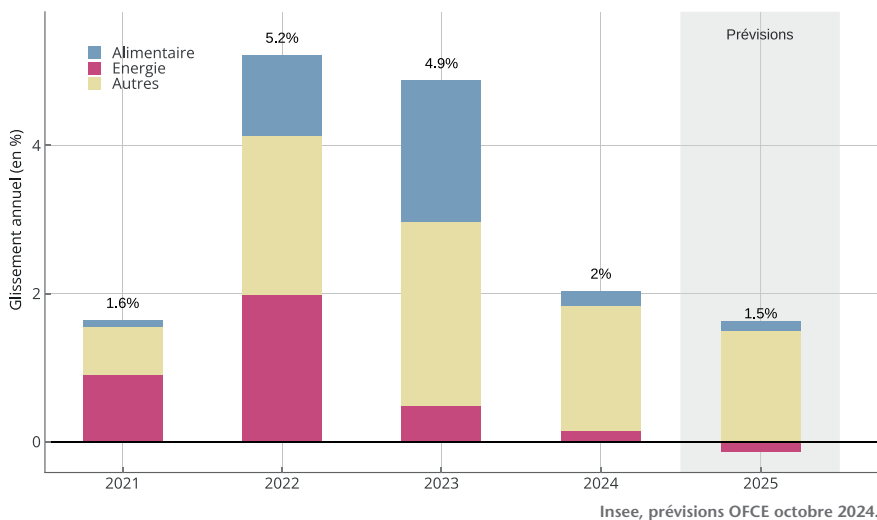
La consommation des ménages, principale source de croissance

Inflation : une baisse rapide aidée par la décrue des prix de l'énergie

Après deux années de hausse marquée de l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) (5,2 % en 2022 et 4,9 % en 2023), 2024 s'est caractérisée par un fort reflux de l'inflation (graphique 6). Elle est effectivement passée de 6,3 % au moment du pic de février 2023 à 1,2 % en septembre 2024, chiffre qui n'avait pas été atteint depuis juillet 2021, avant la montée des tensions inflationnistes avec la reprise post-Covid. La baisse de l'inflation est liée principalement à la décrue de composantes énergétique et alimentaire. Pour autant, cette rapide baisse de l'inflation n'efface pas les 12 % de hausse de l'IPC au cours des trois dernières années (entre septembre 2021 et septembre 2024) dont 28 % de hausse pour les seuls prix de l'énergie et 21 % pour ceux de l'alimentaire.

En 2024, la hausse de l'IPC serait en moyenne à 2 %, les prix de l'alimentaire et de l'énergie ne contribuant que pour 0,3 point à l'inflation sur l'année alors que ces deux composantes (représentant environ 25 % de la pondération de l'IPC) ont contribué pour 3,1 points en 2022 et 2,4 points en 2023. En 2025, la progression de l'IPC s'établirait à 1,5 % en moyenne annuelle, ces deux composantes ayant un effet nul sur la variation des prix. La baisse des prix de l'énergie, avec une baisse attendue des tarifs de l'électricité en février 2025, contribuerait à réduire l'inflation de -0,15 point en 2025.

Graphique 6. Évolution de l'indice des prix à la consommation



Un pouvoir d'achat qui repart à la hausse en 2024 mais baisse à nouveau en 2025

Après deux années de stagnation du pouvoir d'achat par unité de consommation (UC), en moyenne annuelle⁶, l'année 2024 marque le retour de gains de pouvoir d'achat pour les ménages (tableau 5). D'ailleurs, le revenu réel des ménages par UC serait, en 2024, 3,5 % au-dessus de son niveau de 2019 contre seulement 0,6 % pour le PIB par UC.

Avec une hausse de 1,1 % par UC, le revenu réel est tiré en 2024 par la forte revalorisation des prestations sociales en début d'année et la hausse du salaire réel. Alors que le salaire moyen par tête (SMPT) réel (salaire nominal déflaté par l'IPC) a diminué de -1,2 % au cours des quatre dernières années, la baisse de l'inflation en 2024 et 2025 ne se traduirait pas par une réduction équivalente de la croissance des salaires nominaux. Les salaires réels augmenteraient ainsi de 0,5 % en 2024 et 0,7 % en 2025 sans que cela pèse sur le taux de marge des entreprises en raison du redressement des gains de productivité. Ce rattrapage permet d'améliorer le pouvoir d'achat des salariés. Pour autant, le salaire réel ne reviendrait en 2025 qu'à son niveau de 2019.

6. Pour plus de détails, voir Jullien de Pommerol O., P. Madec, M. Plane et R. Sampognaro, 2024, « De la crise Covid au choc inflationniste. Une analyse macro/micro du pouvoir d'achat en France », OFCE Policy brief, n° 124, février.

En 2025, le pouvoir d'achat par UC baisserait à nouveau (-0,2 %), malgré des salaires réels positifs. En effet, le pouvoir d'achat serait négativement impacté par la contraction de l'emploi, la faible croissance des prestations sociales, avec notamment le report de l'indexation des retraites à juillet, et les revenus du patrimoine moins dynamiques, avec la baisse attendue des taux et de moindres dividendes versés. En 2025, le PIB par UC augmenterait plus vite (0,3 %) que le RDB réel par UC, compensant très partiellement le découplage observé entre ces deux variables depuis fin 2019.

Tableau 5. Compte des ménages

| En % | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Revenu disponible brut (RDB) nominal | 3,4 | 1,0 | 4,8 | 5,2 | 8,0 | 4,4 | 1,3 |
| Déflateur de la consommation | 0,8 | 0,7 | 1,3 | 4,9 | 7,1 | 2,7 | 1,0 |
| IPC | 1,1 | 0,5 | 1,6 | 5,2 | 4,9 | 2,0 | 1,5 |
| RDB réel | 2,6 | 0,2 | 3,4 | 0,2 | 0,9 | 1,7 | 0,3 |
| RDB réel par unité de consommation | 2,0 | -0,4 | 2,8 | -0,4 | 0,3 | 1,1 | -0,2 |
| Consommation des ménages (en volume) | 1,7 | -6,5 | 5,2 | 3,0 | 0,9 | 0,6 | 1,1 |
| Taux d'épargne (en % du RDB) | 14,6 | 20,5 | 19,1 | 16,9 | 16,9 | 17,8 | 17,1 |
| Salaire moyen par tête (SMPT) nominal | 2,2 | -3,7 | 5,3 | 5,4 | 4,2 | 2,6 | 2,2 |
| SMPT réel (déflaté par l'IPC) | 1,1 | -4,2 | 3,6 | 0,1 | -0,7 | 0,5 | 0,7 |

Insee, prévisions OFCE octobre 2024.

Un taux d'épargne qui commencerait à baisser en 2025 poussant à la hausse la consommation

Depuis 2020, le taux d'épargne des ménages a toujours été au-dessus de son ratio moyen d'avant-crise, qui se situait à 14,6 % du RDB en moyenne au cours de la décennie 2010. Les ménages n'ont pas réduit leur sur-épargne pour faire face au choc inflationniste, ce qui leur aurait permis de lisser les effets de l'inflation sur leur consommation. Bien au contraire, le taux d'épargne est reparti à la hausse depuis la mi-2022, augmentant de plus de 2 points de RDB et atteignant près de 18 % au deuxième trimestre 2024 (graphique 8). Au cours des quatre dernières années et demie, les ménages ont accumulé près de 17 points de revenu annuel en « sur-épargne », soit près de 270 milliards d'euros, chiffre qui ne tient pas compte de la dépréciation réelle de leur patrimoine. En effet, la valeur réelle des patrimoines a baissé depuis 2022 sous l'effet de la taxe inflationniste. Ainsi, la valeur réelle de l'encours de patrimoine financier détenu par les ménages était

en 2024 en dessous de son niveau pré-Covid de fin 2019 (graphique 7). Le supplément d'épargne qui accroît le patrimoine a donc été rogné par l'inflation, réduisant d'autant l'encours réel. Ainsi, si les ménages épargnent plus depuis quatre ans et demi, le pouvoir d'achat de leur patrimoine n'est pas pour autant plus élevé.

Selon nos prévisions, le taux d'épargne resterait élevé jusqu'à la fin de l'année 2024 (17,8 %), avant de se réduire au cours de l'année 2025, sous l'effet notamment du fort repli de l'inflation et de la baisse des taux d'intérêt (graphique 9). La disparition de la taxe inflationniste et une épargne nominalement moins rémunératrice pousseraient les ménages à réduire progressivement leur taux d'épargne, celui-ci atteignant 17,1 % en moyenne en 2025 (16,7 % en fin d'année). Malgré la baisse inscrite, il resterait, malgré tout, 2,5 points de RDB au-dessus de son niveau d'avant-crise, ce qui représente près de 50 milliards de sur-épargne en 2025 (en plus des 270 milliards accumulés jusqu'à présent) malgré la fin de la taxe inflationniste (graphique 8).

Un taux d'épargne qui resterait en 2025 au niveau élevé de 2024, poussé à l'extrême par les incertitudes politiques économiques, et budgétaires, conduirait à réviser notre scénario de croissance du PIB en 2025, de 0,8 % à 0,5 %.

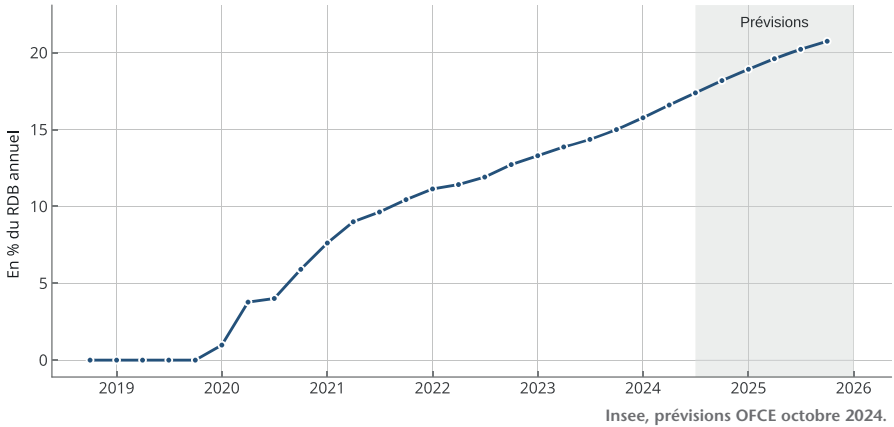
Graphique 7. Patrimoine financier des ménages



Banque de France, Insee, calculs OFCE.

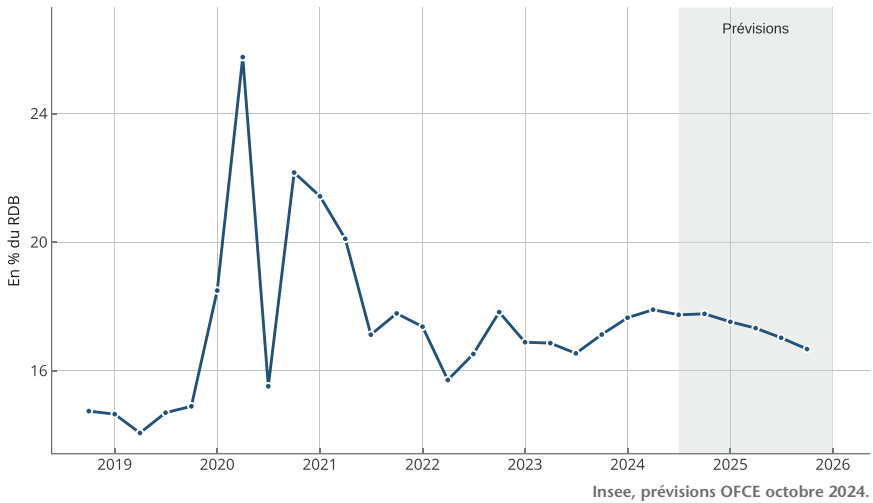
Note : Le patrimoine financier des ménages est calculé comme le rapport entre les recours et le revenu disponible brut.

Graphique 8. Sur-épargne des ménages



Note : La sur-épargne calculée ici est uniquement comptable et se mesure par rapport au ratio de référence d'avant-crise (année 2019) et ne tient pas compte pas de la valeur réelle des patrimoines et de la taxe inflationniste. (Pour plus d'information, voir Jullien de Pommerol *et al.*, 2024, *op. cit.* note 6).

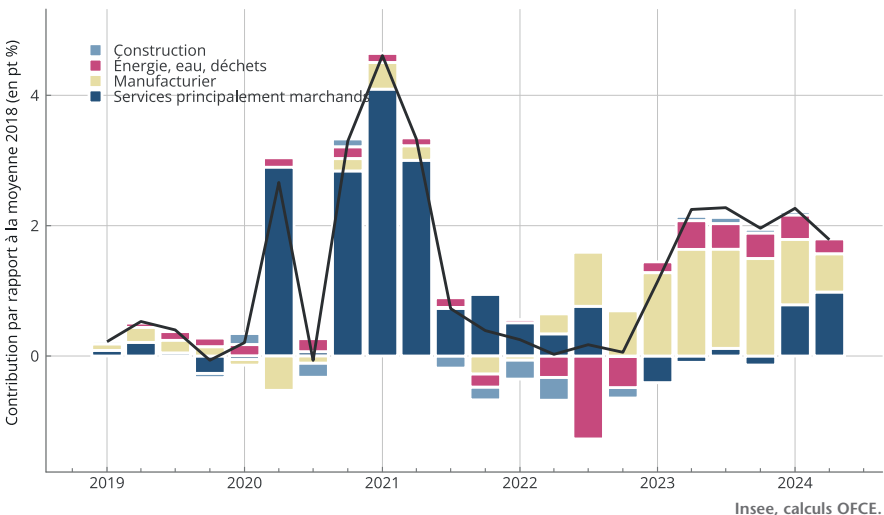
Graphique 9. Taux d'épargne des ménages



L'investissement des entreprises recule malgré la baisse des taux

La bonne santé des entreprises qui avait tenu jusqu'alors s'est détériorée au début de l'année 2024. Le taux de marge des sociétés non financières a atteint 30,8 % de la valeur ajoutée au deuxième trimestre de 2024 et revient donc à son niveau de long terme (depuis 2012), perdant 1 point en un trimestre. Cette normalisation du niveau des marges, après deux années de bonne performance, s'explique par plusieurs facteurs. Si l'on décompose les éléments qui contribuent à la formation des marges des entreprises, on se rend compte que la productivité du travail a joué négativement sur la période de 2020-2023, alors qu'au contraire les salaires réels ont contribué positivement en cumulé sur la période, puisqu'ils ont diminué de 2 %. Les gains liés à cette baisse de salaire réel se sont accompagnés de gains également liés à l'évolution des prix relatifs (prix de valeur ajoutée des SNF – qui est estimé à partir du prix de la valeur ajoutée des secteurs marchands hors services immobiliers et financiers – rapporté aux prix à la consommation des ménages (IPC)). Les entreprises sont donc parvenues à dégager des marges plus fortes en période d'inflation grâce à une hausse encore plus forte des prix de VA. Cependant, depuis le début de l'année 2024, ce ratio s'est inversé, et la contribution des prix relatifs est redevenue négative.

Graphique 10. Taux d'épargne des ménages



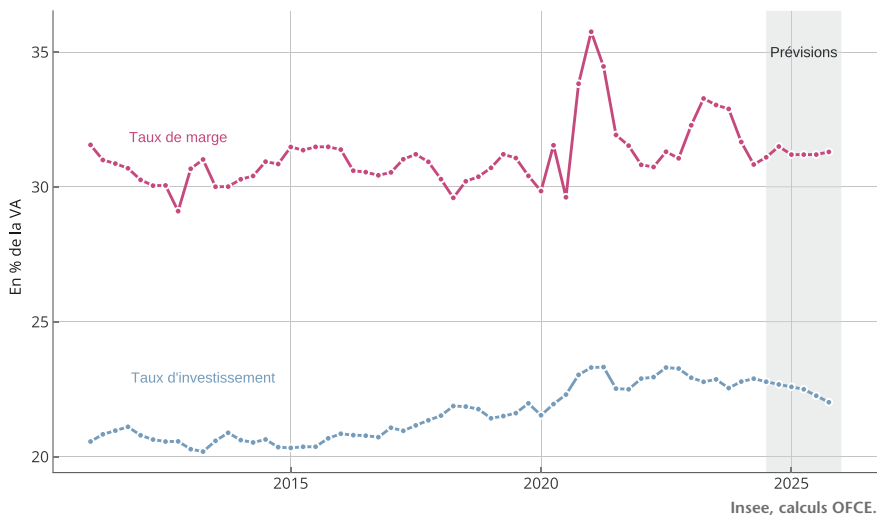
Il y a depuis le début de la crise Covid et énergétique des disparités entre les secteurs sur l'évolution des taux de marge. Mais depuis le choc inflationniste, le secteur de l'énergie a vu ses marges fortement s'améliorer, bénéficiant de la hausse de ces prix. Toutefois on remarque au dernier trimestre que la contribution des services marchands est redevenue positive, représentant la moitié des gains de marge totaux, après plusieurs années de contribution négative. Au contraire, l'industrie manufacturière enregistre depuis le début 2024 une baisse de ses marges, après avoir connu une nette amélioration.

Le taux d'investissement des entreprises a de nouveau augmenté au milieu de l'année 2024, atteignant 22,9 % de la valeur ajoutée, après avoir atteint un point bas en 2023, où il avait déjà diminué par rapport à 2022. Malgré cela, il demeure supérieur de 2 points à sa moyenne de long terme. Et même si le taux d'investissement a augmenté, si l'on regarde la valeur en volume fait de la formation brute de capital fixe (FBCF), elle a baissé de 1,3 % sur l'année au deuxième trimestre de 2024, et le niveau reste 7 % au-dessus de celui de 2019. Par produit, c'est essentiellement le secteur de l'information et de la communication qui contribue positivement à la dynamique de la FBCF, comme depuis la crise du Covid. Au contraire, les investissements en construction des entreprises ne se sont toujours pas rétablis et décroissent depuis trois trimestres, tout comme les investissements en biens d'équipements.

Pour l'année 2025, la productivité du travail va progresser plus vite que les salaires réels, dans un contexte de normalisation de l'inflation, ce qui permettrait aux entreprises de voir une légère hausse de leur taux de marge. On prévoit que le taux de marge de ces dernières atteindrait fin 2025 31,3 % de la valeur ajoutée, soit 0,5 point de plus que son niveau actuel. Par ailleurs, nous prévoyons une poursuite de la baisse de l'investissement des entreprises sur l'année 2024 de -1,4 % et de -0,7 % en 2025. En effet, les perspectives de demande atone pour l'année 2025 peuvent réduire les volontés d'investissement des entreprises, surtout dans un contexte de hausse de la fiscalité, de réduction probable des aides aux entreprises et d'incertitude politique.

De plus, le niveau des faillites a atteint un niveau record en 2024, dépassant son niveau de 2019. En variation annuelle, ces défaillances ont augmenté de près de 26 % en juillet et de 24 % en août. Ce nombre élevé d'entreprises défaillantes (près de 63 000 en août) pourrait aussi contribuer négativement au taux d'investissement, même s'il s'agit majoritairement de micro-entreprises (57 000).

Graphique 11. Taux d'investissement et de marge des entreprises



Par ailleurs, l'autofinancement des entreprises – leur épargne ramenée à leur investissement – a atteint un niveau bas (le plus bas depuis 2020) de 79 % au deuxième trimestre 2024, soit un niveau inférieur à sa moyenne de 94 % observée de 2012 à 2019.

Même si la BCE a déjà commencé à baisser ses taux directeurs, le coût de l'endettement reste très élevé pour les entreprises et s'est stabilisé à 4,65 % depuis juin. Ainsi, le début de l'année 2024 a été marqué par une croissance nettement plus faible des encours de crédit des entreprises, atteignant un point bas de 1,4 % de croissance au premier trimestre de l'année. Depuis, la croissance de l'encours a atteint 2 % en juillet, mais reste bien loin des 6 % de croissance mensuelle moyenne post-Covid. Il n'est pas certain que la baisse des taux d'intérêt soit suffisante, à court terme, pour inciter les entreprises à s'endetter pour investir.

Enfin, certaines mesures fiscales décidées par le gouvernement dans le cadre du PLF 2025 pourraient augmenter les incertitudes autour des performances des entreprises. L'enveloppe des allègements de cotisations sociales patronales pourrait être revue à la baisse. De plus, dans le même objectif de consolidation des finances publiques, et alors que le taux d'imposition sur les bénéfices avait été progressivement diminué de 33 à 25 %, la mise en place d'une taxation exceptionnelle sur les bénéfices des grandes entreprises est envisagée. Elle viserait à rapporter

8 milliards d'euros et serait concentrée sur les plus grandes entreprises françaises⁷.

Des pertes d'emplois et une hausse du chômage à venir

L'emploi baisse

En 2023, les créations d'emplois continuaient de perdre leur élan avec 210 000 créations nettes en glissement annuel (soit une hausse de 1,1 %) par rapport aux 499 000 enregistrées en 2022 (2,4 %). Sur la première moitié de l'année 2024, l'économie française continue de créer des emplois, mais à un rythme plus modéré : +73 000 par rapport à fin 2023.

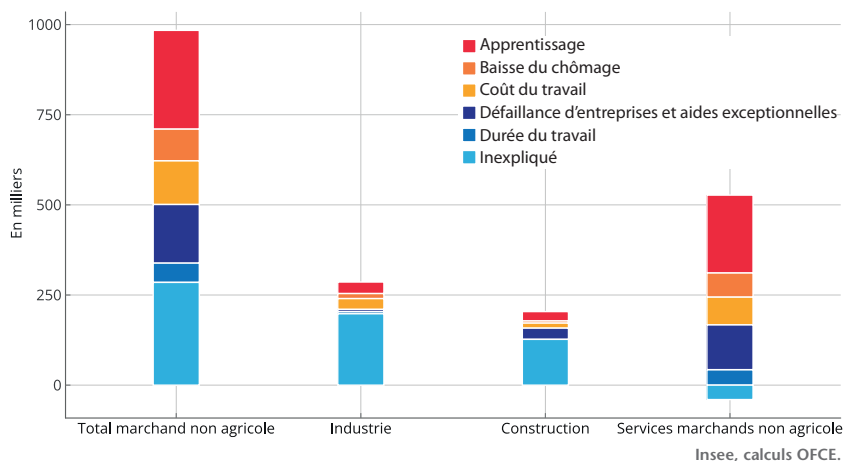
Entre fin 2019 et mi-2024, dans le secteur marchand non agricole, l'emploi salarié a progressé de 6,3 % alors que la valeur ajoutée n'a crû que de 4,9 %, révélant des pertes de productivité du travail. Ainsi, la productivité par tête se situe près de 1,3 % en deçà de son niveau pré-Covid et la productivité horaire en retrait de 1,2 % sur la même période. Si l'on compare le niveau actuel de la productivité horaire et son niveau tendanciel pré-Covid (0,85 % par an), alors le constat se trouve encore plus dégradé : l'écart est de 6,1 %. La révision des comptes nationaux, opérée en mai 2024, a révélé une productivité moins dégradée que celle illustrée avec les données disponibles au précédent exercice de prévision⁸. En effet, l'écart était alors de 9,4 % sur la même période. Selon nos calculs, compte tenu de l'évolution de l'activité, et de la productivité tendancielle, seuls 129 000 emplois auraient dû être créés depuis fin 2019. Or, plus d'un million d'emplois ont été créés en quatre ans et demi, soit un écart de près d'un million. Selon nos évaluations⁹, les pertes de productivité s'expliquent pour les trois quarts par des facteurs identifiés : accroissement des effectifs d'apprentis, soutiens publics apportés aux entreprises depuis la crise de la Covid, baisse du coût réel du travail et, dans une bien moindre mesure, baisses passées de la durée du travail et du taux de chômage (graphique 12).

7. Pour avoir une idée de ce que pourrait représenter cette somme, on peut regarder les données pour ces « grandes entreprises ». Selon l'édition 2023 de l'Insee Références sur les entreprises en France, la valeur ajoutée produite par les 277 grandes entreprises en 2021 a atteint 409 milliards d'euros, soit 34,7 % de la VA totale des entreprises. Avec un taux de marge médian de 20,8 %, l'EBE de ces « grandes entreprises » représenterait donc environ 300 milliards d'euros.

8. Plane M. et al., 2024, « L'heure des comptes : perspectives 2024-2025 pour l'économie française », *Revue de l'OFCE*, n° 186.

9. Voir la méthodologie dans Heyer É., 2023, « Comment expliquer l'évolution de l'emploi salarié depuis la crise Covid ? Une analyse économétrique sur données macro-sectorielles », *Revue de l'OFCE*, n° 180.

Graphique 12. Décomposition des évolutions de l'emploi depuis 2019



Note : Écart mi-2024 entre l'emploi salarié observé et celui simulé en stabilisant l'ensemble de variables explicatives à leur valeur de fin 2019.

La réduction des soutiens publics aux entreprises, après la sortie du « quoi qu'il en coûte », et le retour de la durée du travail à son niveau de 2019 devraient compenser une partie des pertes de productivité d'ici la fin de notre horizon de prévision (un quart). L'emploi salarié marquera un coup d'arrêt en 2024, avec la suppression de 31 000 emplois au second semestre. Malgré les mesures mises en œuvre, la politique de l'emploi devrait peser sur le marché du travail, entraînant une réduction globale de 64 000 emplois. En 2025, les destructions d'emplois devraient se concentrer dans la seconde moitié de l'année, en grande partie en raison de la baisse des entrées en apprentissage qui sont fortement concentrées entre août et octobre. La réforme des allègements généraux de cotisations patronales dans le PLFSS 2025, mesure d'économies de 5,1 milliards d'euros l'année prochaine, détruirait environ 15 000 emplois la première année¹⁰. L'évolution anticipée de l'activité ne soutiendrait que modérément les créations d'emplois (+25 000), elle serait largement insuffisante pour contrer l'impact de l'atténuation des effets du soutien public (PGE) depuis 2020. Au total, l'emploi diminuerait de 0,5 %, soit environ 140 000 destructions d'emplois (tableau 6), un ajustement ne permettant pas de clore le cycle de productivité.

10. Nous supposons ici que la réduction de 5,1 milliards des exonérations de cotisations patronales, ce qui correspond à une hausse du coût du travail de 0,5 %, se répartirait à moitié au niveau du SMIC et l'autre moitié au-dessus de deux SMIC. À terme (environ trois ans), cette mesure détruirait 50 000 emplois dans le secteur marchand.

Tableau 6. Évolution du marché du travail

| En milliers | Variation (T/T-1) | | | | | | | | Variation (T/T-4) | | |
|---------------------------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------------|------------|-------------|
| | 2024 | | | | 2025 | | | | 2023 | 2024 | 2025 |
| | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | | | |
| Emploi salarié | 34 | 31 | 24 | -55 | -21 | -36 | -44 | -62 | 175 | 34 | -163 |
| Marchand | 9 | 10 | 14 | -65 | -18 | -34 | -42 | -60 | 98 | -34 | -150 |
| Non marchand | 25 | 21 | 10 | 10 | -3 | -3 | -3 | -3 | 69 | 66 | -10 |
| Emploi non salarié | 4 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 35 | 18 | 20 |
| Emploi total | 38 | 36 | 29 | -50 | -16 | -31 | -39 | -57 | 210 | 52 | -143 |
| Variation en % | 0,1 | 0,1 | 0,1 | -0,2 | 0,0 | 0,0 | -0,1 | -0,2 | 0,7 | 0,2 | -0,4 |
| Taux de chômage* | 7,5 | 7,3 | 7,3 | 7,5 | 7,5 | 7,6 | 7,8 | 8,0 | 7,5 | 7,5 | 8,0 |
| Population active (en %) | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 1,1 | 0,3 | 0,3 |
| Dont réforme retraite de 2023 | | | | | | | | | | 0,3 | 0,3 |

Insee, Dares, prévisions OFCE octobre 2024.

* En %, en fin de période.

Le chômage à 8 % en 2025

Le taux de chômage a baissé de 0,2 point au deuxième trimestre 2024, pour atteindre 7,3 % de la population active, soit 2,34 millions de personnes. Compte tenu de notre scénario d'emploi et une population active quasi stable au second semestre, nous prévoyons une légère hausse du taux de chômage à la fin de l'année. Le taux de chômage atteindrait 7,5 % fin 2024 et 8,0 % fin 2025. Cette prévision intègre les dernières projections de population active de l'Insee faisant suite à l'entrée en vigueur, en septembre 2023, de la réforme des retraites actant un décalage progressif de l'âge de départ et une hausse de la durée de cotisations. La réforme contribue à hauteur de 0,6 point à l'augmentation de la population active entre 2023 et 2025, ce qui signifie qu'elle compense largement la baisse de la population active que l'on aurait eue sans la réforme.

Nous faisons ici l'hypothèse que la répartition emploi/chômage de cette hausse de la population active est de 80 % vers l'emploi et de 20 % vers le chômage du fait de l'existence d'effets « horizon » entraînant une hausse du taux d'emploi des seniors, hypothèse cohérente avec les dernières simulations disponibles¹¹. Par ailleurs, la Loi pour le plein emploi, si elle venait à modifier le comportement des personnes interrogées par l'enquête Emploi, pourrait avoir un impact sur le

11. Voir Marino A. et P. Meinzel (eds), 2023, *Les retraités et les retraites. Édition 2023*, Paris, Direction de la recherche, des études, de l'évaluation et des statistiques.

nombre d'individus considérés au chômage et par conséquent sur le taux de chômage (évalué entre 0,1 et 1,2 point de population active¹²), mais nous ne l'inscrivons pas dans notre compte central.

Politiques de l'emploi

En 2024, l'emploi marque le pas et le chômage ne baisse plus. Et en l'absence d'une franche dégradation et sous contrainte budgétaire, la politique de l'emploi accommodante conduite ces dernières années devrait prendre fin.

Les économies budgétaires sur les emplois aidés peuvent être réalisables sur deux enveloppes : l'apprentissage qui absorbe près de 25 milliards d'euros par an, et l'ensemble des autres dispositifs destinés aux publics en difficulté d'insertion qui coûtent environ 4 milliards d'euros. Pour réaliser des économies le gouvernement a donc le choix entre un effort modéré sur l'apprentissage ou des coupes colossales sur l'ensemble des autres dépenses – d'autant plus difficiles à réaliser que le chômage remonterait.

Les coupes budgétaires sont cependant plus aisées à faire sur la petite enveloppe des dispositifs d'insertion, dont l'État contrôle à la fois le volume et les modalités : *parcours emploi compétences* (PEC), *contrats uniques d'insertion* (CUI-CIE) et les *emplois francs*. Mais ces dispositifs ont déjà supporté les maigres économies réalisées en 2023 et 2024, qui vont ramener le nombre total de leurs bénéficiaires autour de 84 000 fin 2024. Réduire davantage ces budgets se heurte aussi à l'absence d'alternative opérationnelle à ces contrats si le chômage remonte, car les publics fragiles à insérer en emploi sont alors plus nombreux. Nous inscrivons donc un recul contenu de ces budgets et du nombre de bénéficiaires à 73 000 fin 2025 (-13 %) (graphique 13).

L'*insertion par l'activité économique* (IAE) vise aussi des publics en difficulté. Ces budgets sont également à la main de l'État. Politiquement sensibles, ils ont augmenté au fil des années, mais sans être consommés en totalité, si bien que les budgets inutilisés ont pu être transférés en cours d'année vers d'autres dispositifs comme l'apprentissage. L'économie proposée par l'IGAS-IGF¹³ ne mordrait pas sur les moyens réellement consommés : nous anticipons donc que le

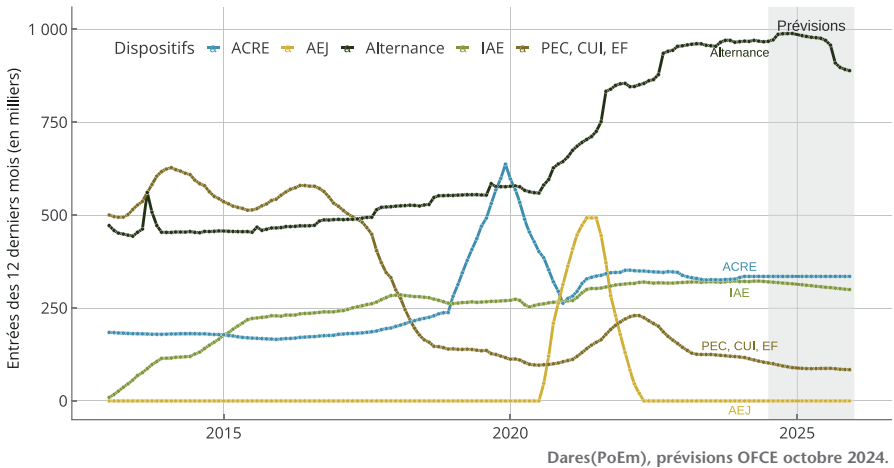
12. Voir Plane M. *et al.*, *op. cit.*, encadré 2, page 26.

13. Lara-Adelaïde G., A. Charbonnier, M. De Sarnez, J. Vincent-Galtié, É. Rance et I. Menant, 2024, *Revue de dépenses : dispositifs de soutien à l'emploi et à l'accompagnement des demandeurs d'emploi*, Paris, Inspection générale des finances et Inspection générale des affaires sociales.

gouvernement ira plus loin, abaissant le nombre de bénéficiaires d'environ 140 000 fin 2024 à 127 000 fin 2025 (-10 %).

Les emplois aidés les plus dynamiques sont ceux qui ne sont pas contingentés car ouverts à tous ceux qui satisfont les critères d'éligibilité : l'apprentissage, le contrat de professionnalisation et l'aide aux créateur et repreneur d'entreprise (ACRE). Globalement le nombre de leurs bénéficiaires évolue en phase avec l'emploi marchand.

Graphique 13. Entrées en emploi aidé



Après un léger ralentissement fin 2023, les entrées en apprentissage ont repris de la vigueur au premier semestre 2024 : +10 % par rapport à la même période de 2023, toujours très soutenues par des aides publiques très coûteuses (24,9 milliards d'euros en 2023), mais font du contrat d'apprentissage la formule la moins onéreuse disponible sur le marché du travail, si bien que 40 % des emplois créés dans le secteur privé depuis fin 2019 sont des emplois d'apprentis.

Nous faisons l'hypothèse que le gouvernement retiendra les préconisations d'économies modérées de l'IGAS-IGF¹⁴, principalement sur l'aide à l'embauche, les exonérations d'impôts ou les cotisations sociales des apprentis. Plus à la marge, la baisse des aides aux contrats de professionnalisation (intervenue en mai dernier) entraînerait un

14. Lara-Adelaïde G., et al., 2024, *Revue des dépenses publiques d'apprentissage et de formation professionnelle*, Paris, Inspection générale des finances et Inspection générale des affaires sociales, mais des mesures plus ambitieuses sont possibles, voir Coquet B., 2024, « Apprentissage : 4 leviers pour reprendre le contrôle » OFCE Policy brief, n° 135.

nouveau report vers l'apprentissage, contribuant encore à créer quelques milliers d'emplois en 2024. En 2025 les entrées d'apprentis se replieraient, contribuant à hauteur de -55 000 à la baisse de l'emploi. Quelle que soit l'option retenue, l'essentiel des économies n'apparaîtrait qu'en 2026¹⁵.

Au total, la politique de l'emploi serait neutre en 2024, et contribuerait à faire disparaître -64 000 emplois aidés en 2025. L'impact sur le chômage serait limité en raison du fait que l'essentiel de ces destructions d'emploi proviendrait de l'apprentissage¹⁶.

Tableau 7. Emplois aidés 2024-2025: effectifs, variations des effectifs, effets emploi au 31/12

| En milliers | Effectifs | | | Variations des effectifs | | | Effets emploi | | |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------------------|------------|-------------|---------------|----------|------------|
| | 2023 | 2024 | 2025 | 2023 | 2024 | 2025 | 2023 | 2024 | 2025 |
| Parcours Emploi Compétences | 47 | 41 | 39 | -5 | -6 | -2 | -3 | -3 | -1 |
| Contrat Initiative Emploi | 17 | 6 | 6 | -5 | -10 | 0 | -1 | -1 | 0 |
| Emplois Francs | 50 | 37 | 28 | 1 | -12 | -9 | 0 | -6 | -5 |
| IAE | 147 | 141 | 127 | 2 | -2 | -14 | 1 | -1 | -9 |
| Aide Créateurs d'Entreprise | 347 | 306 | 306 | — | 0 | 0 | — | 0 | 0 |
| Contrat apprentissage | 1 020 | 1 051 | 959 | 47 | 37 | -92 | 28 | 22 | -55 |
| Contrat professionnalisation | 91 | 66 | 59 | -7 | -26 | -7 | -4 | -16 | -4 |
| Total | 1 718 | 1 648 | 1 503 | 33 | -19 | -124 | 22 | 0 | -64 |

Insee, Dares, prévisions OFCE.

Note : L'effet *emploi* mesure les emplois créés (ou détruits) qui ne l'auraient pas été sans les aides (ou avec). L'effet *aubaine* est la différence entre les effectifs et l'effet emploi.

Finances publiques : une mauvaise surprise peut en cacher une autre

En 2023, la France s'est singularisée par l'ampleur de son déficit public. En s'élevant à 5,5 % du PIB, il était le deuxième plus important de la zone euro, seulement dépassé par le déficit italien, et le seul qui s'établissait en hausse. Par-delà son ampleur, ce chiffre avait surpris lors de sa publication¹⁷. Le scénario va se répéter en 2024. Partant d'un point jugé négatif à l'époque, la situation serait encore plus dégradée en 2024. Selon les dernières projections, le déficit devrait s'établir à 6,1 % du PIB en 2024.

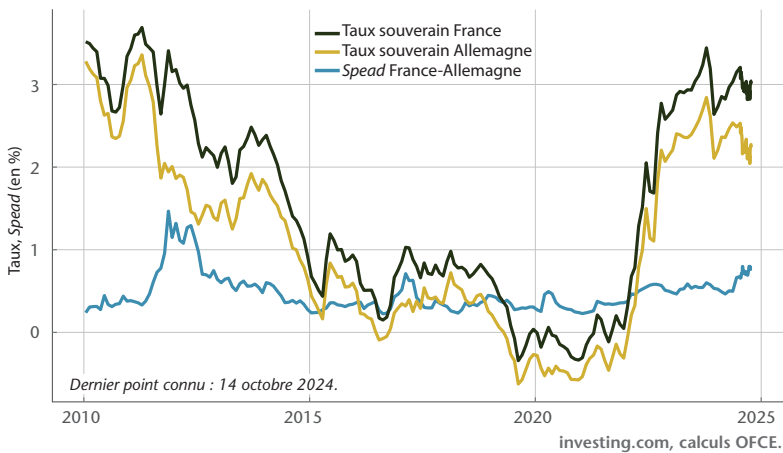
15. Coquet B., 2023, « Et pour quelques milliards de plus... 1 million d'apprentis » OFCE le blog, 16 octobre.

16. Coquet B., 2024, « Pourquoi le chômage des jeunes résiste-t-il à des moyens inédits ? » OFCE le blog, 27 avril.

17. Pour plus de détails, voir Plane M. *et al.*, *op. cit.*, encadré 3, page 38.

Encadré 4. Incertitude et risque souverain

L'annonce de la dissolution de l'Assemblée nationale par Emmanuel Macron le 9 juin a ouvert une période d'incertitude politique qui s'est traduite sur les marchés par une hausse de l'écart de taux entre la France et l'Allemagne. Entre le 7 et le 19 juin, le rendement de l'OAT^(a) française à 10 ans a augmenté de 0,1 point tandis que celui de l'obligation allemande pour une même maturité baissait de 0,2 point. La hausse du *spread* (graphique 14), qui mesure l'écart entre ces deux taux, a atteint 0,8 point, montrant une vraie réaction des marchés. À la suite des résultats des législatives, le *spread* est retombé pratiquement à 0,6. Mais l'incertitude politique toujours forte autour du projet de loi de finances pour 2025, ainsi que les mauvaises nouvelles budgétaires avec la forte révision à la baisse du déficit public pour 2024 (encadré 6), ont conduit à une nouvelle hausse du *spread*, qui navigue entre 0,7 et 0,8 point depuis la mi-septembre (0,78 point au 14 octobre). Avec un taux d'emprunt sur les obligations publiques à 10 ans autour de 3 %, la France emprunte à un taux comparable à l'Espagne et supérieur à celui du Portugal. Dans la zone euro, seule l'Italie reste au-dessus avec un taux de l'ordre de 3,5 %. Cependant, malgré l'élargissement significatif du *spread* depuis quatre mois, le taux de l'OAT à 10 ans est à la mi-octobre à un niveau légèrement inférieur à celui de début juin, avant la dissolution.

Graphique 14. Taux souverains France, Allemagne, *spread* France-Allemagne

Cette hausse du *spread* français, même si elle reste modérée, reflète l'incertitude quant aux perspectives économiques et budgétaires de la France, avec une hausse du risque relatif de la France par rapport à ses principaux partenaires européens. Comparativement, la dégradation de la note de la France par l'agence de notation S&P le 31 mai 2024 ne s'était pas traduite par un mouvement notable des taux.

Une hausse durable des *spreads* de taux pourrait compliquer l'équation budgétaire du prochain gouvernement. Pour illustrer les risques financiers pour l'économie française que pourrait avoir une hausse durable du *spread* vis-à-vis de l'Allemagne, nous estimons le surcoût pour les finances publiques en prenant une fourchette comprise entre une hausse de 0,3 point (constatée aujourd'hui) et 1 point, ce qui amènerait plus ou moins au niveau d'emprunt italien. Selon nos calculs basés sur l'échéancier publié par le Trésor dans le dernier Programme de Stabilité^(b), une hausse durable du *spread* de 0,3 point sur la dette négociable conduirait à alourdir, toutes choses égales par ailleurs, la charge de la dette de 800 millions la première année, de 2 milliards la seconde, de 4 milliards en 2027 et de 10 milliards (0,3 point de PIB) à l'horizon de 10 ans. Et dans le cas, plus extrême, où la prime de risque augmenterait durablement de 1 point, la charge de la dette augmenterait de près de 3 milliards la première année, de 7 milliards la seconde, de 14 milliards en 2027 et de 33 milliards (1,1 point de PIB) à l'horizon de 10 ans. Bien sûr, ces différents scénarios ne tiennent pas compte de la transmission possible de la hausse des *spreads* publics sur les autres compartiments de financement de l'économie, notamment du secteur privé avec une hausse possible des taux pour les entreprises et les ménages. En revanche, comme le montre le cas de l'Italie, la hausse du *spread* peut ne pas passer uniquement par une hausse des taux de la France mais aussi par une baisse des taux allemands, ce qui n'aurait pas alors les mêmes effets sur le surcoût pour les finances publiques.

(a) L'Obligation Assimilable du Trésor est le titre de dette de référence émis par l'État français pour des maturités allant de 2 à 50 ans.

(b) Programme de Stabilité de la France, avril 2024.

Cette nouvelle dégradation est d'autant plus inquiétante qu'elle a lieu alors même que les mesures d'urgence prises pour pallier les effets de la crise Covid, puis énergétique, se dissipent. Pour rappel, sur l'ensemble de la période 2020-2023, les mesures exceptionnelles prises par le gouvernement pour faire face à la crise Covid puis à la résurgence de l'inflation avec la crise énergétique ont été massives (10,4 points de PIB cumulées sur l'ensemble de la période). S'il restait 1,3 point de PIB de soutien en 2023, ce chiffre tombe à 0,6 point de PIB en 2024. Cette année, on assiste à un creusement du déficit public de 0,6 point de PIB alors même que l'effacement des mesures d'urgence contribuerait à diminuer le déficit de 0,7 point de PIB.

Une grande partie de la dégradation des comptes publics provient du creusement du solde structurel primaire hors mesures temporaires de 0,6 point de PIB¹⁸. Les marges de résorption des déficits temporaires auraient été compensées par l'évolution des dépenses publiques. Selon les dernières informations disponibles, les dépenses des collectivités locales auraient été particulièrement dynamiques. Par ailleurs, la charge de la dette serait plus importante en 2024 qu'en 2023 de 0,1 point de PIB. Enfin, le ralentissement de l'activité dégrade le solde public de 0,1 point de PIB.

Toutefois, ces facteurs ne suffisent pas à expliquer l'ampleur de la dégradation des comptes publics. Pour comprendre le chiffre du déficit public de 2024, il est nécessaire de tenir compte de la faiblesse des recettes fiscales compte tenu de la croissance du PIB (graphique 15). Cette faiblesse traduit avant tout une normalisation des recettes, qui a commencé l'année dernière, alors qu'elles avaient été extrêmement favorables au cours de la période 2020-2022¹⁹.

Dans ce contexte budgétaire, le Conseil de l'Union européenne a lancé une procédure de déficit excessif à l'encontre de la France durant le mois de juillet²⁰. Il apparaît de plus en plus difficile d'échapper à la mise en œuvre d'un fort ajustement budgétaire.

Selon notre évaluation du PLF 2025, les mesures annoncées pour les PLF et PLFSS 2025 devraient contribuer à augmenter le solde primaire structurel de 1,2 point de PIB. Cet effort sera reparti entre 0,7 point de PIB en nouvelles mesures en prélèvements obligatoires (PO), 0,1 point en recettes non fiscales, et 0,4 point de PIB par le biais d'économies budgétaires structurelles. Parmi les nouvelles mesures en PO, on intègre la hausse annoncée sur l'impôt sur les sociétés des plus grandes entreprises, une réforme des allègements généraux de cotisations sociales qui pourrait commencer par la suppression des allègements pour les plus hauts salaires²¹ et une hausse sur la fiscalité des ménages (avec la sortie complète du bouclier tarifaire et une hausse de la TICFE

18. Alors que dans notre dernière prévision nous anticipons une réduction du déficit de cette composante de 0,5 point de PIB.

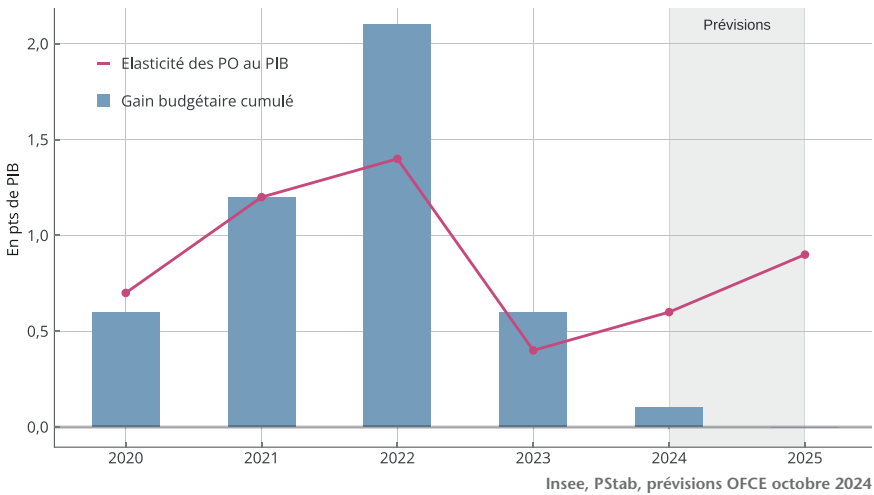
19. Plus de détails dans l'encadré 6 : (« comment expliquer une nouvelle sous-estimation du déficit ? »).

20. Si la procédure a été déclenchée, la trajectoire de finances publiques pour se mettre en conformité avec la gouvernance budgétaire européenne reste inconnue. Initialement prévue pour la mi-octobre, la date de publication de la recommandation est susceptible d'être différée en raison du retard pris sur le calendrier budgétaire.

21. Une réforme plus globale pourrait être mise en place à moyen terme en suivant les propositions du rapport Bozio-Wasmer. Voir Bozio A. et E. Wasmer, 2024, *Les politiques d'exonération de cotisations sociales: une inflexion nécessaire*, rapport, France Stratégie, octobre.

au-dessus de son niveau d'avant-crise). Le reste de l'ajustement devrait passer par les économies réalisées sur la dépense publique primaire. Les mesures prises en compte dans notre prévision sont notamment la modification du mode d'indexation des pensions de retraite²², des économies sur le champ des dépenses des collectivités locales et le frein des remboursements par la Sécurité sociale des dépenses des ménages en soins de ville. Au total, un effort d'une telle ampleur n'avait pas été observé depuis la période 2012-2013.

Graphique 15. Élasticité et gains budgétaires cumulés



Note : Élasticité et gains budgétaires cumulés liés aux évolutions des assiettes fiscales.

Encadré 5. Projet de loi de finances 2025 : le tournant budgétaire

Le 10 octobre, le projet de loi de finances (PLF) 2025 a été rendu public. Il est désormais possible d'avoir une première idée de l'orientation de la politique budgétaire attendue pour l'année à venir.

Selon nos calculs, l'effort budgétaire primaire attendu pour l'année 2025 serait de l'ordre de 44 milliards d'euros (soit 1,5 point de PIB). Une partie de cet effort reflète l'extinction progressive des mesures d'urgence mises en place pour pallier les effets des crises Covid et énergétique. En excluant ces

22. Voir Madec P., 2024, « Quel impact d'un décalage de l'indexation des pensions de retraites ? », OFCE le blog, 10 octobre.

mesures, l'effort budgétaire primaire inscrit dans le PLF 2025 serait de 34 milliards (soit 1,1 point de PIB), ce qui reste un effort historiquement élevé.

Les nouvelles mesures en prélèvements obligatoires mises en place par le PLF 2025 s'élèvent à 0,7 point de PIB (22 milliards d'euros), à 0,8 point si l'on ajoute les recettes non fiscales (tableau 8). En termes quantitatifs, la principale mesure en PO serait la contribution exceptionnelle sur les bénéficiaires des grandes entreprises (8 milliards). Il faut notamment ajouter la réforme des allègements généraux de cotisations sociales employeurs^(a) et la hausse de la TICFE allant au-delà de la fin du bouclier tarifaire (4 milliards pour chacun de ces deux dispositifs). La contribution différentielle temporaire sur les très hauts revenus devrait permettre de collecter 2 milliards d'euros selon le PLF 2025. Sur le champ des PO, la hausse de 4 points des cotisations sociales des collectivités locales devrait avoir un effet de plus de 2 milliards. Enfin, le reste des PO augmenterait de 1,7 milliard selon nos calculs. Et 2 milliards de recettes non fiscales sont attendues avec le versement exceptionnel de dividendes par EDF.

Les efforts en dépenses primaires inscrits dans le PLF 2025 permettraient de diminuer le déficit structurel de 0,4 point de PIB (12 milliards d'euros). Sur le champ de la dépense publique primaire, la politique de l'emploi (notamment le soutien à l'apprentissage) et les aides aux entreprises devraient contribuer aux efforts à hauteur de 4,5 milliards (0,2 point de PIB). Le décalage de l'indexation des pensions devrait permettre de limiter les dépenses de 3,6 milliards (0,1 point de PIB). Enfin, le recalibrage des aides écologiques (2 milliards), la hausse du ticket modérateur et la baisse des indemnités journalières (2 milliards), la réduction de l'aide publique au développement (1 milliard) et la réduction de niches sociales et des modifications dans la prime d'activité (1 milliard) contribueront de manière significative à l'effort.

Selon nos prévisions, la politique budgétaire devrait pénaliser la croissance du PIB français de 0,8 point de PIB (voir tableau 9). La composition de l'effort, particulièrement fort en PO, explique cet effet multiplicateur moyen de 0,7 (sur le champ des nouvelles mesures introduites par le PLF 2025, hors effacement des mesures d'urgence passées). En effet, les nouveaux PO (ciblés sur les entreprises et les ménages aisés), qui représentent 60 % de l'ajustement, auraient un effet multiplicateur à court terme (1^{re} année) moyen de 0,4, tandis que les mesures en dépenses auraient un effet moyen proche de 1. Ainsi, la composition de l'ajustement permettrait de limiter les effets sur la croissance du PIB hexagonal en 2025.

(a) Selon les règles courantes de la comptabilité nationale, pour l'ensemble des administrations publiques, la réforme des allègements de cotisations sociales employeurs se traduira par une hausse des contributions sociales nettes, entrant dans le champ des prélèvements obligatoires.

Enfin, il semble important d'ajouter que ces calculs incluent exclusivement les mesures du PLF 2025. Au-delà des mesures détaillées ci-dessus, le gouvernement a un objectif de redressement des comptes publics encore plus ambitieux qui inclut une hausse de 1,5 milliard d'euros de la fiscalité écologique (billets d'avion, énergies fossiles) et une baisse supplémentaire de la dépense de l'État de 5 milliards. Au total, le gouvernement vise un ajustement primaire supplémentaire de 0,2 point de PIB qui serait introduit par amendement gouvernemental au cours du débat parlementaire. Compte tenu de l'équilibre politique instable (encadré 2) à l'Assemblée nationale, il semble prudent de s'en tenir à l'ajustement budgétaire décrit ici et de ne pas ajouter ces mesures peu documentées à ce stade de l'analyse. En tout cas, si ces mesures sont finalement intégrées à la loi de finances initiale de 2025, la croissance serait amputée de 0,1 point supplémentaire.

Tableau 8. Principales mesures budgétaires pour 2025

| Prélèvements obligatoires | | | Dépense primaire | | |
|---|-------------|------------|---|--------------|-------------|
| | Mds d'euros | Pts de PIB | | Mds d'euros | Pts de PIB |
| Mesures inscrites dans le PLF 2025 | | | | | |
| Surtaxe IS grands groupes | 8,0 | 0,3 | Recentrage dépenses d'apprentissage et aides aux entreprises | -4,5 | -0,2 |
| Baisse des exonérations CS (retour d'IS inclus) | 4,0 | 0,1 | Décalage revalorisation retraites | -3,6 | -0,1 |
| TICFE – supplément PLF 2025 | 3,0 | 0,1 | Recalibrage aides écologiques (MaPrimeRenov...) | -1,9 | -0,1 |
| Hausse de 4 points du taux de cotisation retraites (CNRACL) | 2,3 | 0,1 | Hausse du ticket modérateur et baisse du plafond des IJ | -1,7 | -0,1 |
| Taux d'IR minimum à 20 % | 2,0 | 0,1 | Réduction niches sociales et assurance chômage | -1,1 | 0,0 |
| Autres | 0,9 | 0,0 | Aide publique au développement | -1,3 | 0,0 |
| Taxe exceptionnelle frêt maritime | 0,5 | 0,0 | | | |
| Mesures énergétiques diverses | 0,3 | 0,0 | | | |
| Fin des mesures d'urgence | | | | | |
| Fin bouclier tarifaire (retour à la normale de la TICFE) | 3,9 | 0,1 | Fin des mesures transitoires en dépenses (plan de relance...) | -6,0 | 0,2 |
| Total PLF 2025 | 20,9 | 0,7 | Total PLF 2025 | -12,8 | -0,4 |
| Total | 24,9 | 0,8 | Total | -18,8 | -0,6 |

PLF 2025, calculs OFCE.

Tableau 9. Effet sur le PIB de la politique budgétaire

| | Mds d'euros | Pts de PIB | Multiplificateur | Effet sur le PIB |
|--|--------------|-------------|------------------|------------------|
| Mesures budgétaires | | | | |
| Total Recettes publiques | 26,9 | 0,9 | 0,4 | -0,4 |
| Total Prélèvements obligatoires (PO) | 24,9 | 0,8 | 0,4 | -0,4 |
| Mesures structurelles en PO | 20,9 | 0,7 | 0,5 | -0,4 |
| Fin des mesures transitoires en PO | 3,9 | 0,1 | 0,0 | 0,0 |
| Total recettes non fiscales | 2,0 | 0,1 | 0,5 | 0,0 |
| Total mesures d'économies de dépenses publiques | -16,8 | -0,6 | 0,8 | -0,4 |
| Mesures en dépenses primaires inscrites dans le PLF 2025 | -12,8 | -0,4 | 1,0 | -0,4 |
| Charges d'intérêts | 2,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 |
| Fin des mesures transitoires en dépenses | -6,0 | -0,2 | 0,0 | 0,0 |
| Total sur le champ PLF 2025 | | | | |
| Total Effort budgétaire | 42,0 | 1,4 | 0,5 | -0,8 |
| Total Effort budgétaire primaire | 44,0 | 1,5 | 0,5 | -0,8 |
| Total Effort budgétaire primaire (hors mesures transitoires) | 35,1 | 1,1 | 0,7 | -0,8 |
| Total sur le champ PLF 2025 amendé | | | | |
| Total Effort budgétaire | 48,0 | 1,6 | 0,6 | -0,9 |
| Total Effort budgétaire primaire | 50,0 | 1,7 | 0,5 | -0,9 |
| Total Effort budgétaire primaire (hors mesures transitoires) | 41,1 | 1,3 | 0,7 | -0,9 |

PLF 2025, calculs OFCE.

Au-delà de ce fort ajustement structurel, le solde public devrait s'améliorer en 2025 avec l'effacement des mesures d'urgence mises en place pour pallier les conséquences des crises sanitaire et énergétique (0,3 point de PIB). *A contrario*, le déficit devrait augmenter avec la hausse de la charge d'intérêts (de 0,1 point) et le ralentissement de la croissance nominale du PIB (0,3 point). Enfin, la fin de la normalisation des recettes publiques (encadré 6) devrait porter le déficit à la baisse de 0,1 point de PIB supplémentaire (avec une hypothèse d'élasticité à 0,9).

Encadré 6. Comment expliquer une nouvelle sous-estimation du déficit ?

Selon les premières estimations, le déficit public devrait atteindre 6,1 % du PIB en 2024, très loin de ce qui était anticipé au moment du vote de la loi de finances initiale 2024 (4,4 %) et même du Programme de Stabilité (PStab) 2024-2027 (5,1 %) daté du mois d'avril 2024. Comment peut-on expliquer un tel écart entre les anticipations et la réalisation finale ?

Une première partie de la surprise vient d'un point de départ bien plus dégradé qu'initialement prévu. En effet, le déficit de 2023 a surpris fortement à la hausse : le solde notifié au mois de mars 2024 a été de -5,5 points de PIB au lieu des -4,9 points prévus en octobre 2023. Cette surprise de 0,6 point de PIB avait été analysée dans le détail dans Plane *et al.* (2024)^(a). Dans ce contexte, sans surprise du côté du scénario macroéconomique ni changement de politique budgétaire, on aurait pu s'attendre à un déficit de l'ordre de 5 % du PIB en 2024.

Cette surprise concernant le point de départ a été intégrée dans les projections du gouvernement en avril 2024 lors de la publication du PStab. Depuis, la croissance du PIB nominal a été revue à la baisse : la croissance du PIB nominal en 2024 serait de 3,1 % au lieu de 3,6 % anticipé^(b). Cela amène à une révision à la baisse du solde budgétaire de l'ordre de 0,3 point de PIB portant le déficit à 5,3 % du PIB.

Ensuite, selon les informations disponibles, la dépense publique primaire, notamment des collectivités locales, serait plus importante qu'initialement prévu. Cette hausse creuserait le solde public de 0,5 point de PIB. Il faut noter qu'en 2023 les collectivités locales affichaient un surplus avant investissement de 51,6 milliards d'euros. Ainsi, un dérapage de 16 milliards d'euros de leurs dépenses serait compatible avec les règles budgétaires qui s'appliquent aux collectivités locales. Elles auraient donc utilisé l'espace fiscal disponible pour augmenter leur dépense par-delà des anticipations. Selon des calculs préliminaires (tenant compte des projections du PStab et du dérapage annoncé), le surplus avant investissement prévu pour les collectivités locales en 2024 serait de 35 milliards (1,2 % du PIB après 1,8 %) et le solde budgétaire total de -26 milliards (-0,9 % du PIB après -0,2 %). Dans ce contexte, le déficit augmenterait à 5,8 % du PIB.

Pour comprendre l'ampleur du déficit de 2024, il est nécessaire d'ajouter un autre choc non anticipé des recettes publiques. Ce choc serait de l'ordre de 0,3 point de PIB. Depuis le déclenchement de la pandémie, il s'est avéré particulièrement difficile de prévoir les recettes publiques. Entre 2020 et 2022 les prélèvements obligatoires ont été plus dynamiques que ce que la croissance du PIB et les nouvelles mesures laissaient augurer. On dit que l'élasticité des prélèvements obligatoires a contribué à améliorer le solde public. À titre d'exemple, les nouvelles mesures prises pendant la période auraient dû amputer les recettes de près de 1 point de PIB alors que le taux de PO effectivement observé augmentait de 1 point de PIB. Ainsi, par cet effet – vraisemblablement lié à la composition de la croissance et aux effets

particuliers de l'inflation – les comptes publics affichaient une situation meilleure qu'il n'avait été anticipé. L'année 2023 marque un début de normalisation des assiettes fiscales qui ont réduit les gains cumulés après trois ans de recettes anormalement dynamiques. Ainsi, selon nos calculs, fin 2023 les administrations publiques bénéficiaient encore de plus de 0,4 point de PIB de recettes extraordinaires (tableau 10). S'il était difficile de prévoir la vitesse de la normalisation des recettes publiques, il semblerait que cette normalisation soit quasiment achevée en 2024.

Tableau 10. Élasticité et gains budgétaires cumulés liés aux évolutions des assiettes fiscales

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|-----------------------------------|------|------|------|------|
| Évolution spontanée des PO (en %) | -3,1 | 9,4 | 8,1 | 2,7 |
| Croissance du PIB nominal (en %) | -4,7 | 8,2 | 5,9 | 0,6 |
| Élasticité des PO | 0,7 | 1,1 | 1,4 | 0,4 |
| Gain cumulé (en points de PIB) | 0,7 | 1,2 | 2,0 | 0,4 |

Insee, documents budgétaires, calculs OFCE.

En fin de compte, la dégradation des finances publiques, plus que refléter l'effet de chocs nouveaux non anticipés, exprime essentiellement l'effet d'une normalisation de la situation d'ensemble avec, d'une part, le reflux de l'inflation et, d'autre part, la dissipation des chocs massifs récents, une normalisation des assiettes fiscales (en 2023 comme en 2024). Loin de constituer une bonne nouvelle, ces évolutions laissent la France face à ses défis structurels, masqués récemment par des chocs globaux d'une ampleur historique.

(a) Voir Plane M. *et al.*, *op. cit.*, encadré 3, page 38.

(b) Il faut remarquer que les équipes du ministère des Finances ont plutôt bien anticipé la croissance en volume de l'année 2024 mais une révision à la baisse des perspectives nominales s'explique par la révision à la baisse de la dynamique des prix.

Au total, si les mesures budgétaires inscrites ici sont effectivement votées²³, nous prévoyons un déficit public de 5,3 % du PIB en 2025 (tableau 11). Ce qui reste un déficit à peine inférieur au niveau de 2023. Dans ce contexte, la dette publique au sens de Maastricht devrait s'établir à 115,1 % du PIB en 2025 (après 112,8 % en 2024), soit un niveau supérieur à celui de 2020 en pleine crise sanitaire. La France, malgré un ajustement d'une ampleur historique, se distinguera du reste de la zone euro avec une dette publique continuant d'augmenter (voir encadré 4).

Tableau 11. Évolution des finances publiques

| En pts de PIB | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Solde public (= a + b + c - d + e) | -8,9 | -6,6 | -4,7 | -5,5 | -6,1 | -5,3 |
| Solde public primaire hors mesures temporaires et effet d'activité (a) | -1,2 | -2,2 | -2,4 | -2,4 | -3,0 | -1,8 |
| Charges d'intérêts (d) | 1,3 | 1,4 | 1,9 | 1,9 | 2,0 | 2,1 |
| Mesures d'urgence (b) | -3,1 | -3,5 | -2,4 | -1,3 | -0,6 | -0,3 |
| Effet d'activité (y compris effet d'élasticité) (c) | -3,3 | -0,1 | 1,6 | -0,1 | -0,7 | -1,1 |
| ... dont effet lié à l' <i>output gap</i> seul | -4,0 | -1,2 | -0,5 | -0,7 | -0,8 | -1,1 |
| Fonds du plan de relance européen (e) | 0,0 | 0,5 | 0,4 | 0,2 | 0,2 | 0,1 |
| Dette publique | 114,8 | 112,7 | 111,2 | 109,9 | 112,8 | 115,1 |

Insee, PLF 2024, Cour des comptes, prévisions OFCE octobre 2024.

23. Voir encadré 4 sur l'incertitude politique.

APRÈS LA CENSURE : IMPACT ÉCONOMIQUE ET BUDGÉTAIRE DE LA LOI SPÉCIALE POUR 2025

Pierre Madec, Mathieu Plane, Raul Sampognaro

Sciences Po, OFCE

La censure du 4 décembre 2024 a précipité la chute du gouvernement Barnier et interrompu l'examen des textes financiers (PLF et PLFSS) pour 2025. Selon les prévisions d'automne de l'OFCE, publiées le 16 octobre 2024, ces derniers impliquaient une restriction budgétaire de 1,5 point de PIB. La loi spéciale réduit cet ajustement de plus d'un point. Sans mesures nouvelles, le **déficit public serait entre -6,1 % et -6,4 % du PIB en 2025**. Cette moindre consolidation pourrait relever la croissance du PIB par rapport à notre prévision du 16 octobre 2024 : jusqu'à 1,4 % en 2025 contre 0,8 %. Cependant, l'incertitude et l'indécision budgétaire pourraient jouer dans l'autre sens et ramener la croissance de l'activité à 0,8 %. Si l'abandon du projet de loi de finances est favorable pour les ménages, notamment les plus aisés, le gel du barème de l'impôt sur le revenu et la fin du bouclier tarifaire devraient peser sur le pouvoir d'achat des ménages, en particulier ceux des classes moyennes. La loi spéciale reste une solution transitoire. Une loi de finances est nécessaire pour 2025, en particulier pour le respect des règles européennes. Le gouvernement devra trouver un équilibre entre la nécessité de réduire le déficit et celle de soutenir l'activité économique.

Mots clés : politique budgétaire, conjoncture, France.

1. La censure du 4 décembre 2024

Le 4 décembre 2024, le vote de la motion de censure a entraîné la chute du gouvernement, rendant impossible l'adoption d'une loi de finances pour 2025 avant la fin de l'année 2024. Selon notre dernière prévision, publiée le 16 octobre, la politique budgétaire issue du projet de loi de finances 2025 (PLF 2025) devait assurer un fort ajustement budgétaire de 1,5 point de PIB¹. L'ampleur de la consolidation était justifiée par deux années successives de dérapage marqué du déficit public. En outre, cet ajustement s'inscrit après la mise sous procédure de déficit excessif de la France par le Conseil de l'Union européenne au cours de l'été 2024². Avec un impact sur le PIB de -0,8 point lié à la seule politique budgétaire, nous anticipons, à l'automne 2024, une croissance du PIB de 0,8 % pour 2025. Le déficit public était attendu à -5,3 % du PIB en 2025 (après -6,1 % en 2024) et la dette publique à 115,1 % du PIB (après 112,9 % en 2024).

Pour garantir la continuité de l'État, le bon fonctionnement des services publics, la possibilité de prélever les impôts et le recours à l'endettement pour l'État et les administrations publiques, une loi spéciale « article 45 » a été adoptée par l'Assemblée nationale le 11 décembre et le Sénat le 16 décembre 2024, et promulguée le 20 décembre 2024³. Cet outil juridique n'autorise pas l'exécutif à modifier la politique économique mais ne dispense pas le gouvernement de présenter un nouveau budget en début d'année 2025 et de le faire adopter par les assemblées. De plus, un tel budget, au moins pour le volet recettes, doit être réalisé rapidement s'il ne veut pas se heurter au principe de non-rétroactivité de l'impôt. Mais le contenu est difficile à prévoir en raison de l'instabilité politique actuelle. La France se trouve ainsi dans une situation d'incertitude historique concernant sa politique économique qui a des répercussions sur l'activité⁴.

1. Heyer É. et Timbeau X. (dir.), 2024, « La croissance à l'épreuve du redressement budgétaire : Perspectives 2024-2025 pour l'économie française », *Revue de l'OFCE*, n° 187, <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/3-187OFCE.pdf>.

2. Selon les nouvelles règles budgétaires européennes (2024), la France devrait fournir un effort budgétaire structurel primaire de 0,8 point de PIB par an, sur plusieurs années. L'ajustement budgétaire impliqué par les PLF/PLFSS 2025 était donc supérieur au niveau minimum demandé par les traités européens (*frontloading*), autorisant ultérieurement des ajustements moindres.

3. <https://www.legifrance.gouv.fr/jorf/id/JORFTEXT000050805059>

4. Sampognaro R., 2024, « Effet de l'incertitude politique sur les perspectives de croissance », *Le Blog de l'OFCE*, 3 décembre, https://www.ofce.sciences-po.fr/blog2024/fr/2024/20241203_RS/.

Si la loi spéciale est exempte de tout choix politique, elle n'est pas sans incidence budgétaire ou sans effets de bord. Ce travail analyse ainsi les conséquences économiques et budgétaires de cette loi spéciale pour 2025, en comparaison avec le PLF 2025. Cela suppose implicitement que la loi spéciale soit adoptée pour l'ensemble de l'année 2025 sans vote d'une nouvelle loi de finances. Or, cette loi spéciale est donc censée être transitoire, le temps d'adopter une loi de finances. Son maintien pendant l'année 2025 poserait un certain nombre de problèmes et n'écarterait pas le risque d'une falaise budgétaire (semblable au *shutdown* américain) sans décisions politiques⁵. Si cet exercice de comparaison entre le PLF 2025 et la loi spéciale est important pour cadrer les réflexions à venir sur les enjeux économiques et budgétaires, il est une analyse technique et n'est pas une prévision actualisée.

2. Une profonde modification de l'ajustement budgétaire dans son ampleur et sa répartition

La politique budgétaire inscrite dans le PLF 2025 impliquait un ajustement budgétaire structurel primaire de 1,5 point de PIB pour l'année 2025 dont 0,9 point de PIB devait venir des mesures nouvelles en prélèvements obligatoires (PO) et 0,6 point de PIB de l'effort sur la dépense publique (tableaux 1, 2 et 3).

La loi spéciale empêche de prendre des mesures nouvelles aussi bien sur les PO que sur les dépenses publiques. Ainsi, les PO de 2025 seraient inchangés par rapport à 2024 (à l'exception des mesures fiscales votées dans les lois de finances antérieures et qui s'appliquent en 2025⁶). Mais l'essentiel des effets budgétaires passe par la dépense, le principe général étant que les dépenses de l'État soient gelées en valeur, tandis que les autres dépenses, celles des administrations de sécurité sociale et des collectivités locales, ne sont pas directement concernées par la loi spéciale. Sans mesures correctrices, ces dépenses évolueraient selon leur trajectoire naturelle et spontanée. Du côté des prélèvements, le main-

5. En effet, la reconduction des crédits de l'année précédente n'est pas compatible avec des engagements contractuels comme la hausse mécanique de la masse salariale, les dépenses de guichets ou les loyers payés. Le risque est donc de se retrouver en cours d'année à avoir consommé tous les crédits et donc de ne plus pouvoir honorer les engagements de l'État, ce qui peut théoriquement conduire à une « falaise budgétaire ». Seule une loi de finances permet de sortir de cette impasse.

6. C'est le cas de l'accise sur l'électricité (taxe intérieure sur la consommation finale d'électricité, TICFE) pour laquelle une minoration exceptionnelle a été votée du 1^{er} février 2022 au 31 janvier 2025.

rien à l'identique de la législation fiscale conduirait en revanche au gel du barème de l'impôt sur le revenu (IRPP) et à une hausse implicite du poids de l'IRPP dans le revenu des ménages en raison de la non-indexation du barème sur l'inflation. En outre, la sortie du bouclier tarifaire ayant été déjà programmée, la TICFE retrouverait son taux normal d'avant-crise, conduisant à une hausse de la taxe en 2025 par rapport à 2024. La cotisation sur la valeur ajoutée des entreprises (CVAE) devrait baisser en 2025 alors que le PLF avait suspendu cette baisse.

Pour résumer, la loi spéciale nous conduit à retenir les hypothèses suivantes :

- Stabilité des taux de PO en 2025, sauf pour l'IRPP (dont le taux apparent augmente en raison de la non-indexation des barèmes) et hausse de la TICFE en lien avec la programmation de sortie du bouclier tarifaire en février. En revanche, la CVAE baisserait pour les entreprises alors que sa réduction avait été suspendue ;
- Gel en valeur des dépenses primaires de l'État et évolution spontanée des dépenses des administrations de sécurité sociale et des collectivités locales.

Les PO (tableau 1), qui étaient attendus en hausse de 27,1 milliards d'euros (0,9 point de PIB) en 2025 dans le PLF 2025, n'augmenteraient plus que de 5,8 milliards d'euros (0,2 point de PIB) dans le cadre de la loi spéciale, 3 milliards d'euros (0,1 point de PIB) provenant du gel du barème de l'IRPP⁷, le reste étant lié à la sortie du bouclier tarifaire.

Du côté des dépenses publiques (tableau 2), l'ajustement structurel primaire était attendu à hauteur de -0,6 point de PIB dans le cadre du PLF 2025 avec la mise en place d'un certain nombre de mesures d'économie sur les différents champs de la dépense publique. Selon nos calculs, ce chiffre passerait à -0,15 point de PIB avec la loi spéciale, malgré le gel des dépenses de l'État en valeur. En effet, par rapport au PLF 2025, la loi spéciale est plus restrictive sur le champ des dépenses de l'État, avec un ajustement structurel primaire de 15,9 milliards d'euros (0,5 point de PIB) contre 9,2 milliards d'euros prévus dans le PLF (0,3 point de PIB). En revanche, le PLF 2025 prévoyait près de 15 milliards d'euros d'économies sur les dépenses sociales par rapport à leur trajectoire spontanée. Or, les pensions de retraite seraient indexées – contrairement à ce qui était prévu dans le PLFSS – en janvier 2025 et augmenteraient de 2,2 %.

7. Madec P., 2024, « Quel impact d'un gel du barème de l'impôt sur le revenu ? », *Le Blog de l'OFCE*, 1^{er} octobre, https://www.ofce.sciences-po.fr/blog2024/fr/2024/20240930_PIM/.

Tableau 1. Comparaison PLF/SS – LS 2025, mesures nouvelles en prélèvements obligatoires

| | PLF/SS 25 | | LS 25 | |
|---|-------------|------------|------------|------------|
| | Mds € | % PIB | Mds € | % PIB |
| Ménages | 6,5 | 0,2 | 5,3 | 0,2 |
| Hausse des taxes sur l'électricité et gaz (sortie des boucliers, hausse des accises...) | 4,1 | 0,1 | 2,2 | 0,1 |
| Contribution exceptionnelle sur les hauts revenus | 2,0 | 0,1 | | |
| Mesures loueurs non professionnels | 0,2 | 0,0 | | |
| Autres | 0,2 | 0,0 | | |
| Non-indexation barème de l'IRPP | | | 3,0 | 0,1 |
| Entreprises | 20,6 | 0,7 | 0,6 | 0,0 |
| Hausse des taxes sur l'électricité et gaz (sortie des boucliers, hausse des accises...) | 2,2 | 0,1 | 1,6 | 0,1 |
| Contribution exceptionnelle sur les grandes entreprises | 8,0 | 0,3 | | |
| Fiscalisation des rachats d'actions | 0,2 | 0,0 | | |
| Reprofilage des exonérations de cotisations patronales (effet net) | 4,0 | 0,1 | | |
| Hausse fiscalité apprentis et Jeunes Entreprises Innovantes (CSG et cotisations) | 1,0 | 0,0 | | |
| Taxe exceptionnelle sur le fret maritime | 0,5 | 0,0 | | |
| Suspension réduction de la CVAE | 0,0 | 0,0 | -1,0 | 0,0 |
| Autres (versement transport, hausse taux de cotisation fonction publique hospitalière et territoriale...) | 4,7 | 0,2 | | |
| Mesures nouvelles en PO | 27,1 | 0,9 | 5,8 | 0,2 |

RESF du PLF 2025, LS 2025, calculs OFCE.

De plus, les évolutions démographiques impliquent une hausse tendancielle encore plus importante (atteignant +3,3 % selon nos calculs réalisés sur la base du PLFSS et de notre évaluation de l'effet de la réforme de l'indexation des pensions). Par ailleurs, la progression des dépenses en santé (sur le champ de l'objectif national des dépenses d'assurance maladie, ONDAM) ne serait plus limitée par les mesures prévues dans le PLFSS 2025 et devrait suivre son tendanciel (à +4,7 % selon le PLFSS 2025). Ainsi, les dépenses de sécurité sociale augmenteraient de 0,3 point de PIB (potentiel) en 2025 alors qu'elles devaient baisser de -0,2 point dans le PLF. Enfin, les collectivités locales qui devaient être mises à contribution à hauteur de 5 milliards d'euros dans le PLF ne le sont plus dans la loi spéciale. Globalement, en incluant les mesures en PO, l'effort budgétaire structurel primaire serait théoriquement de 11 milliards d'euros (0,4 point de PIB) en 2025 dans la loi spéciale contre 45,4 milliards d'euros (1,5 points de PIB) dans le PLF 2025.

Tableau 2. Comparaison PLF/SS – LS 2025, mesures nouvelles en dépenses

| | PLF/SS 25 | | LS 25 | |
|--|--------------|-------------|--------------|-------------|
| | Mds € | % PIB | Mds € | % PIB |
| État | -9,2 | -0,3 | -15,9 | -0,5 |
| Réduction politique de l'emploi (apprentissage...) | -2,1 | -0,1 | | |
| Réduction aides aux entreprises | -2,4 | -0,1 | | |
| Recalibrage aides écologiques | -1,9 | -0,1 | | |
| Autres | -2,8 | -0,1 | | |
| Gel des dépenses des administrations centrales en valeur | | | -15,9 | -0,5 |
| Sécurité sociale | -5,4 | -0,2 | 9,4 | 0,3 |
| Désindexation des retraites | -3,6 | -0,1 | | |
| Freinage ONDAM (ticket modérateur, indemnités journalières...) | -3,8 | -0,1 | | |
| Réduction du déficit des retraites des fonctionnaires territoriaux et hospitaliers | -2,3 | -0,1 | | |
| Autres (assurance chômage...) | -5,1 | -0,2 | | |
| Évolution spontanée des dépenses de sécurité sociale (retraites, santé...) | 9,4 | 0,3 | 9,4 | 0,3 |
| Collectivités locales | -3,7 | -0,1 | 1,3 | 0,0 |
| Réduction du FCTVA et écrêtement dynamique TVA | -2,0 | -0,1 | | |
| Autres (mécanisme de résilience des finances locales...) | -3,0 | -0,1 | | |
| Évolution spontanée des dépenses des collectivités locales | 1,3 | 0,0 | 1,3 | 0,0 |
| Mesures structurelles sur dépenses primaires | -18,3 | -0,6 | -5,2 | -0,2 |

RESF du PLF 2025, LS 2025, calculs OFCE.

Au-delà de la différence significative d'ajustement budgétaire (1,1 point de PIB) entre le PLF 2025 et la loi spéciale (tableau 3), il ressort à court terme des évolutions budgétaires et fiscales très différentes pour les ménages et les entreprises.

Tableau 3. Comparaison PLF/SS – LS 2025, totaux

| | PLF/SS 25 | | LS 25 | |
|--|-------------|-------|-------------|-------|
| | Mds € | % PIB | Mds € | % PIB |
| Mesures nouvelles en PO | 27,1 | 0,9 | 5,8 | 0,2 |
| Mesures structurelles sur dépenses primaires | -18,3 | -0,6 | -5,2 | -0,2 |
| Effort budgétaire structurel primaire | 45,4 | 1,5 | 11,0 | 0,4 |
| Impact sur le PIB | -0,8 | | -0,2 | |

RESF du PLF 2025, LS 2025, calculs OFCE.

Note : Les efforts en dépenses publiques sont calculés à partir de la croissance du PIB potentiel (1,3 % en 2025 en volume).

Tout d'abord, les entreprises échapperaient à une hausse des PO de plus de 20 milliards d'euros en 2025 (0,7 point de PIB), avec notamment l'annulation de la contribution exceptionnelle sur les grandes entreprises (8 milliards d'euros) ou le reprofilage des exonérations de cotisations patronales (4 milliards d'euros) et l'annulation de la suspension de la baisse de CVAE (1 milliard d'euros). En revanche, les ménages verraient une hausse de PO relativement similaire (0,2 point de PIB) dans la loi spéciale (5,2 milliards d'euros) et le PLF (6,5 milliards d'euros) mais avec une composition différente. L'impôt sur le revenu augmenterait plus que prévu dans la loi spéciale (3 milliards d'euros) mais les taxes sur l'électricité seraient moins élevées (pour 1,9 milliard d'euros) et les plus aisés échapperaient à la contribution exceptionnelle sur les plus hauts revenus (2 milliards d'euros).

Du côté des dépenses publiques, les aides aux entreprises, les aides écologiques ainsi que celles pour l'embauche d'apprentis ne seraient pas réduites (6,5 milliards d'euros) dans la loi spéciale et les efforts budgétaires porteraient donc sur d'autres postes de la dépense d'État (la commande publique et l'investissement notamment, la masse salariale dans une moindre mesure). En revanche, l'ensemble des retraités verront leur pension pleinement revalorisée au 1^{er} janvier 2025 alors que le PLFSS prévoyait une revalorisation à partir de juillet seulement pour une économie budgétaire de 3,6 milliards d'euros. Enfin, l'annulation du PLFSS supprime l'ONDAM et les mesures d'économies attendues sur les médicaments, le ticket modérateur ou les indemnités journalières. Enfin, les aides exceptionnelles aux agriculteurs ou à la Nouvelle-Calédonie pour 2025 ne peuvent être activées en l'absence d'une loi de finances.

3. Quel impact de la censure sur le niveau de vie des ménages ?

Pour les ménages, la censure du gouvernement de Michel Barnier s'est traduite à court terme par l'abandon, d'une part, des mesures d'augmentations d'impôts inscrites dans le projet de loi de finances pour 2025 (contribution exceptionnelle sur les hauts revenus, surtaxes sur l'électricité⁸...) et, d'autre part, par des mesures de baisse des dépenses publiques inscrites dans le projet de loi de financement de la

8. Madec P., 2024, « Électricité, gaz : quel impact de la hausse de la fiscalité sur les ménages? », *Le Blog de l'OFCE*, 22 octobre https://www.ofce.sciences-po.fr/blog2024/fr/2024/20241018_PiM/.

sécurité sociale pour 2025, et notamment le décalage de revalorisation des pensions de retraites de base⁹.

Cependant, en année pleine et toutes choses égales par ailleurs, la reconduction de la législation en vigueur en 2024 devrait affecter négativement le niveau de vie des ménages sous l'effet de deux mesures : le gel (temporaire) du barème de l'impôt sur le revenu (3 milliards d'euros¹⁰) et la fin programmée du bouclier tarifaire sur l'électricité et le gaz (2,2 milliards d'euros).

Les effets redistributifs de ces hausses de prélèvements sont simulées à l'aide du modèle de microsimulation Ines¹¹, développé conjointement par l'Insee, la Drees et la Cnaf, mis à disposition en source ouverte, et dont la dernière version reproduit la législation socio-fiscale de 2022, et à partir des données de l'enquête Budget de famille de 2017, ainsi que des données issues de la comptabilité nationale pour 2023.

Les dépenses énergétiques étant globalement croissantes avec le niveau de vie des ménages, la fin du bouclier tarifaire¹² devrait se traduire par une hausse des dépenses énergétiques TTC de l'ordre de 40 euros par an pour l'ensemble des ménages, et donc un peu plus pour les ménages appartenant aux 5 % les plus aisés.

Le gel du barème de l'impôt sur le revenu devrait entraîner l'entrée dans l'impôt sur le revenu de près de 400 000 ménages. Ces ménages sont des ménages se situant au centre de la distribution des niveaux de vie, c'est-à-dire des ménages n'appartenant ni aux 30 % les plus modestes, ni aux 20 % les plus aisés. En cas de gel, les ménages proches du niveau de vie médian perdraient entre 50 et 100 euros par an par rapport à une situation d'indexation « usuelle », soit entre 0,2 % et 0,3 % de leur niveau de vie annuel. Ces pertes dépasseraient les 250 euros pour les 15 % de ménages les plus aisés (les trois derniers vingtièmes) avec un effet légèrement régressif en pourcentage du niveau de vie en fin de distribution. Autrement dit, au sein des ménages les plus riches, les plus aisés seraient relativement moins

9. Madec P., 2024, « Quel impact d'un décalage de l'indexation des pensions de retraites ? », *Le Blog de l'OFCE*, 4 octobre, https://www.ofce.sciences-po.fr/blog2024/fr/2024/20241004_PIM/.

10. Madec P., « Quel impact d'un gel du barème de l'impôt sur le revenu ? », art. cité.

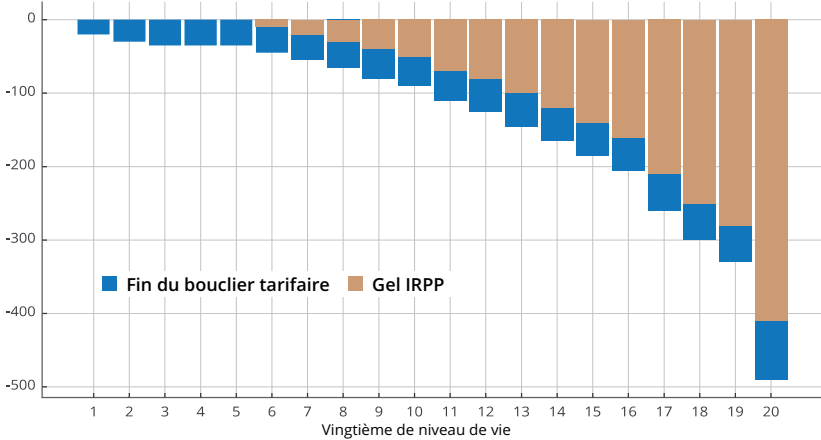
11. <https://www.insee.fr/fr/information/2021951>

12. Le PLF pour 2025 prévoyait la fin du bouclier tarifaire, l'arrêt de la TVA à taux réduit sur les abonnements d'électricité et de gaz ou encore la hausse des accises sur l'énergie. Au total, ces mesures devaient engendrer des gains budgétaires de l'ordre de 4 milliards d'euros, soit près de deux fois plus que ceux générés par la seule fin du bouclier tarifaire prévue dans la loi spéciale.

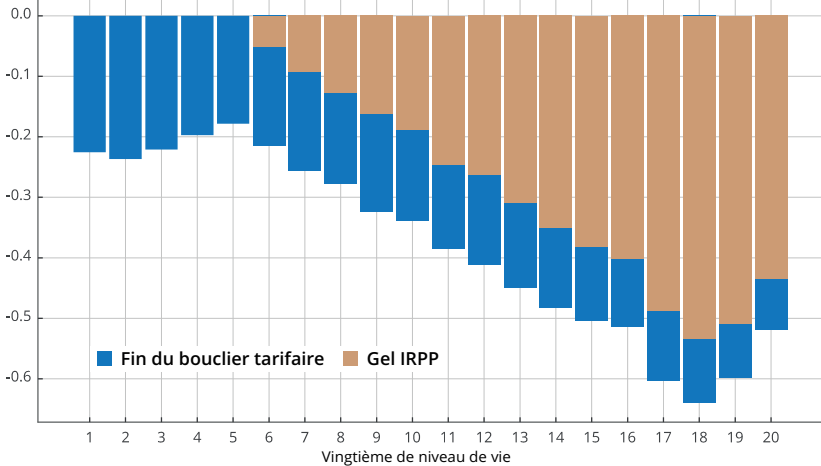
affectés que les autres, en raison de la faible progressivité de l'impôt dans les tranches les plus élevées. Au total, environ 18 millions de ménages verraient leur impôt sur le revenu augmenter par rapport à une situation d'indexation sur l'inflation.

Graphique 1. Effet de la loi spéciale pour les ménages

a) En euros par ménage



b) En % du niveau de vie



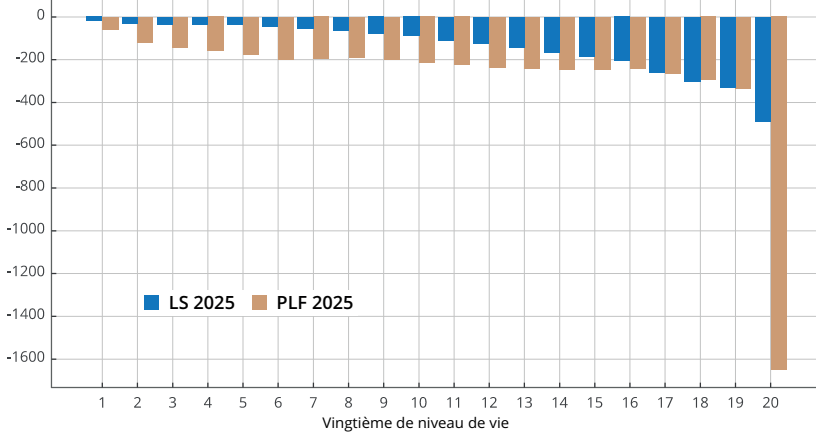
Insee-DGFiP-Cnaf-Cnav-CCMSA, enquêtes Revenus fiscaux et sociaux 2020 (actualisée 2022), Cnaf-Drees-Insee, modèle Ines 2022, calculs OFCE.

Champ : France métropolitaine, ménages non étudiant au niveau de vie positif.

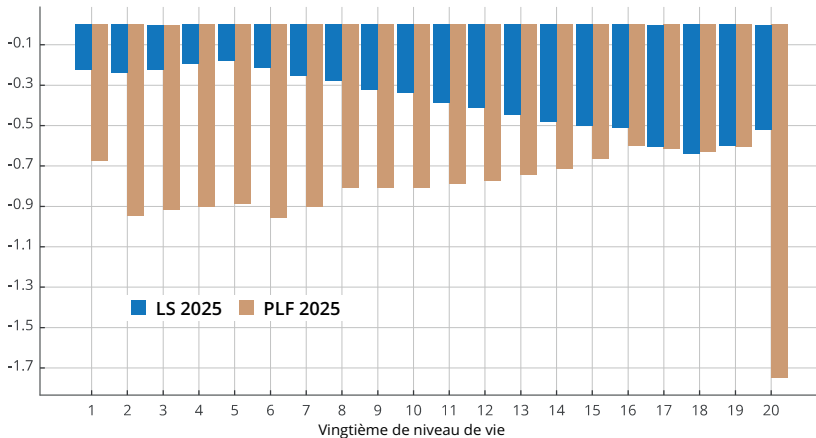
Lecture : En 2025, les ménages appartenant aux 5 % de ménages les plus aisés devraient voir leur revenu disponible amputé de l'ordre de 490 euros en moyenne du fait de la moindre baisse des prix de l'énergie et du gel du barème de l'IRPP.

Graphique 2. Comparaison PLF/SS – LS 2025, effets redistributifs

a) En euros par ménage



b) En % du niveau de vie



Insee-DGFIP-Cnaf-Cnav-CCMSA, enquêtes Revenus fiscaux et sociaux 2020 (actualisée 2022), Cnaf-Drees-Insee, modèle Ines 2022, calculs OFCE.

Champ : France métropolitaine, ménages non étudiant au niveau de vie positif.

Lecture : En 2025, les ménages appartenant aux 5 % de ménages les plus aisés devraient voir leur revenu disponible amputé de l'ordre de 500 euros par an en moyenne du fait du gel du barème et de la fin du bouclier tarifaire. Si les mesures du PLF/PLFSS 2025 avaient été mises en place (désindexation des retraites, surtaxe énergétique, contribution exceptionnelle sur les hauts revenus), cette baisse aurait atteint 1 650 euros par an en moyenne par ménage du dernier vingtile.

Nous comparons dans un second temps les effets anticipés (en année pleine) des mesures affectant les ménages au sein de la loi spéciale avec celles prévues initialement dans le projet de loi de finances pour 2025 présenté en octobre à l'Assemblée nationale. Selon

nos estimations, la reconduction du budget de 2024 à travers la mise en application de la loi spéciale, entraînerait une moindre mise à contribution de l'ensemble des ménages. En plus des ménages retraités, les « gagnants » de l'abandon du projet de loi de finances sont à rechercher dans le haut de la distribution des niveaux de vie.

En effet, le renoncement à la création d'une contribution différentielle sur les hauts revenus devrait soutenir le revenu disponible des ménages appartenant aux 5 % les plus aisés d'un montant de l'ordre de 1 300 euros en moyenne par ménage. Au sein de ces 5 % de ménages, seule une infime minorité devrait dans les faits profiter de la mesure puisque la contribution exceptionnelle ne devait concerner que les ménages déclarant plus de 250 000 euros par an pour un célibataire, veuf, séparé ou divorcé, et 500 000 euros par an pour les couples sous imposition commune, soit les 75 000 foyers fiscaux les plus aisés.

4. Impact sur le déficit et la dette publics

Dans le cadre de la loi spéciale, nous nous attendons théoriquement à un effort budgétaire structurel primaire de +0,4 point de PIB en 2025 (contre +1,5 point de PIB dans le PLF 2025). Au regard des multiplicateurs budgétaires à court terme, la loi spéciale réduirait la croissance de -0,2 point de PIB (contre -0,8 point dans le PLF 2025).

En supposant que la motion de censure et la loi spéciale n'aient pas d'effets négatifs induits sur la croissance (hausse des primes de risque et du coût de refinancement, accroissement de l'incertitude et des comportements de précaution des entreprises et des ménages conduisant à moins d'investissement, d'embauches et à plus d'épargne)¹³, le déficit public que nous attendions à -5,3 % du PIB en 2025 avec le PLF passerait à -6,1 % du PIB¹⁴, malgré une croissance du PIB plus élevée (de 0,8 % à 1,4 %) en raison de la moindre consolidation budgétaire. En revanche, si le surplus de croissance attendu en 2025 en raison de l'impact moins négatif de la politique budgétaire était annulé par les

13. Sampognaro R., art. cité.

14. Le déficit budgétaire structurel primaire se creuserait de -1,1 point de PIB par rapport à celui qui était attendu dans le PLF 2025, mais le surplus de croissance de 0,6 point de PIB permet d'améliorer le solde public conjoncturel de +0,3 point de PIB. Dans le scénario à croissance inchangée (0,8 %), il n'y a pas de gain sur le solde conjoncturel. À noter que dans tous les scénarios (PLF ou loi spéciale), la charge d'intérêts augmente, l'élasticité des recettes fiscales est inférieure à l'unité et le financement lié au plan de relance européen s'éteint progressivement (pour plus de détails, voir partie sur les « Finances publiques de la prévision France d'octobre 2024 »,).

effets négatifs cités plus haut, le déficit public serait de -6,4 points du PIB avec une croissance à 0,8 % en 2025. Sans mesures nouvelles, le déficit serait donc attendu entre -6,1 % et -6,4 % du PIB en 2025 (tableau 4).

Tableau 4. Déficit et dette publics en 2025 selon les différents scénarios (en points de PIB)

| | PLF/PLFSS 2025 | LS 2025 | |
|-------------------|----------------|------------------------------|------------------------------|
| | OFCE oct. 24 | Sans effets négatifs induits | Avec effets négatifs induits |
| Déficit public | -5,3 | -6,1 | -6,4 |
| Dette publique | 115,1 | 115,3 | 115,9 |
| Croissance du PIB | 0,8 | 1,4 | 0,8 |

RESF du PLF 2025, calculs OFCE.

5. Des accords *a minima* pour 2025 ?

Le vote de la loi spéciale n'épuisera pas le débat budgétaire pour 2025.

Tout d'abord, il reste difficile de cerner quel pourrait être le contenu minimal d'une politique économique qui assure la continuité de l'action publique, au-delà de la seule loi spéciale qui fait office de transition le temps d'adopter une loi de finances.

Par exemple, le gel des dépenses de l'État en valeur n'est pas tenable sur l'année sans arbitrage politique fort sur les enveloppes budgétaires, en raison de la progression mécanique de la masse salariale (à emploi constant) et des aides de guichet qui ne peuvent être contrôlées sans mesures spécifiques. Dans le cas d'un gel, en volume et non en valeur, de la dépense de l'État, l'ajustement budgétaire du côté de l'État ne serait plus, dans ce cas, de 15,9 milliards d'euros (-0,5 point de PIB) mais de 6,5 milliards d'euros (-0,2 point de PIB). À cela s'ajoute la possible réindexation du barème de l'IRPP (3 milliards d'euros, soit 0,1 point de PIB) et le déblocage des aides aux agriculteurs et à la Nouvelle-Calédonie (plus de 500 millions d'euros) auxquelles s'ajouteront certainement celles pour Mayotte. En intégrant ces mesures consensuelles et relativement crédibles au regard du fonctionnement de l'État, cela conduirait à avoir une consolidation budgétaire nulle en 2025 au lieu de -0,4 point de PIB dans la loi spéciale et -1,5 point dans le PLF 2025.

Dans tous les cas, l'ajustement budgétaire théorique n'est pas compatible avec les nouvelles règles budgétaires européennes qui imposent, dans le cadre de la procédure pour déficit excessif, un effort structurel primaire (*i.e.* hors charges d'intérêt) d'au moins 0,8 point de PIB en 2025¹⁵. Afin de garantir le respect des traités et inscrire un début de redressement de comptes publics, le gouvernement devra donc certainement trouver entre 20 et 25 milliards d'euros pour 2025. Certaines mesures, comme la taxe exceptionnelle sur les grandes entreprises, la hausse de la fiscalité sur les hauts revenus, la réduction des aides à l'apprentissage et la mise à contribution des collectivités locales pourraient bien revoir le jour dans les semaines à venir... mais pour cela la France a besoin d'adopter une loi de finances !

15. D'après les nouvelles règles du Pacte de Stabilité et de Croissance (voté en 2024 par le Parlement européen et qui s'applique au 1^{er} janvier 2025), les pays en procédure de déficit excessif doivent retourner à un déficit en deçà de 3 % du PIB en quatre ans. Lorsque le pays s'engage à faire des réformes structurelles ou des investissements augmentant la croissance potentielle, ce délai peut être augmenté de trois ans. La réduction du déficit est donc considérée en moyenne, mais en demandant une réduction plus importante au début de la période (*frontloading*) afin d'accroître la crédibilité du plan de redressement des comptes publics. La réduction de 0,8 % du PIB correspond donc à un engagement implicite de réformes structurelles et d'investissement, peu crédible dans le climat actuel.

INVESTISSEMENT DES MÉNAGES EN EUROPE IMPACT DE LA HAUSSE DES TAUX D'INTÉRÊT

Éric Heyer et Pierre Madec

Sciences Po, OFCE

Cette étude se propose d'évaluer les conséquences de la hausse rapide des taux d'intérêt des crédits à l'habitat sur l'investissement des ménages et les prix immobiliers dans cinq pays européens (Allemagne, Espagne, France, Italie et Royaume-Uni) à l'aide de modèles à correction d'erreur (MCE). Directement ou indirectement via les prix immobiliers, nous estimons que la hausse des taux a largement amputé l'investissement des ménages en Europe, de l'ordre de 15 points en Allemagne ou au Royaume-Uni, et de 12 points en Espagne et en Italie. La France, où l'effet de la hausse des taux a été moins négatif (9,5 points) et où l'investissement des ménages aurait baissé même sans ladite hausse, se distingue de ses voisins.

Mots clés : Investissement, ménages, taux d'intérêt, logement, immobilier, Europe.

Après une période de taux d'intérêt historiquement bas qui a stimulé l'investissement immobilier, les banques centrales ont procédé depuis 2021 à une hausse rapide et significative des taux d'intérêt dans le but principal de contrôler l'inflation. Cette augmentation des taux a eu pour effet direct de rendre les emprunts immobiliers plus coûteux et moins attractifs pour les ménages. Ces derniers ont alors été contraints de revoir leurs projets d'achat immobilier, préférant souvent reporter ou annuler leurs investissements.

Cette étude se propose d'évaluer les conséquences de cette hausse rapide des taux d'intérêt sur les marchés européens de la construction de logements neufs dans cinq grands pays européens (Allemagne, Espagne, France, Italie et Royaume-Uni). Après avoir décrit les évolutions récentes des conditions de crédit, de la situation du secteur

de la construction et de l'investissement des ménages dans ces pays européens, nous présenterons une modélisation du comportement d'investissement des ménages ainsi que des prix de l'immobilier pour ces pays. Ces modèles, basés sur des données macroéconomiques, seront estimés séparément et en panel. Enfin nous proposerons une estimation de l'impact des taux d'intérêt sur les décisions d'investissement en logements des ménages et sur l'évolution des prix de l'immobilier dans ces différents pays européens.

1. Un durcissement brutal des conditions de crédit

L'évolution des taux d'intérêt annuels des prêts immobiliers met en évidence plusieurs phases distinctes, marquées par les changements d'orientation de la politique monétaire et les chocs économiques au cours des deux dernières décennies.

Dans les années 2000, on observe une tendance générale à la baisse des taux d'intérêt dans tous les pays étudiés. Cette diminution s'accroît particulièrement à partir de la crise financière de 2008, lorsque les banques centrales adoptent des politiques monétaires accommodantes pour soutenir l'économie. De 2009 à 2014, les taux d'intérêt des prêts immobiliers poursuivent leur baisse avant de se stabiliser à des niveaux historiquement bas entre 2015 et 2021.

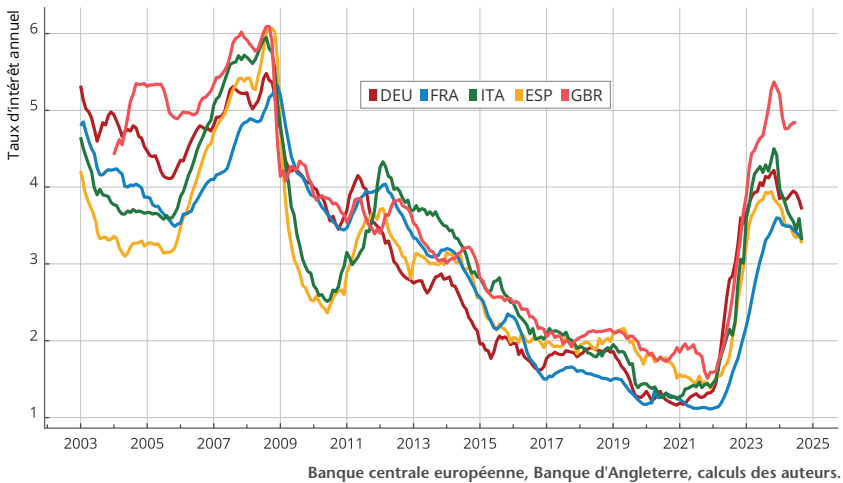
À partir de 2022, une forte remontée des taux d'intérêt à l'habitat s'amorce dans tous les pays, en réponse aux pressions inflationnistes accrues, notamment post-crise énergétique (OFCE, 2024). Les banques centrales resserrent alors leurs politiques monétaires pour contenir l'inflation. Cette hausse rapide des taux est particulièrement visible en 2023 et 2024, ce qui marque un tournant significatif après une décennie de faibles taux.

Des différences subsistent cependant entre les pays. L'Allemagne et l'Espagne suivent des trajectoires similaires, avec des hausses marquées après 2021, bien que l'Espagne montre parfois une plus grande volatilité dans ses taux de crédit à l'habitat (graphique 1). En France, la courbe est plus stable et lisse, reflétant peut-être des conditions de marché moins sujettes aux variations extrêmes, bien que l'augmentation récente soit également marquée. L'Italie, quant à elle, a souvent enregistré des taux plus élevés, notamment autour de 2007-2008, avant de se rapprocher des niveaux des autres pays après la crise de la zone euro. Le Royaume-Uni, enfin, se distingue par des taux souvent

plus élevés avant 2008. La hausse des taux depuis 2021 y est également plus prononcée, suivant la tendance générale.

Cette hausse rapide des taux d'intérêt s'est traduite par une contraction sans précédent des volumes de crédits à l'habitat distribués (Banque de France, 2024). Il est tout de même à noter que cette forte contraction du volume de crédits distribués fait suite à une période de dynamisme sans précédent. Au cours de l'année 2021, les banques françaises et allemandes distribuaient en moyenne 25 % de plus de crédits à l'habitat qu'en 2019.

Graphique 1. Taux d'intérêt des crédits à l'habitat

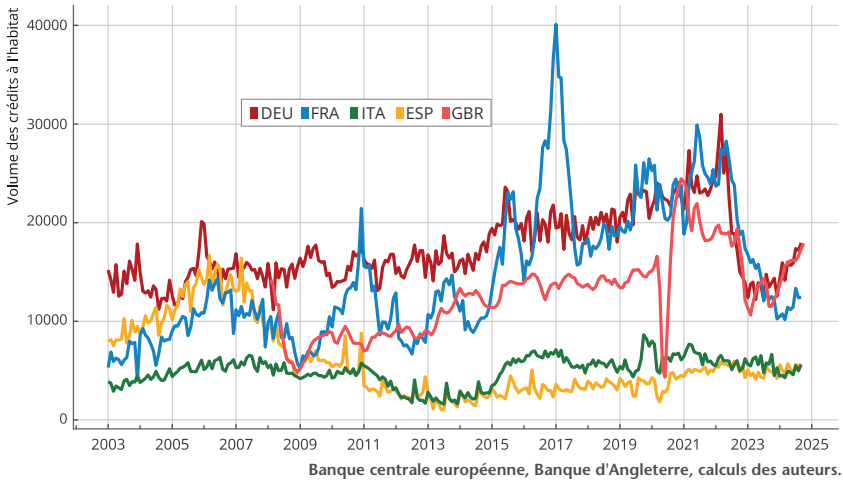


En Italie et en Espagne, le volume des nouveaux crédits à l'habitat ont été très stables au cours des dernières années. Dans ces pays, la remontée des taux n'a semble-t-il eu que peu d'effet sur les crédits à l'habitat distribué (graphique 2). Il est à noter que les ménages européens s'endettent de plus en plus à taux fixe pour l'achat immobilier. Cette tendance, observable sur longue période, s'est accélérée avec la remontée des taux d'intérêt. *A contrario*, la baisse récente s'est traduite en France, en Allemagne et au Royaume-Uni par une remontée tout aussi rapide des volumes de crédits à l'habitat accordés.

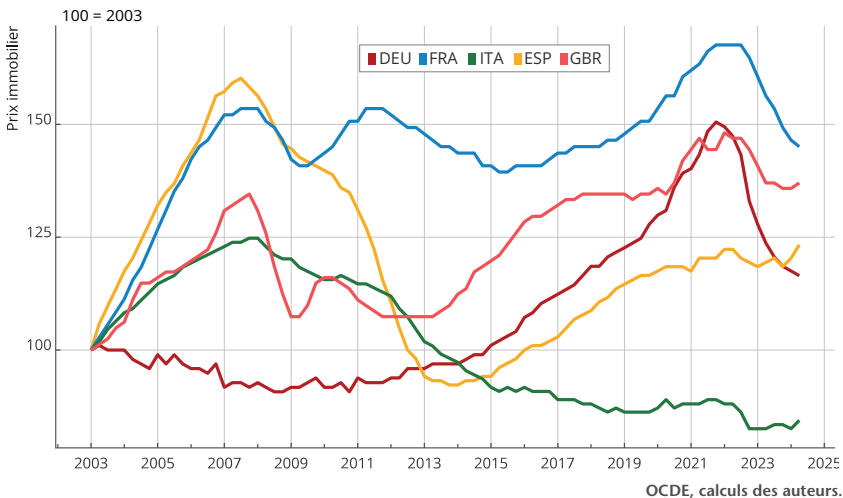
En impactant négativement, et fortement, la demande de logements à l'accession, la hausse des taux a contribué à la baisse des prix immobilier corrigés de l'évolution de l'indice des prix à la consommation (Blot et Labondance, 2013). Alors que ces derniers se sont

stabilisés en Espagne et ont relativement peu baissé en Italie malgré une inflation importante, les prix de l'immobilier réels (graphique 3) se sont fortement ajustés en Allemagne (-22,6 % entre début 2022 et mi-2024), en France (-13,4 %) et au Royaume-Uni (-7,5 %), pays où les baisses du volume de crédits à l'habitat accordés aux ménages ont été les plus importantes.

Graphique 2. Volume des crédits à l'habitat accordés aux ménages (flux, en millions d'euros constants)



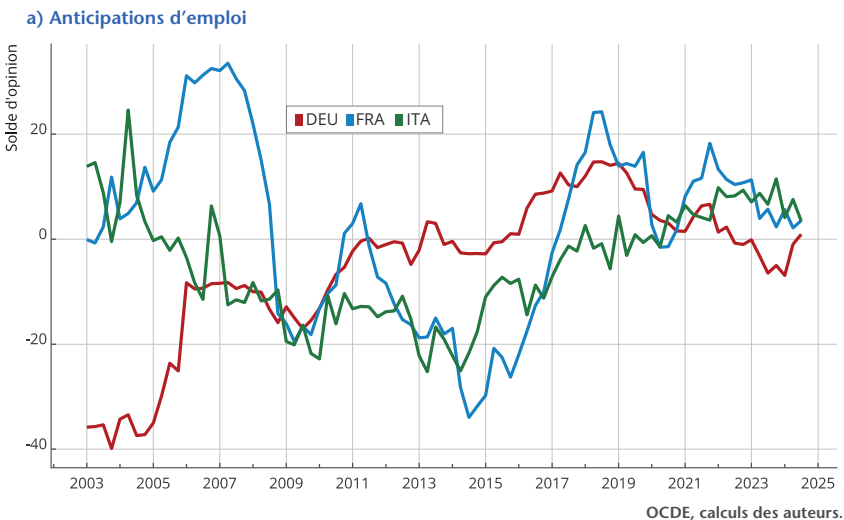
Graphique 3. Évolution des prix immobiliers, déflatés des prix à la consommation



Si l'emploi dans le secteur de la construction s'est pour l'instant plutôt bien maintenu, les enquêtes de conjoncture du secteur laissent tout de même craindre un ajustement marqué à venir (graphique 4). En effet, les anticipations d'emploi fournies par les professionnels du secteur tendent à se dégrader notamment en Allemagne. En cause, selon ces professionnels, une demande toujours atone et des carnets de commande à des niveaux très bas en particulier en Allemagne et en France. À l'image des indicateurs précédents, l'Italie et l'Espagne semblent quant à eux plutôt mieux tirer leur épingle du jeu.

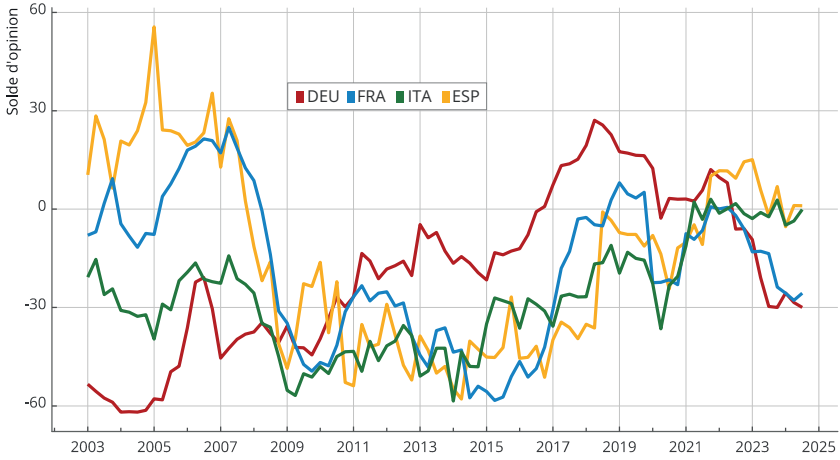
À la question de savoir quels sont selon eux les principaux freins à la production, les professionnels du secteur du bâtiment européen citent en majorité la demande et le financement. En France, alors qu'environ 20 % des chefs d'entreprise citaient « la demande des ménages » comme freins à la production en 2019, ils étaient plus d'un tiers à le faire début 2024, des chiffres proches de ceux observés au cours de la crise sanitaire. En Allemagne, cette proportion dépassait début 2024 les 40 % alors qu'elle était de 7 % en 2019. Même en Espagne, la solvabilisation de la demande semble au cœur des préoccupations des acteurs du secteur. L'Italie, quant à elle, a pu compter sur la mise en place de dispositifs publics importants et voit les freins liés à la demande continuer à se résorber.

Graphique 4. Éléments conjoncturels dans la construction

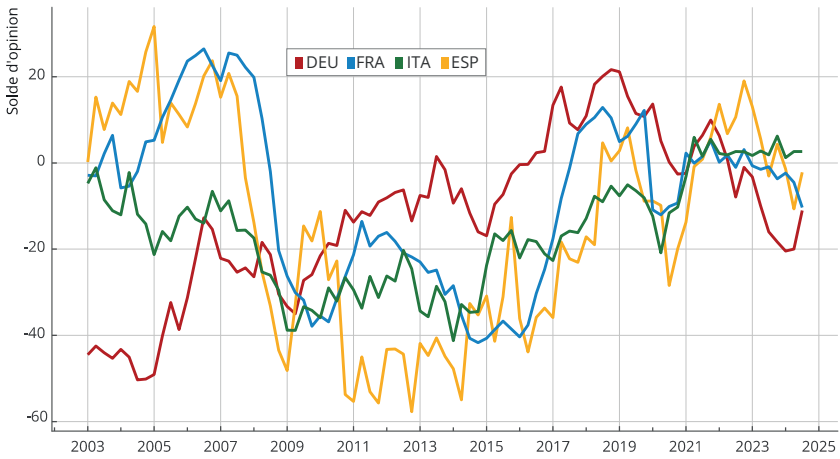


Graphique 4. Éléments conjoncturels dans la construction

b) Carnets de commande



c) Indices de confiance



OCDE, calculs des auteurs.

2. Les déterminants de l'investissement logement des ménages

L'ajustement rapide des marchés immobiliers européens a eu des conséquences sur le marché du logement neuf et notamment sur l'investissement en logement des ménages (graphique 5). Ce dernier comprend (DG Trésor, 2017) :

- la construction de logements neufs (appartements et maisons) ;
- les dépenses d'entretien-amélioration des logements existants pour environ la moitié en France par exemple ;
- les frais liés aux acquisitions dans le neuf et dans l'ancien (droits de mutation, d'architecte...)¹.

Au niveau microéconomique, le revenu courant du ménage est un déterminant clé de la décision d'acquérir un logement neuf. Cependant, les anticipations de revenus futurs jouent également un rôle crucial. Si un ménage anticipe une baisse de son revenu futur ou une incertitude accrue concernant ses perspectives de revenu, il aura tendance à reporter ou annuler ses projets immobiliers. Cette incertitude peut être mesurée par des variables fortement corrélées au cycle économique, telles que l'emploi, le taux de chômage ou l'indicateur de confiance des ménages.

De plus, la majorité des acquisitions immobilières sont financées par emprunt. Par conséquent, les conditions de financement, en particulier le taux d'intérêt des prêts immobiliers et la durée des emprunts, jouent un rôle déterminant dans la capacité d'endettement des ménages souhaitant acquérir un logement².

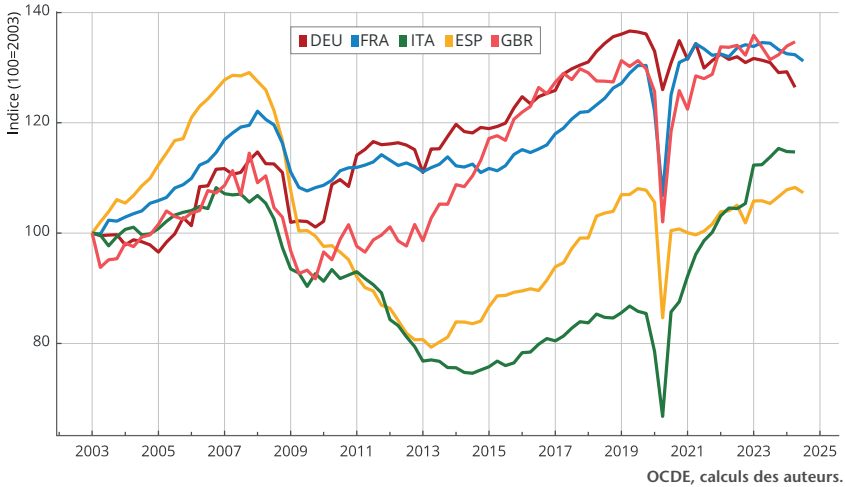
Les prix immobiliers influencent bien évidemment l'achat immobilier. Si une augmentation des prix augmente le coût d'acquisition d'un logement neuf et peut donc réduire la demande, l'anticipation par les ménages d'une poursuite de la hausse des prix peut inciter à investir. Les ménages peuvent choisir d'avancer leurs projets immobiliers avant

1. En France, à titre d'exemple, la construction de logements neufs représente environ 30 % de l'investissement des ménages mais près des 2/3 de ses fluctuations, les dépenses d'entretien-amélioration représentent environ la moitié de l'investissement des ménages et les frais liés aux acquisitions pèsent pour 20 % (DG Trésor, 2017).

2. Rappelons que l'investissement brut (FBCF) en logements des ménages reflète principalement la dynamique de la construction immobilière, augmentée des travaux de rénovation des logements anciens, alors que le volume de crédits immobiliers reflète l'ensemble des transactions immobilières non financées par des ressources propres.

que les prix ne deviennent trop élevés. De plus, les perspectives de réalisation de plus-values peuvent encourager la décision d'investissement.

Graphique 5. Évolution de l'investissement en logement des ménages (flux brut)



La demande de logements dépend également des évolutions démographiques. Elle est liée à l'évolution du nombre de ménages, qui reflète à la fois la croissance de la population et l'évolution de la taille des ménages. Les évolutions de la structure démographique, comme la variation de la part des 30-59 ans dans la population, peuvent également influencer la demande de logements.

Enfin, les dispositifs réglementaires et financiers peuvent aussi influencer les décisions d'investissement. Ces dispositifs comprennent les normes qui ont un impact sur le coût de construction d'un logement, les dispositifs financiers ou fiscaux de soutien à la demande de logements, et les mesures visant à accroître l'offre de logement.

Le modèle d'investissement des ménages et des prix de l'immobilier

À l'instar des modèles macroéconométriques (Mésange (Bardaji *et al.*, 2017), *emod.fr* (Chauvin *et al.*, 2002)...), la formulation retenue ici pour nos équations économétriques modélisant le comportement d'investissement des ménages est celle d'un modèle à correction d'erreur (MCE), dont la relations de long terme intègre les présupposés théoriques sous-jacents au modèle (BCE, 2009 ; Battistini *et al.*, 2023 ;

Battistini et Gareis, 2024 ; Beyer *et al.*, 2024). Dès lors, le modèle se comporte à long terme selon un cadre théorique spécifique, lui conférant un contenu structurel et se révélant pertinent pour analyser l'impact de long terme des variantes.

La FBCF des ménages représente en valeur entre 7 % et 10 % de leur revenu disponible brut et dépend du cycle économique mais avec une composante propre liée au marché de l'immobilier.

Modélisation de l'évolution de l'investissement des ménages

$$\begin{aligned} \Delta im_t = & -\gamma_I(im_{t-1} - rb_{t-1} - \sigma_I r_{I,t-1} - \beta_I(p_{im,t-1} - p_{c,t-1}) + \alpha_I p_{I,t-1}) \\ & + \kappa_I \sum_{j=1} \Delta im_{t-j} + \tau_I \sum_{j=0} \Delta rb_{t-j} + v_I \sum_{j=0} \Delta(p_{im,t-j} - p_{c,t-j}) \\ & + \phi_I \sum_{j=0} \Delta p_{I,t-j} + \delta_I \sum_{j=0} \Delta R_{I,t-j} + \tau_P \sum_{j=0} \Delta pop_{t-j} + \omega_I + \varepsilon_{I_t} \end{aligned}$$

Modélisation de l'évolution des prix immobiliers

$$\begin{aligned} \Delta p_{I_t} = & -\gamma_P(p_{I,t-1} - \sigma_P r_{I,t-1} + \alpha_P im_{t-1} + \rho_P perm_{t-1}) \\ & + \kappa_P \sum_{j=1} \Delta p_{I,t-j} + \tau_P \sum_{j=0} \Delta pop_{t-j} + \phi_P \sum_{j=0} \Delta im_{t-j} \\ & + \delta_P \sum_{j=0} \Delta R_{I,t-j} + v_I \sum_{j=0} \Delta p_{x,t-j} + \omega_P + \varepsilon_{p_t} \end{aligned}$$

où im représente l'investissement des ménages en volume (en log), rb le revenu disponible des ménages réel (en log), p_{im} le déflateur de l'investissement des ménages (en log), p_c le déflateur du revenu disponible des ménages (en log), R_I les taux d'intérêt à l'habitat (en niveau), p_I les prix de l'immobilier déflatés des prix à la consommation (diff de log), pop la population (en log), p_x l'IPCH (en log), $perm$ le nombre de permis de construire émis au cours des 12 derniers mois (en log).

Résultats des estimations sur l'investissement des ménages pour les modèles pays

Les résultats de l'estimation sur données trimestrielles entre 2000T1 et 2024T2 de l'équation d'investissement des ménages révèlent des dynamiques de court et de long terme distinctes entre les cinq pays étudiés : la France, l'Allemagne, l'Italie, l'Espagne et le Royaume-Uni (tableau 1).

Tableau 1. Résultats des estimations de l'équation...

... a) d'investissement des ménages

| | FRA | DEU | ITA | ESP | GBR |
|------------------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|----------------------|
| ω_I | 0,34*** (3,24) | 0,44*** (-2,98) | -1,96*** (-4,69) | 0,53** (2,07) | -4,87*** (-11,41) |
| Force de rappel | -0,16*** (-5,16) | -0,09** (-3,94) | -0,18*** (-5,36) | -0,12* (-3,01) | -0,72*** (-13,51) |
| Coefficients de long terme | | | | | |
| rb_{t-1} | 1 (C) | 1 (C) | 1 (C) | 1 (C) | 1 (C) |
| $R_{I_{t-1}}$ | -0,06*** (-5,17) | -0,19*** (-3,31) | -0,29*** (-3,77) | -0,23*** (-2,90) | -0,11*** (-5,26) |
| $p_{I_{t-1}}$ | 0,58*** (5,04) | NS — | 1,83*** (4,15) | — — | 0,86*** (-9,67) |
| $p_{im_{t-1}} - p_{rb_{t-1}}$ | -6,13*** (-6,08) | -0,54*** (-2,87) | NS — | — — | NS — |
| Coefficients de court terme | | | | | |
| Δim_{t-1} | Oui | Oui | | Oui | Oui |
| $\Delta p_{I_{t-1}}$ | Oui | | Oui | Oui | Oui |
| Δrb_t | | Oui | Oui | Oui | |
| Δpx_t | | | Oui | Oui | |
| $\Delta p_{im_{t-1}}$ | | | Oui | | Oui |
| Δpop_{t-1} | | | Oui | | |
| $\Delta R_{I_{t-1}}$ | | | Oui | | |
| Statistiques | | | | | |
| Période estimation | 2000t2- 2024t2 | 2000t2- 2024t2 | 2002t2- 2024t2 | 2004t1- 2024t2 | 2010t1- 2024t2 |
| R ² | 0,92 | 0,37 | 0,73 | 0,92 | 0,90 |
| SSR | 0,007 | 0,035 | 0,079 | 0,011 | 0,055 |
| SER | 0,009 | 0,020 | 0,033 | 0,014 | 0,033 |
| LM(4) | 1,40 [p>0,24] | 1,48 [p>0,22] | 1,75 [p>0,14] | ar(1) | ar(1) |
| ARCH(4) | 1,53 [p>0,20] | 1,52 [p>0,20] | 0,28 [p>0,89] | 1,52 [p>0,21] | 0,64 [p>0,63] |
| Jarque-Bera | 1,08 [p>0,58] | 3,15 [p>0,20] | 0,98 [p>0,60] | 0,76 [p>0,68] | 0,40 [p>0,82] |

Comptabilité nationale, calculs des auteurs.

Note: Statistique du t de Student entre parenthèses. Pour la force de rappel, nous utilisons les tables de Ericsson et MacKinnon (2002). * $p < 0,10$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$. Tous les paramètres estimés ne sont pas reportés par souci de parcimonie.

Tableau 1. Résultats des estimations de l'équation...

... b) de prix immobilier

| | FRA | DEU | ITA | ESP | GBR |
|------------------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| ω_P | 0,49*** (3,40) | -5,64* (-2,53) | -0,65*** (-2,89) | 0,15** (2,28) | 0,15** (2,28) |
| Force de rappel | -0,10** (-3,40) | -0,10* (-3,26) | -0,03** (-3,18) | -0,04*** (-4,69) | -0,03* (-3,19) |
| Coefficients de long terme | | | | | |
| $R_{I_{t-1}}$ | -0,16*** (-5,90) | -0,02*** (-2,69) | -0,03** (-2,23) | 0,08** (-2,23) | -0,07*** (-2,89) |
| im_{t-1} | NS — | 0,58** (2,31) | NS — | NS — | NS — |
| pop_{t-1} | NS — | 4,96** (2,44) | NS — | NS — | NS — |
| $perm_{t-1}$ | NS — | NS — | NS — | 0,18*** (2,90) | NS — |
| Coefficients de court terme | | | | | |
| Δim_{t-1} | Oui | Oui | | Oui | Oui |
| Δp_{t-1} | Oui | | Oui | Oui | Oui |
| Δrb_t | | | Oui | Oui | |
| Δpx_t | Oui | Oui | Oui | Oui | Oui |
| Δpop_t | Oui | | Oui | | |
| Statistiques | | | | | |
| Période estimation | 2000t2- 2024t2 | 2001t3- 2024t2 | 2002t2- 2024t1 | 2001t2- 2024t1 | 2004t2- 2024t1 |
| R ² | 0,88 | 0,72 | 0,82 | 0,83 | 0,66 |
| SSR | 0,003 | 0,008 | 0,002 | 0,007 | 0,010 |
| SER | 0,005 | 0,010 | 0,006 | 0,009 | 0,010 |
| LM(4) | ar(1) — | 0,27 [p>0,90] | 0,93 [p>0,45] | 0,60 [p>0,66] | 1,11 [p>0,36] |
| ARCH(4) | 0,15 [p>0,96] | 0,41 [p>0,80] | 0,87 [p>0,48] | 0,48 [p>0,75] | 0,45 [p>0,77] |
| Jarque-Bera | 1,51 [p>0,47] | 4,03 [p>0,13] | 0,32 [p>0,85] | 0,003 [p>0,98] | 0,25 [p>0,88] |

Comptabilité nationale, calculs des auteurs.

Note: Statistique du t de Student entre parenthèses. Pour la force de rappel, nous utilisons les tables de Ericsson et MacKinnon (2002). * $p < 0,10$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$. Tous les paramètres estimés ne sont pas reportés par souci de parcimonie.

Le coefficient de force de rappel, indicatif de la vitesse de retour à l'équilibre de long terme, est significatif et négatif pour tous les pays. Cependant, son ampleur varie : il est particulièrement élevé pour le Royaume-Uni (-0,72) et plus modéré pour l'Allemagne (-0,09) et l'Espagne (-0,12). Cela signifie que l'investissement en logement au Royaume-Uni retourne plus rapidement à l'équilibre de long terme après une déviation alors que cela n'est pas le cas dans les autres pays.

Si pour tous les pays, une indexation unitaire de l'investissement des ménages (*im*) au revenu disponible réel (*rb*) est imposé, les autres coefficients associés aux variables explicatives dans la relation de long terme montrent des sensibilités variées au sein des pays étudiés.

Les taux d'intérêt immobiliers passés (R_t) jouent un rôle déterminant dans l'investissement des ménages, bien que l'ampleur de cet effet varie sensiblement d'un pays à l'autre, reflétant des sensibilités nationales au coût du crédit immobilier.

En France, bien que l'effet des taux d'intérêt sur l'investissement des ménages soit significatif, il reste modéré avec un coefficient de -0,06, ce qui indique que l'augmentation des taux réduit la demande d'investissement mais de manière relativement limitée. Cela suggère que les ménages français pourraient bénéficier de mécanismes de soutien financier ou d'une structure de marché qui amortit les effets des fluctuations des taux d'intérêt.

En Allemagne, l'impact des taux d'intérêt est plus prononcé, avec un coefficient de -0,19. En comparaison avec la France, l'effet des hausses de taux y est plus marqué, suggérant que les ménages allemands sont plus réactifs aux coûts d'emprunt. L'Italie se distingue par la sensibilité la plus forte parmi les pays étudiés, avec un coefficient de -0,29. Les ménages italiens semblent particulièrement vulnérables aux hausses des taux d'intérêt, ce qui peut refléter une forte dépendance au crédit immobilier et une capacité plus limitée à absorber les hausses de coûts de financement. Cette réaction marquée peut également être liée à des contraintes économiques structurelles ou à une réticence plus grande à s'endetter lorsque les coûts d'emprunt augmentent.

En Espagne, avec un coefficient de -0,23, la sensibilité des ménages aux variations des taux d'intérêt est également importante, bien que légèrement inférieure à celle observée en Italie. Les ménages espagnols, ayant connu une crise immobilière majeure durant les années 2008-2010, pourraient avoir développé une sensibilité accrue

aux fluctuations des taux, influencée par la volatilité du marché et la dépendance au crédit pour financer l'acquisition de logements.

Au Royaume-Uni, l'effet des taux d'intérêt sur l'investissement des ménages, bien que significatif avec un coefficient de $-0,11$, reste modéré. Ce résultat peut s'expliquer par une plus grande flexibilité des structures de financement ou par des mécanismes de soutien au marché immobilier qui réduisent l'impact des hausses de taux d'intérêt sur l'investissement des ménages.

Le prix de l'immobilier (p_i) influence positivement et à long terme l'investissement en logement pour la France, l'Italie et le Royaume-Uni, mais cet effet est inexistant pour l'Allemagne. Le ratio entre le déflateur de l'investissement des ménages et celui de la consommation (p_{im}/p_c) a un effet négatif et significatif en France et en Allemagne, suggérant que l'investissement logement est sensible aux changements dans les prix relatifs.

Les coefficients de court terme montrent que l'ajustement à court terme de l'investissement logement varie largement entre les pays.

Les changements de l'investissement en logement de la période précédente influencent significativement l'investissement actuel en France, en Allemagne, en Espagne et au Royaume-Uni, rendant compte de l'inertie des dépenses effectuées.

La variation des prix immobiliers affecte l'investissement dans tous les pays à l'exception de l'Allemagne, tandis que le taux de chômage et l'inflation ont un impact seulement dans certains pays (notamment l'Italie et l'Espagne) et que l'évolution du revenu disponible réel des ménages affecte significativement l'investissement logement en Allemagne, en Italie et en Espagne.

Les statistiques de diagnostic indiquent un ajustement global satisfaisant du modèle pour l'ensemble des pays. Les coefficients de détermination (R^2) montrent une forte explicabilité en France (0,92), en Espagne (0,92) et au Royaume-Uni (0,90), alors que les valeurs sont plus modestes pour l'Allemagne (0,37) et l'Italie (0,73). Ces régressions ont toutes des propriétés statistiques satisfaisantes. Les tests LM conduisent au rejet de l'hypothèse d'autocorrélation des résidus des équations. Ces résidus sont homoscédastiques au regard du test ARCH. Enfin, selon le test de Jarque-Bera, les résidus des équations suivent une loi normale.

Résultats des estimations sur les prix immobiliers des ménages pour les modèles pays

Par ailleurs, nous estimons une équation de prix immobilier (tableau 1) pour chacun des cinq pays étudiés. La force de rappel est relativement plus élevée en France et en Allemagne (-0,10) qu'en Italie, en Espagne et au Royaume-Uni (-0,03 à -0,04), ce qui suggère un ajustement plus lent des prix immobiliers vers leur niveau d'équilibre dans ces trois derniers pays.

En France, l'effet des taux d'intérêt à l'habitat (R_i) sur les prix immobiliers est particulièrement prononcé avec un coefficient de -0,16, signifiant qu'une hausse des taux d'intérêt entraîne une baisse sensible des prix immobiliers. Cette forte élasticité suggère que le marché français est particulièrement réactif aux changements de coût de financement, les taux influençant directement la capacité des ménages à investir dans l'immobilier. Dans les autres pays étudiés, l'impact est plus modéré mais demeure légèrement significatif. Cela pourrait s'expliquer par une moindre dépendance des ménages aux financements hypothécaires. Les autres coefficients associés aux variables explicatives de la relation de long terme révèlent certaines spécificités. C'est le cas notamment de la population (pop) qui n'est significative qu'en Allemagne, où une hausse de la population a un effet positif important sur les prix immobiliers (coefficient de 4,96), et des permis de construire ($perm$) en Espagne (voir Lajer Baron *et al.*, 2024).

Les coefficients de court terme montrent que les ajustements immédiats des prix immobiliers aux changements de diverses variables économiques diffèrent également d'un pays à l'autre. L'impact de la variation de l'investissement des ménages est significatif dans la majorité des pays, ce qui reflète une relation de rétroaction où l'investissement des ménages influence ces prix à court terme. Les variations de l'inflation ont un effet significatif et positif sur les prix de l'immobilier dans tous les pays, suggérant que des hausses de l'inflation stimulent temporairement ces prix. Le taux de croissance de la population a un effet significatif en France et en Italie, indiquant que la croissance démographique pourrait également exercer une pression sur les prix à court terme.

Les statistiques de diagnostic montrent une qualité d'ajustement globalement bonne. Les coefficients de détermination (R^2) sont particulièrement élevés pour la France (0,88), l'Italie (0,82) et l'Espagne (0,83), tandis que l'Allemagne et le Royaume-Uni présentent des

valeurs de R^2 légèrement plus basses (0,72 et 0,66 respectivement), reflétant peut-être des marchés immobiliers moins prévisibles ou influencés par des facteurs non modélisés.

Les tests de dépendance sérielle (LM) et d'hétéroscédasticité conditionnelle (ARCH) ne montrent pas de signes de problèmes d'autocorrélation des résidus ou de volatilité conditionnelle significative, ce qui suggère que les modèles sont bien spécifiés. Les tests de normalité des résidus (Jarque-Bera) indiquent également une distribution des résidus qui suit une loi normale pour la plupart des pays.

Estimations en panel

Nous estimons³ dans un second temps une équation d'investissement logement des ménages ainsi que des prix immobiliers en panel pour les cinq pays. Les estimations en panel permettent d'examiner les déterminants de l'investissement logement des ménages et des prix de l'immobilier de manière plus globale, en tenant compte des effets fixes spécifiques à chaque pays et période. Ces résultats révèlent des dynamiques communes et des relations de long terme pour les cinq pays étudiés, tout en mettant en lumière des ajustements spécifiques à court terme.

Dans les deux modèles (investissement logement et prix de l'immobilier), la force de rappel est significative et négative, ce qui suggère un retour à l'équilibre après des chocs. La force de rappel est plus élevée dans le modèle d'investissement logement (-0,12) par rapport au modèle de prix de l'immobilier (-0,04), indiquant un ajustement plus rapide de l'investissement logement à son niveau d'équilibre de long terme.

Dans le modèle d'investissement logement, le prix immobilier a un effet positif et significatif sur l'investissement (0,82), suggérant que des prix immobiliers élevés incitent les ménages à investir davantage. Le rapport des prix entre l'investissement des ménages et le prix du revenu disponible brut des ménages a un effet significatif et négatif (-1,42) sur l'investissement, indiquant que des coûts relatifs élevés de l'investissement immobilier découragent les ménages.

3. À l'instar des estimations précédentes, il est supposé une indexation unitaire de l'investissement des ménages au revenu disponible.

Dans le modèle des prix immobiliers, l'investissement des ménages a un effet positif significatif (0,58) à long terme contrairement aux taux d'intérêts.

Tableau 2. Résultats des estimations de l'équation...

| ... a) d'investissement des ménages | | ... b) de prix immobilier | |
|-------------------------------------|---------------------|-----------------------------------|---------------------|
| ω_I | -0,23*** (1,48) | ω_P | -0,037 (-0,59) |
| Force de rappel | -0,12*** (-5,61) | Force de rappel | -0,04*** (-4,78) |
| Coefficients de long terme | | Coefficients de long terme | |
| $R_{I_{i,t-1}}$ | -0,09*** (-4,88) | $R_{I_{i,t-1}}$ | -0,12** (-3,17) |
| $\log(p_{I_{i,t-1}})$ | 0,82*** (-2,72) | $im_{i,t-1}$ | 0,58*** (3,89) |
| $pim_{i,t-1} - prb_{i,t-1}$ | -1,42*** (-3,58) | | |
| Coefficients spécifiques | | Coefficients spécifiques | |
| $\Delta r_{i,t}$ | Oui | $\Delta p_{x_{i,t}}$ | Oui |
| $\Delta p_{x_{i,t}}$ | Oui | $\Delta pop_{i,t}$ | Oui |
| $\Delta pop_{i,t}$ | Oui | $\Delta p_{I_{i,t-1}}$ | Oui |
| $I_{i,t-1}$ | Oui | | |
| $\Delta p_{I_{i,t-1}}$ | — | | |
| Effets fixes | | Effets fixes | |
| Par pays | Oui | Par pays | Oui |
| Par période | Oui | Par période | Oui |
| Statistiques | | Statistiques | |
| Nombre de pays | 5 | Nombre de pays | 5 |
| Période estimation | 2004t2-2024t2 | Période estimation | 2004t2-2024t2 |
| Nombre d'observations | 405 | Nombre d'observations | 400 |
| R ² | 0,62 | R ² | 0,70 |
| SER | 0,036 | SER | 0,010 |

Comptabilité nationale, calculs des auteurs.

Note: Statistique du t de Student entre parenthèses. Pour la force de rappel, nous utilisons les tables de Ericsson et MacKinnon (2002). * $p < 0,10$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$. Tous les paramètres estimés ne sont pas reportés par souci de parcimonie.

Le taux de croissance du revenu réel des ménages influence significativement l'investissement des ménages à court terme. L'inflation a un effet positif et significatif dans les deux modèles, ce qui suggère que les hausses de l'inflation engendrent des augmentations des prix immobiliers et de l'investissement à court terme. La croissance de la population est également significative dans les deux modèles, montrant que l'augmentation démographique influence positivement la demande immobilière et, par extension, les prix et les investissements. Enfin, la variation des prix immobiliers passés est un déterminant à court terme, soulignant une certaine inertie des prix.

Les modèles en panel prennent en compte des effets fixes par pays et par période, permettant de contrôler les différences structurelles entre les pays et les évolutions macroéconomiques propres à certaines périodes (tableau 2). Ces effets fixes contribuent à mieux isoler les effets spécifiques des variables explicatives sur les prix de l'immobilier et l'investissement.

Les coefficients de détermination (R^2) indiquent un ajustement correct des modèles, avec une variance expliquée de 62 % pour le modèle d'investissement et de 70 % pour le modèle des prix immobiliers. Le SER (erreur standard des résidus) est plus faible dans le modèle des prix de l'immobilier (0,010), indiquant une précision plus élevée des prévisions de ce modèle par rapport à celui de l'investissement (0,036).

3. Quel impact de la hausse des taux sur l'investissement des ménages ?

Dans cette section nous simulons l'incidence de la hausse des taux d'intérêt observée depuis 2022 sur l'investissement des ménages (graphique 6a) et les prix de l'immobilier (graphique 6b) à l'aide des deux équations estimées en panel⁴. Les chocs simulés sont représentés graphiquement en annexe 1. Dans celle-ci, l'investissement des ménages (*respectivement les prix de l'immobilier*) étant dépendant des taux d'intérêt et des prix de l'immobilier (*respectivement de l'investissement des ménages*), deux effets des taux d'intérêt sur l'investissement des ménages seront mis en avant :

- le premier est un **effet direct** des taux d'intérêt sur l'investissement des ménages (*respectivement les prix de l'immobilier*) ;

4. Ce choix est dû à des forces de rappel issues des estimations par pays parfois faiblement significatives ou excessivement fortes. Toutefois, les simulations mobilisant les équations pays sont reportés en annexe 2.

- le second est un **effet indirect** via l'incidence des taux sur les prix de l'immobilier (*respectivement de l'investissement des ménages*).

En Allemagne, l'investissement des ménages a été particulièrement affecté par la hausse des taux d'intérêt, dont l'**effet direct** a réduit les volumes de 12,7 points, aggravé par un **impact indirect** lié au recul des prix immobiliers induit par cette hausse de taux (-2,1 points). Sans cette augmentation des taux, l'investissement des ménages aurait vraisemblablement progressé, porté par des facteurs économiques favorables estimés à 4,1 points.

En France, la hausse des taux a aussi freiné l'investissement des ménages, entraînant une contraction de 8,6 points (**effet direct**), l'**effet indirect** via la baisse des prix immobiliers a également contribué négativement à ces évolutions (-1,2 point). Il est tout de même à noter que la France est le seul pays étudié pour lequel nous estimons que l'investissement des ménages aurait baissé même sans la hausse des taux d'intérêt, signe que le marché immobilier neuf y est confronté à d'autres difficultés que la seule contraction du marché du crédit.

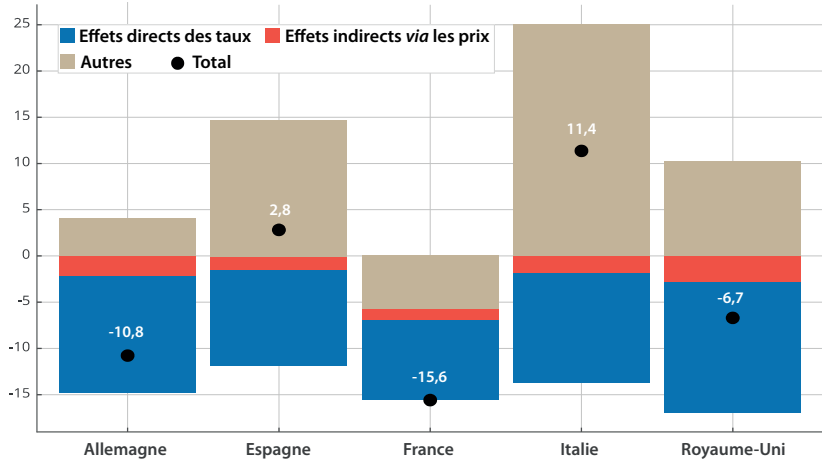
Au Royaume-Uni, bien que l'impact de la hausse des taux soit également présent (-14,1 points d'**effet direct** et -2,8 points d'**effet indirect**), les effets positifs d'autres facteurs ont partiellement amorti ce choc, limitant la baisse de l'investissement à 6,7 points.

À l'inverse, l'Italie et l'Espagne ont vu l'investissement des ménages progresser malgré la hausse des taux d'intérêt. En Italie, des dynamiques favorables⁵ ont largement compensé l'impact négatif des taux (-13,7 points dont -11,8 points d'**effet direct**), contribuant à une croissance de 11,4 points de l'investissement. Ce schéma se retrouve en Espagne, à un degré moindre : bien que la hausse des taux ait réduit l'investissement des ménages de -11,8 points (dont -10,1 points d'**effet direct**), d'autres effets positifs ont permis une progression nette de 2,8 points.

5. Le superbonus pour la rénovation des bâtiments peut expliquer une grande partie de cette dynamique favorable. Initialement introduit en mai 2020 dans le cadre du « décret de relance » adopté à la suite de la pandémie de coronavirus pour relancer l'économie italienne, le superbonus permet aux propriétaires d'obtenir une prise en charge de 110 % des dépenses de rénovation par le gouvernement. Les ménages disposaient de trois options pour solliciter leur subvention. Premièrement, ils pouvaient déduire les coûts de rénovation de leur déclaration d'impôts sur une période de cinq ans. Deuxièmement, ils avaient la possibilité de demander à l'entrepreneur en bâtiment d'appliquer une remise sur leur facture, l'État prenant alors en charge le montant des rénovations. Enfin, la troisième option consistait à céder le crédit à une banque ou à un autre intermédiaire financier, qui se chargeait alors du paiement en leur nom. Depuis sa mise en œuvre ce sont ainsi 123 milliards d'euros (environ 5,7 points de PIB) qui ont été distribués aux ménages.

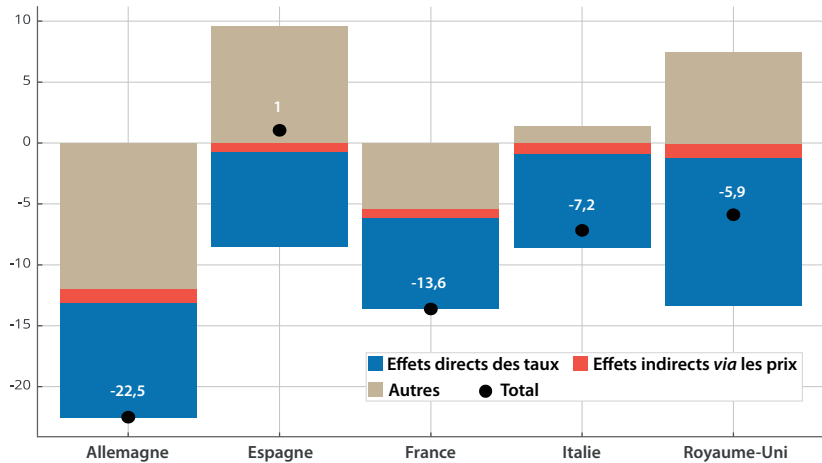
Graphique 6. Impact de la hausse des taux d'intérêt...

a) ... sur l'investissement des ménages



Lecture : Entre 2022 et 2024, l'investissement des ménages a baissé de 10,8 % en Allemagne. L'intégralité de cette baisse est attribuable à la hausse des taux d'intérêt.

B) ... sur les prix immobiliers



OCDE, Comptes nationaux, BCE, BOE, calculs des auteurs.

Lecture : Entre 2022 et 2024, les prix immobiliers déflatés des prix à la consommation ont baissé de 22,5 % en Allemagne dont 12 points sont attribuables à la hausse des taux d'intérêt.

Ainsi, bien que la hausse des taux ait globalement freiné l'investissement des ménages en Europe, les dynamiques propres à chaque pays expliquent des trajectoires contrastées.

La forte augmentation des taux d'intérêt au cours des dernières années a également eu un impact important sur les prix de l'immobilier. À l'instar de l'analyse sur l'investissement des ménages, nous pouvons utiliser nos équations estimées en panel afin d'évaluer l'influence de cette hausse sur les prix immobiliers, en distinguant, ici aussi, l'impact direct, l'impact indirect via l'investissement des ménages, et les autres effets ou erreurs de l'équation.

En France, l'**effet direct** de la hausse des taux d'intérêt a entraîné une diminution de 7,6 % des prix de l'immobilier. À cela s'ajoute un **effet indirect** de -0,7 %, lié à la baisse de l'investissement en logement des ménages induite par la hausse des taux, et une réduction additionnelle de 5,3 % due à d'**autres facteurs**. L'effet global de la hausse des taux sur les prix immobiliers en France est estimé à -13,6 % depuis 2022. Cela montre que le marché immobilier français a été fortement pénalisé par l'augmentation des coûts d'emprunt, ce qui a réduit la demande et a exercé une pression à la baisse sur les prix.

En Allemagne, l'**impact direct** de la hausse des taux est estimé à -9,3 %, tandis que l'**effet indirect**, à travers la réduction de l'investissement des ménages, ajoute une baisse supplémentaire de -1,2 %. Par ailleurs, d'autres effets contribuent à une baisse de 12 %, menant à un recul total des prix immobiliers de -22,5 % depuis 2022. Ce résultat signale une forte sensibilité du marché immobilier allemand aux fluctuations des taux d'intérêt, avec une baisse des prix supérieure à celle observée dans les autres pays étudiés. Au Royaume-Uni, l'**impact direct** des taux d'intérêt sur les prix immobiliers est plus marqué, atteignant -12,3 %. Cependant, d'autres effets ou erreurs de l'équation compensent partiellement cette baisse avec un ajustement positif de 7,5 %, ce qui limite le déclin total des prix immobiliers à -5,9 %. Cette résilience partielle peut être liée à des caractéristiques spécifiques du marché immobilier britannique, qui a su partiellement absorber le choc de la hausse des taux.

En Italie, la hausse des taux d'intérêt a généré une **diminution directe** de -7,9 % des prix immobiliers, avec un **effet indirect** relativement faible de -0,7 %. D'autres facteurs contribuent par ailleurs à une baisse supplémentaire de 0,7 %, portant la diminution globale des prix à -7,2 %. Par rapport à d'autres pays, le marché italien semble modérément sensible aux variations des taux d'intérêt, avec une baisse notable mais moins prononcée.

Enfin, en Espagne, l'**effet direct** de la hausse des taux sur les prix immobiliers s'élève à -7,9 %. Toutefois, les autres effets et erreurs de l'équation ont eu un impact positif significatif de 9,6 %, compensant ainsi l'impact de la hausse des taux et permettant aux prix de l'immobilier d'augmenter légèrement de +1,0 % depuis 2022. Ce résultat unique suggère que des dynamiques spécifiques au marché espagnol, comme par exemple la demande des non-résidents, des facteurs de demande locale ou encore des politiques publiques, ont contribué à maintenir les prix malgré la hausse des taux.

Références

- Banque de France, 2024, *Panorama des prêts à l'habitat des ménages – Juillet 2024*, 6 septembre, <https://www.banque-france.fr/fr/publications-et-statistiques/statistiques/panorama-des-prets-lhabitat-des-menages-juillet-2024>.
- Bardaji P. *et al.*, 2017, « Le modèle macroéconométrique Mésange : réestimation et nouveautés », Document de travail de la Direction des études et synthèses économiques, n° G 2017/04, <https://www.insee.fr/fr/statistiques/2848300>.
- Battistini N., S. Delle Chiaie et J. Gareis, 2023, « Monetary policy and housing investment in the euro area and the United States », *ECB Economic Bulletin*, n° 3/2023, https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/focus/2023/html/ecb.ebbox202303_01~97644cdc95.en.html.
- Battistini N. et J. Gareis, 2024, « Housing investment and the user cost of housing in the euro area », *ECB Economic Bulletin*, n° 3/2024, https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/focus/2024/html/ecb.ebbox202403_04~c293f1d1ae.en.html.
- BCE, 2009, « Housing finance in the euro zone », *Occasional Paper Series*, n° 101, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp101.pdf>.
- Beyer A. *et al.*, 2024, « Monetary policy pass-through to interest rates: Stylized facts from 30 European countries », *IMF Working Paper*, janvier, n° WP/24/9, <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WP/2024/English/wpica2024009-print-pdf.ashx>.
- Blot C. et Labondance F., 2013, « Politique monétaire unique, taux bancaires et prix immobiliers dans la zone euro », *Revue de l'OFCE*, n° 128, pp. 189-215, <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/9-128.pdf>.
- Chauvin V., G. Dupont, É. Heyer, M. Plane et X. Timbeau, 2002, « Le modèle France de l'OFCE. La nouvelle version : emod.fr », *Revue de l'OFCE*, n° 81, avril, <https://www.ofce.fr/pdf/revue/6-81.pdf>.

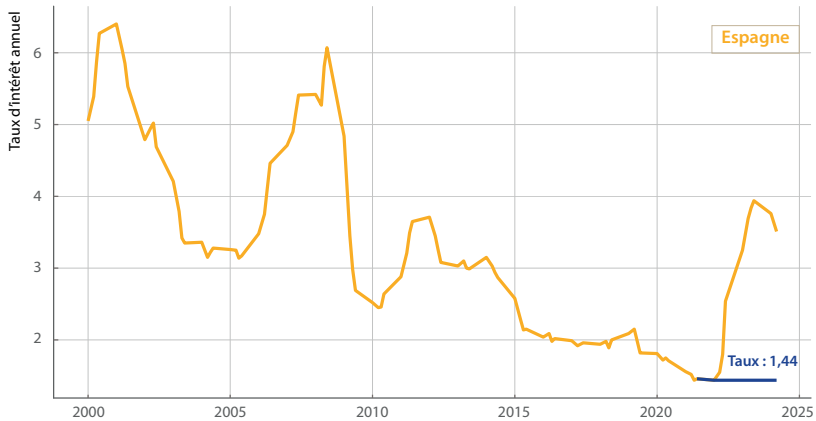
- DG Trésor, 2017, « Le redressement de l'investissement immobilier résidentiel est-il durable ? », *Trésor-Éco*, n° 201, juillet, <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/2017/07/11/tresor-eco-le-redressement-de-l-investissement-immobilier-residentiel-est-il-durable>.
- Ericsson N. et J. G. MacKinnon, 2002, « Distributions of error correction tests for cointegration », *The Econometrics Journal*, vol. 5, n° 2, pp. 285-318, <https://doi.org/10.1111/1368-423X.00085>.
- Lajer Baron A., D. López Rodríguez et L. San Juan, 2024, « El mercado de la vivienda residencial en espana: evolucion reciente y comparacion internacional », *Documentos Ocasionales*, n° 2433, <https://www.bde.es/f/webbe/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosOcasionales/24/Fich/do2433.pdf>.
- OFCE, 2024, « Passage de relais : perspectives 2024-2025 pour l'économie Mondiale », *OFCE Policy brief*, n° 136, octobre, <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/2-187OFCE.pdf>.

ANNEXES

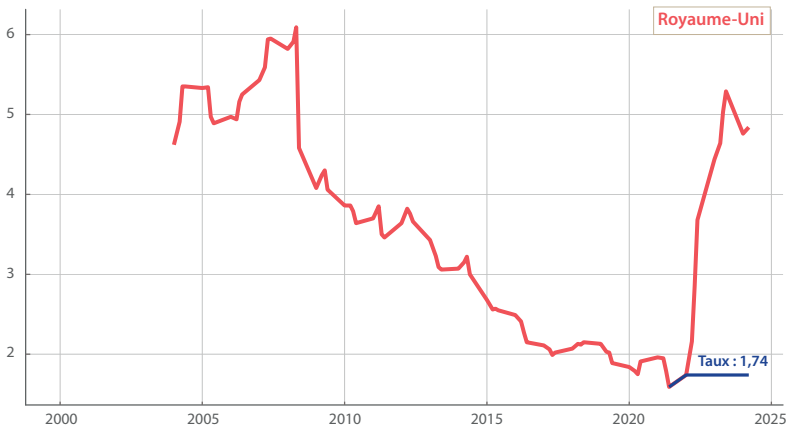
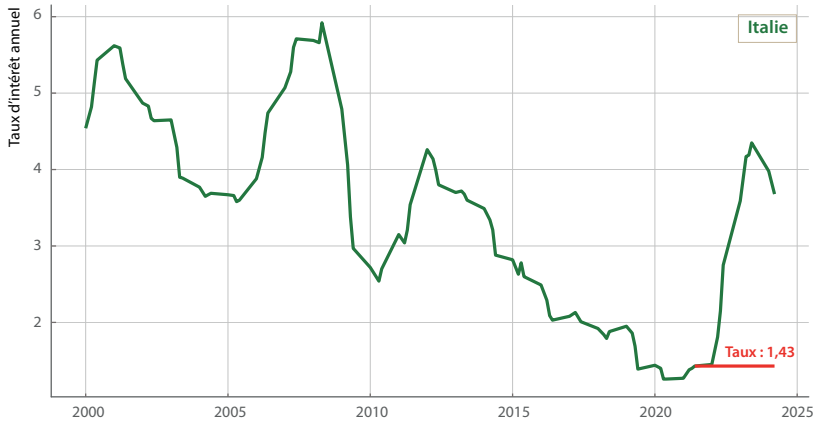
Annexe 1

Cette partie illustre graphiquement les hypothèses des simulations réalisées sur les taux d'intérêt. Pour chaque pays, nous simulons l'évolution de l'investissement des ménages et des prix immobiliers en cas de stabilité des taux d'intérêt des crédits à l'habitat à leur niveau de début 2022.

Graphique A1. Hypothèses sur les taux d'intérêt



Graphique A1. Hypothèses sur les taux d'intérêt

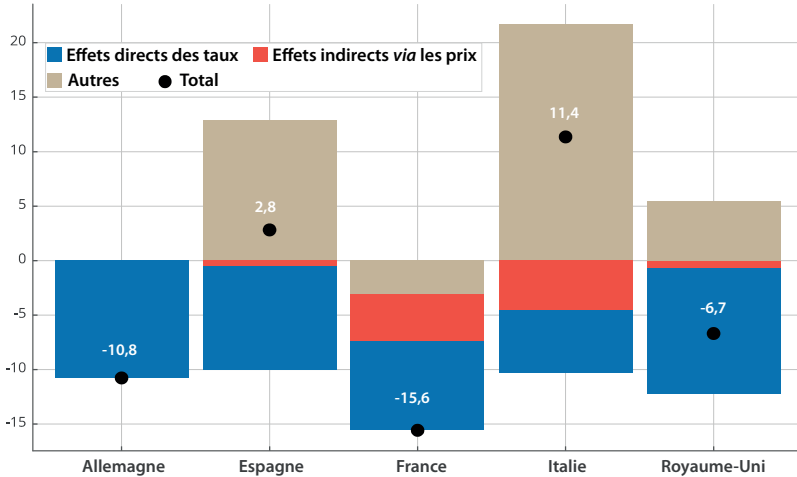


Annexe 2

Cette partie reporte les résultats des simulations basées sur les équations pays.

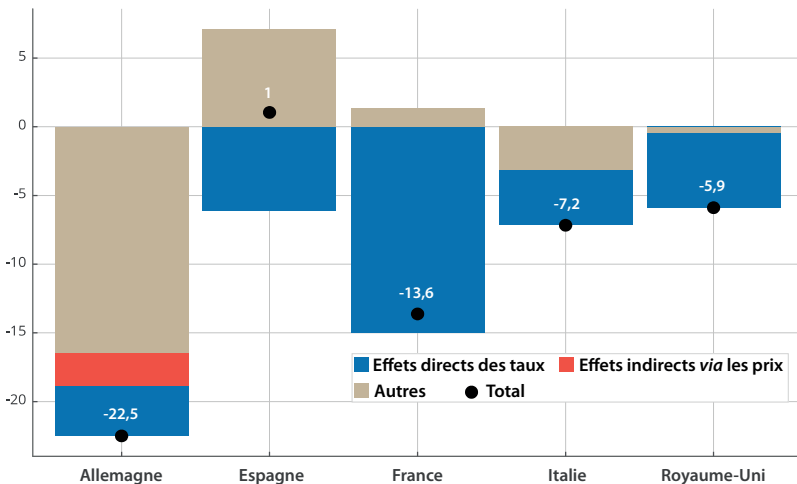
Graphique A2. Impact de la hausse des taux d'intérêt...

a) ... sur l'investissement des ménages



Lecture : Entre 2022 et 2024, l'investissement des ménages a baissé de 10,8 % en Allemagne. L'intégralité de cette baisse est attribuable à la hausse des taux d'intérêt.

b) ... sur les prix immobiliers



OCDE, Comptes nationaux, BCE, BOE, calculs des auteurs.

Lecture : Entre 2022 et 2024, les prix immobiliers déflatés des prix à la consommation ont baissé de 22,5 % en Allemagne dont 12 points sont attribuables à la hausse des taux d'intérêt.

EFFET D'UN CHOC D'INCERTITUDE POLITIQUE SUR LE PIB FRANÇAIS

Raul Sampognaro

Sciences Po, OFCE

La dissolution de l'Assemblée nationale du 9 juin 2024 a ouvert une période d'incertitude politique dans l'Hexagone, qui n'est pas retombée avec le résultat des élections législatives des 30 juin et du 7 juillet. Cette étude propose une méthodologie pour en évaluer les conséquences. Selon ce modèle, la croissance du PIB français serait amputée de 0,1 point en 2024 et de 0,3 point en 2025. La croissance serait pénalisée en particulier par l'affaiblissement de l'investissement des sociétés non financières. En outre, un choc ponctuel sur l'incertitude politique génère une hausse du taux d'intérêt national qui explique la persistance des pertes de PIB.

Mots clés : France, conjoncture.

La dissolution de l'Assemblée nationale du 9 juin 2024 a ouvert une période d'incertitude politique dans l'Hexagone, qui n'est pas retombée avec le résultat des élections législatives du 30 juin et du 7 juillet. Si la formation de plusieurs gouvernements de coalition minoritaires a pu atténuer l'incertitude dans un premier temps, la chute du gouvernement Barnier a ravivé les tensions en fin d'année. L'incapacité à garantir le vote d'un nouveau budget et la censure du gouvernement Barnier ont lieu dans un contexte budgétaire tendu alors que la France est en procédure de déficit excessif depuis le 26 juillet dernier.

Afin d'analyser l'effet de la montée du risque politique sur les perspectives de croissance du PIB français, nous avons utilisé les données d'incertitude de politique nationale issues des travaux de Baker, Bloom et Davis (2016). Cet indice utilise les publications dans la presse française (*Le Monde* et *Le Figaro*) d'articles dans lesquels on observe

l'occurrence simultanée de mots en lien avec l'incertitude dans les principales politiques économiques en France. Précisément, après l'annonce de la dissolution de l'Assemblée nationale l'indice d'incertitude politique pour la France a fortement augmenté. Au 3^e trimestre 2024 il s'établit à un niveau supérieur de plus de 50 % à sa valeur moyenne observée pendant la XVI^e législature (allant de juin 2022 à juin 2024, alors même qu'il y avait déjà un gouvernement minoritaire). Partant de la méthodologie de Sampognaro (2022), un modèle statistique reliant l'indice de risque politique national (*Economic Policy Uncertainty*, EPU) à quelques variables macroéconomiques importantes a été développé. À partir de ces estimations nous pouvons proposer une quantification de l'effet d'un choc d'incertitude politique française sur l'investissement des sociétés non financières (SNF), le PIB et le taux d'intérêt à 3 mois.

Selon nos calculs, l'impact du choc d'incertitude observé aux 3^e et 4^e trimestres 2024¹ sur la croissance du PIB français serait de -0,1 point pour 2024 et de -0,3 point pour 2025. La croissance serait pénalisée en particulier par l'affaiblissement de l'investissement des SNF dont le niveau serait amputé de plus d'un point de PIB pour la fin 2025. En outre, un choc ponctuel sur l'incertitude politique génère une hausse, visible encore huit trimestres après le choc, du taux d'intérêt national, ce qui explique une certaine persistance des pertes de PIB.

L'indice développé dans Baker, Bloom et Davis (2016), utilisé pour quantifier le risque politique, sera présenté dans la section 1. Puis la méthodologie empirique utilisée sera explicitée dans la section 2. Finalement, après avoir présenté les données utilisées, la section 3 détaillera les principaux résultats.

1. La mesure de l'incertitude de politique économique

Il existe une vaste littérature initiée par Bloom (2009) portant sur les effets de l'incertitude sur la trajectoire macroéconomique. La présence d'incertitude peut brouiller la capacité des acteurs privés à prévoir les variables pertinentes pour le futur (niveau de la demande, coûts de

1. Les dernières données disponibles concernant l'indice EPU vont jusqu'au mois de novembre, soit le mois précédant la censure du gouvernement Barnier. Il faut noter qu'à chaque mise à jour mensuelle, les données des deux mois précédents peuvent également être légèrement révisées du fait de certains délais dans la mise en ligne des archives des journaux. Au moment de la publication de la dernière prévision de l'OFCE, les données étaient disponibles jusqu'au mois d'octobre. Ainsi, cette publication met à jour l'évaluation de l'effet du risque politique national sur la croissance du PIB.

production). En présence de coûts d'ajustement, cela peut amener les acteurs privés à valoriser l'attente d'un signal plus clair et *in fine* à reporter leurs décisions générant des conséquences durables (par exemple d'investissement ou d'achat).

Ce type de phénomène peut émerger aussi en relation avec l'incertitude sur la politique économique qui sera appliquée. L'incertitude sur le niveau de la fiscalité, de la demande publique ou sur les taux d'intérêt directeurs des banques centrales peut aussi perturber les anticipations de rentabilité des projets privés et avoir des conséquences sur la dynamique économique.

Dans la littérature on peut trouver des mesures de l'incertitude utilisant la volatilité de variables financières ou des mesures spécifiques mesurant le coût de l'assurance face à certains risques (indice VIX, *spreads*). On peut aussi trouver des mesures de l'étalement des prévisions macroéconomiques, par exemple d'un groupe d'experts supposés mobiliser la totalité de l'information disponible. Néanmoins, ce type de mesure n'est pas facilement mobilisable pour mesurer l'incertitude concernant des aspects très précis du risque.

L'article de Baker, Bloom et Davis (2016) constitue un des premiers travaux visant à mesurer l'incertitude portant sur la politique publique. En s'inspirant de ce travail fondateur, la littérature s'est fortement enrichie avec des mesures d'incertitude concernant la politique monétaire (Husted, Rogers et Sun, 2020), la politique commerciale (Caldara *et al.*, 2020) et la politique climatique (Liu *et al.*, 2024). Enfin, des indices d'incertitude sur le prix du pétrole ou le risque géopolitique (Abiad et Qureshi, 2023) ont été construits avec des méthodologies proches.

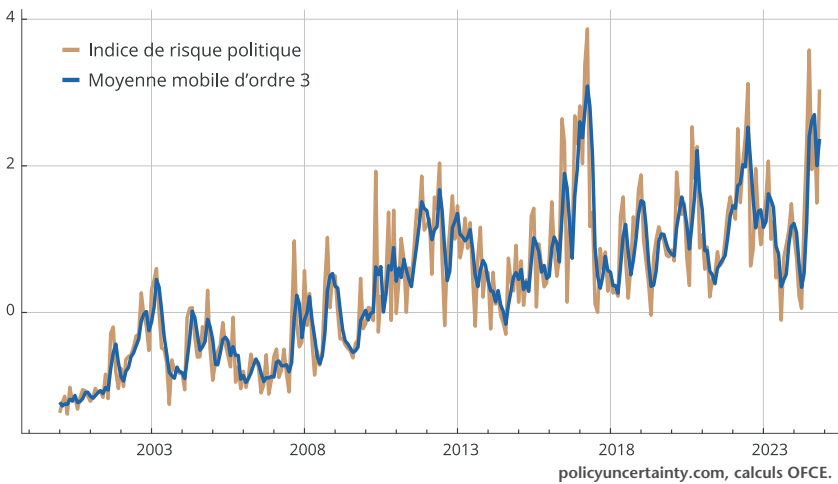
Baker, Bloom et Davis (2016) construisent leur indice d'incertitude de politique économique en se basant sur les mentions dans la presse d'articles signalant la présence d'incertitude sur le sujet. Les auteurs comptent le nombre d'articles de presse intégrant une mention à l'incertitude sur le *contenu* de la politique et son *timing*. Si l'essentiel de leur travail se concentre sur l'incertitude concernant la politique aux États-Unis², ils proposent par ailleurs des indices d'incertitude EPU pour 11 pays, dont la France.

2. Pour les États-Unis, les auteurs distinguent 10 domaines d'incertitude (taxes, prestations sociales, politique monétaire...) et proposent aussi des indices d'incertitude au niveau infranational (États).

Pour les pays européens, les auteurs construisent les indices EPU basés sur une méthodologie proche de celle utilisée pour les États-Unis. Ils s'appuient sur deux journaux par pays. *Le Monde* et *Le Figaro* sont ceux sélectionnés pour l'indicateur français³. Les auteurs recensent le nombre d'articles contenant au moins un mot portant sur l'économie⁴ et un domaine de politique économique⁵, et un terme associé avec l'incertitude⁶. Le nombre d'articles recensés est normalisé par le nombre total d'articles dans le corpus disponible.

La série de l'indice EPU pour la France est affichée dans le graphique 1.

Graphique 1. Indice d'incertitude de politique économique



Si l'on mesure un choc d'incertitude de politique économique comme une variation mensuelle de l'indice EPU supérieure à un écart type de la série historique, on peut recenser 18 mois où un fort choc d'incertitude politique est apparu. On peut voir dans le tableau 1 que

3. Il faut noter que les auteurs disposent des données pour le journal *Le Monde* depuis 1987 et pour *Le Figaro* depuis 2002, ce qui nécessite de réaliser des ajustements supplémentaires. Plus de détails dans l'annexe de Baker, Bloom et Davis (2016).

4. Pour la France, les termes qui sont recherchés sont « économie » ou « économique(s) ».

5. Pour la France, les termes qui sont recherchés sont « taxe(s) » ou « impôt(s) » ou « politique(s) » ou « régulation(s) » ou « réglementation » ou « loi » ou « lois règlements » ou « dépense(s) » ou « déficit(s) » ou « banque centrale » ou « BCE » ou « Réserve fédérale » ou « budget » ou « budgétaire ».

6. Les termes recherchés sont « incertitude(s) » ou « incertain(es) ».

la série réagit effectivement à certains moments de crise économique, où l'on peut douter sur la nature de la réponse apportée, mais aussi à des moments d'incertitude sur la composition du futur gouvernement (élections). L'incertitude semble apparaître à des moments où le gouvernement semble faible, générant des risques sur la capacité à mettre en œuvre sa politique (par exemple lorsqu'il est minoritaire ou lorsque sa majorité vacille comme lors des débats sur la loi Travail en 2016).

Tableau 1. Chocs d'incertitudes de politique économique identifiés par l'indice EPU

| Date | Éléments de contexte | Date | Éléments de contexte |
|---------|---------------------------|---------|--------------------------------------|
| 09/1992 | Référendum Maastricht | 03/2017 | Élections présidentielles |
| 09/2007 | Crise des subprimes | 05/2018 | |
| 05/2010 | Crise de la zone euro | 03/2020 | Covid |
| 12/2010 | | 09/2020 | Covid |
| 04/2012 | Élections présidentielles | 03/2022 | Guerre en Ukraine |
| 09/2014 | Invasion de l'Ukraine | 10/2022 | Élections législatives sans majorité |
| 06/2016 | Débat loi Travail | 05/2024 | Élections européennes |
| 09/2016 | | 07/2024 | Élections législatives sans majorité |
| 11/2016 | | 11/2024 | Rumeurs de censure du gouvernement |

Bloom *et al.* (2016), calculs OFCE.

2. Stratégie empirique : la méthode des projections locales

Un des principaux objectifs de la science économique de nos jours est d'estimer l'effet causal d'une variable sur une variable d'intérêt⁷. Cela est particulièrement complexe en macroéconomie où l'ensemble des variables sont déterminées de façon simultanée. Une piste précoce empruntée par la littérature depuis Sims (1980) a été d'estimer des modèles VAR. Toutefois, ce type de modèle ne résout pas la question de l'identification d'effets causaux. Il reste nécessaire de poser des restrictions au modèle VAR pour pouvoir faire des affirmations causales. On appelle un tel modèle Structural VAR (SVAR)⁸. Un modèle VAR ne serait que la forme réduite d'un modèle SVAR. La littérature propose différentes stratégies pour poser des restrictions mais, pour synthétiser, en distingue quatre principales : 1) faire des hypothèses sur le *timing*

7. Voir Garg et Fetzer (2024).

8. Pour une référence canonique sur les modèles SVAR, voir Blanchard et Quah (1989).

des réactions des variables entre elles, 2) montrer par un modèle pleinement spécifié qu'il existe des variables non *directement* corrélées qui peuvent donner des sources de variation exogène pour une variable, 3) considérer que l'on peut observer de *vrais* chocs sur une variable non liée à la situation économique ou 4) calibrer certains paramètres à partir des relations d'équilibre, surtout à long terme, d'un système économique.

Du modèle SVAR...

Si on écrit un modèle SVAR de façon matricielle :

$$B_0 Y_t = \alpha_t + B(L) Y_t + \varepsilon_t$$

Le vecteur Y_t de dimension $k \times 1$ correspond aux k variables modélisées. La matrice B_0 représente les relations contemporaines entre les variables modélisées, sur lesquelles les hypothèses d'identification doivent être posées. Enfin ε_t correspond au vecteur de chocs structurels, par définition de moyenne nulle et non corrélés entre eux.

En pré-multipliant de chaque côté par B_0^{-1} nous obtenons la formulation classique d'un modèle VAR :

$$Y_t = \tilde{\alpha}_t + \tilde{B}(L) Y_t + u_t$$

Avec $\tilde{\alpha}_t = B_0^{-1} \times \alpha_t$, $\tilde{B}(L) = B_0^{-1} \times B(L)$ et $u_t = B_0^{-1} \times \varepsilon_t$.

Dans ce contexte, il peut être montré que les variables du modèle réagissent aux chocs structurels t périodes après l'occurrence du choc en suivant le processus suivant (noté $\hat{I}R(t)$) :

$$\hat{I}R(t) = \Phi^t B_0^{-1}$$

où Φ représente les paramètres du VAR d'ordre 1 estimé pour les k variables endogènes.

Ainsi, la clé de l'identification des effets causaux repose essentiellement sur la définition de la matrice B_0 et nécessite l'estimation d'un modèle VAR classique.

... aux projections locales de Jordà (2005)

Jordà (2005) propose une alternative à l'estimation d'un modèle SVAR complet pour résoudre le problème précédent : les projections locales (PL). L'auteur propose d'éviter d'estimer la totalité du modèle mais de faire une estimation équation par équation pour différents horizons h d'intérêt :

$$y_{t+h} = \alpha_h + \gamma_1^h y_{t-1} + \dots + \gamma_p^h y_{t-p} + u_{t+h}^h$$

Ces équations (par horizon mais aussi par variable d'intérêt) peuvent être estimées de façon isolée les unes par rapport aux autres.

Dans ce contexte, les fonctions de réactions peuvent être estimées :

$$\widehat{IR}(t) = \gamma_1^h B_0^{-1}$$

où γ_1^h est la collection des coefficients estimés par moindres carrés ordinaires (MCO) des équations estimées de façon séparée. Il faut noter qu'au-delà de la simplicité d'estimer les modèles équation par équation, passer d'une méthodologie SVAR à une méthodologie par PL n'exonère pas de poser un ensemble de restrictions B_0 .

Il faut noter que la seule façon de s'extraire de cette nécessité serait d'avoir une série de chocs exogènes de la variable y_t . À ce moment-là l'estimation d'une équation par les MCO suffirait pour identifier la fonction de réaction. D'ailleurs, les PL sont plus souvent utilisées lorsque ce type de choc est observé. Cette étude spéciale utilise une décomposition de Cholesky – donc utilise des hypothèses sur le *timing* des relations causales entre les variables – pour pouvoir établir des effets causaux des évolutions de l'indice de risque politique⁹.

Dans la présente étude spéciale, les estimations sont faites par la méthode des PL. Il faut noter que les PL et l'estimation d'un modèle SVAR doivent donner, en théorie, des résultats identiques. Cela a été montré par Plagborg-Møller et Wolf (2021). Il faut nuancer quelque peu ce résultat théorique, portant en grande partie sur les propriétés asymptotiques des deux méthodes d'estimation. L'exercice de simulation réalisé par Li, Plagborg-Møller et Wolf (2022) montre que pour certains processus générateurs de données, avec des échantillons courts les PL peuvent donner des estimations moins biaisées mais avec une plus forte variance pour des horizons longs.

La méthode des PL est particulièrement flexible pour estimer sans grande difficulté les fonctions de réaction des versions non linéaires des modèles portant sur les relations entre les k variables d'intérêt. Cette facilité, permise grâce aux travaux de Auerbach et Gorodnichenko (2012), n'a pas encore été exploitée mais constitue une extension naturelle à l'étude spéciale.

9. L'algorithme Ipirfs du logiciel R a été utilisé pour réaliser les estimations. La fonction employée, décrite dans Adämmmer (2019), estime en amont les chocs sur les variables prédits avec un modèle VAR et les contraintes de Cholesky posées.

3. Résultats empiriques

Données

Au-delà de l'indice EPU, d'autres données ont été mobilisées afin d'évaluer l'impact des tensions géopolitiques sur la croissance du PIB. La présentation exhaustive des séries utilisées dans l'étude spéciale est laissée dans le tableau 2.

Les séries mobilisées peuvent être divisées en trois groupes : 1) données de comptabilité nationale (PIB, investissement des SNF, déflateur de la consommation des ménages) ; 2) des données financières et des marchés internationaux de matières premières (taux d'intérêt de court terme, prix du pétrole) ; 3) des données de population. Le jeu de données complet est disponible depuis 1990. Nous commençons l'ensemble des estimations à partir de cette date.

Tableau 2. Séries utilisées

| Variable | Pays | Source | Code de la série |
|--|--------|---|------------------|
| Indice de risque de politique économique | France | https://www.policyuncertainty.com/ | |
| Indice de risque de politique économique | Europe | https://www.policyuncertainty.com/ | |
| FBCF des sociétés non financières (volume) | France | Insee | 011794897 |
| PIB (volume) | France | Insee | 011794860 |
| Consommation des ménages (valeur) | France | Insee | 011794863 |
| Consommation des ménages (volume) | France | Insee | 011794864 |
| Population début du mois | France | Insee | 000436387 |
| Taux d'intérêt interbancaire à 3 mois | France | Fred | IR3TIB01FRM156N |
| Prix du pétrole Brent | Monde | Fred | DCOILBRENTU |

La spécification du modèle

La spécification du modèle préférée¹⁰ intègre les variables suivantes : 1) indice de risque politique en France, 2) investissement des SNF en volume par habitant, 3) PIB réel par tête, 4) prix du pétrole réel (corrige par le déflateur de la consommation des ménages),

10. Pour information, une spécification identique à celle proposée dans Sampognaro (2022) (donc sans variables européennes et avec un prix du pétrole endogène) a aussi été estimée (elle-même inspirée de Abiad et Qureshi (2023) pour l'économie américaine). Les effets immédiats du choc d'incertitude sont proches de ceux présentés ici, mais ils se dissipent plus rapidement pour des facteurs qui seront mentionnés dans la prochaine sous-section.

5) taux d'intérêt français à 3 mois. En outre, le modèle incorpore un choc de risque politique en Europe pour tenir compte de facteurs de risque en provenance des incertitudes liées à la politique européenne (par exemple pendant la crise de la zone euro) et le taux d'intérêt interbancaire allemand à 3 mois.

Dans notre spécification préférée nous supposons que les évolutions françaises n'ont aucun impact sur les variables internationales (taux d'intérêt en Allemagne, risque politique en Europe et prix du pétrole). Cette hypothèse suppose en particulier que les phénomènes de fuite vers la qualité dans les marchés financiers ne jouent pas entre la France et l'Allemagne, ce qui peut être une hypothèse forte.

Le modèle sous-jacent estimé intègre un seul retard des variables modélisées. En suivant Ramey (2016) et Sims, Stock et Watson (1990), il a été décidé de garder le modèle en niveau de logarithme avec l'inclusion d'une tendance déterministe malgré le fait que l'essentiel de nos variables sont non stationnaires, car cela ne pose pas de problème majeur sur l'identification des fonctions de réaction comme le suggère la littérature citée.

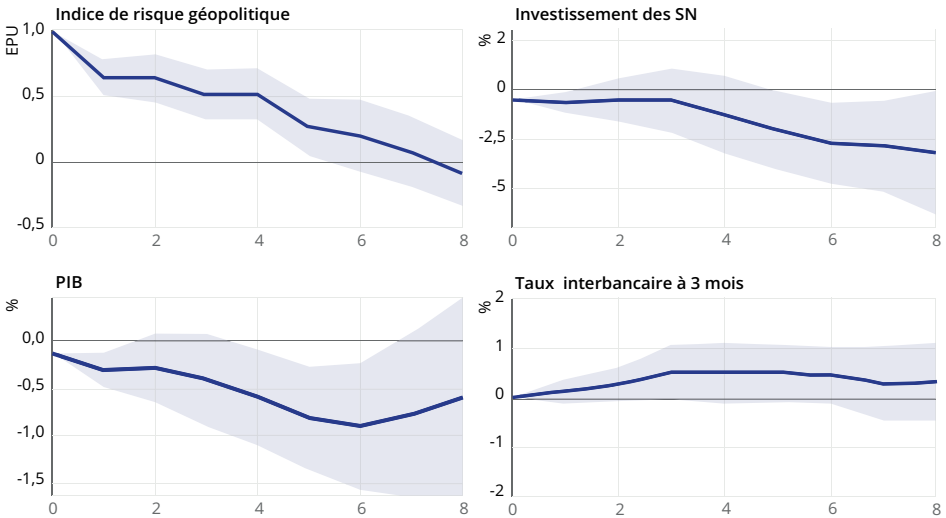
L'effet d'un choc de risque politique

Les réactions des différentes variables à un choc d'une unité du *log* de l'indice de risque politique français sont affichées dans le graphique 2. L'investissement des entreprises réagit négativement à une montée des tensions politiques. De même, l'effet sur le PIB est significativement négatif dès le trimestre où le choc d'incertitude politique a lieu. L'impact négatif est assez long à se dissiper et il est maximal six trimestres après le choc initial. Il faut noter que le taux d'intérêt réagit à la hausse avec une montée des tensions, mais cet effet n'est pas significatif (à un niveau de significativité de 9 %).

Il faut noter que dans Sampognaro (2022) un choc de risque géopolitique avait un effet négatif sur le taux d'intérêt et le prix du pétrole, opérant ainsi comme un choc de demande (résultat proche de celui d'Abiad et Qureshi (2023) pour les États-Unis). Si on modélisait l'effet du risque politique domestique comme cela a été fait dans Sampognaro (2022), on trouverait un effet similaire. Le fait de rendre purement exogènes les variables internationales permet d'éviter cette interprétation. Ainsi, le risque politique n'aura plus d'effet négatif sur le prix du pétrole ni sur le taux d'intérêt, éliminant une force d'amortissement du choc politique, ce qui nous semble difficilement plausible

dans le contexte de notre évaluation. En l'absence de cet effet amortisseur, les effets de l'incertitude politique sont donc plus durables par rapport à ceux qui ont été évalués dans Sampognaro (2022), et cela semble crédible au vu de la montée du *spread* du taux d'intérêt souverain français qui atténue l'effet positif des baisses des taux directeurs de la BCE.

Graphique 2. Effet d'un choc d'un écart type de l'indice EPU



Note : Le trait bleu représente la réaction moyenne à un choc d'une unité du log de l'EPU. L'aire grisée représente l'intervalle de confiance de 90 %.

L'effet de la dissolution de l'Assemblée nationale en 2024 et 2025

Après l'annonce de la dissolution de l'Assemblée nationale, l'indice EPU français a fortement augmenté (graphique 1). Au 3^e trimestre 2024, il s'établit à un niveau supérieur de plus de 50 % à sa valeur moyenne observée pendant la XVI^e législature (allant de juin 2022 à juin 2024, où il y avait déjà un gouvernement minoritaire). Cet écart constitue notre mesure de l'incertitude politique générée par 1) le résultat des élections européennes, 2) la dissolution de l'Assemblée nationale, 3) le résultat des élections législatives et 4) les difficultés à constituer un gouvernement.

Les premières données du 4^e trimestre (avant le vote de la motion de censure du gouvernement Barnier rendant impossible le vote du budget) affichent un niveau de l'indice EPU inférieur à son niveau du

3^e trimestre. Toutefois, la baisse de l'indice est plus lente que ne le suggère notre modèle (voir graphique 2). Cela laisse penser qu'au 4^e trimestre il y a encore un nouveau choc haussier sur l'incertitude politique que nous avons mesuré avec la formule :

$$\text{Choc}_{T_4,2024} = \text{EPU}_{T_4,2024} - \text{EPU}_{2022-2024} - \gamma_1^1 \text{Choc}_{T_3,2024}$$

où γ_1^1 représente l'effet causal d'un choc d'EPU en $t - 1$ sur l'EPU en t , tiré de l'estimation de la fonction de réaction d'un choc d'EPU sur l'EPU futur. Cette dernière estimation est faite par la méthode des PL présentée ci-dessus.

Selon ce modèle, consécutivement au choc d'incertitude observé aux 3^e et 4^e trimestres 2024 (jusqu'au mois de novembre) la croissance du PIB français serait amputée de 0,1 point pour 2024 et de 0,3 point pour 2025¹¹. La croissance serait pénalisée en particulier par l'affaiblissement de l'investissement des SNF. En outre, un choc ponctuel sur l'incertitude politique génère une hausse, visible encore huit trimestres après le choc d'incertitude politique, du taux d'intérêt national, ce qui explique une certaine persistance des pertes de PIB. Le détail temporel de l'effet estimé du choc d'incertitude politique sur les principales variables macroéconomiques analysées est donné dans le tableau 3.

Tableau 3. Effet estimé du choc de risque politique post-dissolution

| Écart au compte central (pt %) | 2024 | | 2025 | | | |
|--------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 |
| PIB | -0,1 | -0,2 | -0,2 | -0,2 | -0,3 | -0,4 |
| FBCF des SNF | -0,2 | -0,4 | -0,3 | -0,3 | -0,7 | -1,1 |
| Taux d'intérêt | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |

Calculs OFCE.

4. Conclusion

La dissolution de l'Assemblée nationale du 9 juin 2024 a ouvert une période d'incertitude politique dans l'Hexagone, qui risque de s'aggraver après la censure du gouvernement Barnier. On ne sait toujours pas quel sera le budget de la Nation pour l'année 2025. Cette étude spéciale présente une méthode empirique, inspirée de Sampognaro (2022) pour évaluer les effets de cette incertitude sur la dynamique macroéconomique des prochains trimestres.

11. Chiffre qui diffère de celui publié dans la dernière prévision de l'OFCE, car il intègre la nouvelle observation de l'indice de risque de politique économique du mois de novembre 2024.

Selon le modèle estimé ici, les chocs observés jusqu'au mois de novembre 2024 diminueraient le niveau du PIB en volume de 0,4 point fin 2025 et celui de l'investissement des entreprises de 1,1 point. Cette baisse semble durable et s'explique en partie par le comportement d'attentisme des acteurs privés qui pourraient être aussi pénalisés par une moindre transmission des décisions de politique monétaire qui laissaient augurer une baisse des taux d'intérêt au niveau de la zone euro.

Par rapport au travail ayant servi de base de départ pour l'analyse (Sampognaro, 2022), un choc d'incertitude politique n'est pas totalement comparable avec un choc de demande au niveau macroéconomique. Par-delà des effets d'attentisme (qui diminuent le niveau de l'investissement) et par un phénomène classique d'accélérateur, l'incertitude de politique économique se traduit par une augmentation du risque dans l'économie nationale. Cela génère des conséquences plus durables des chocs identifiés qui passent à travers les taux d'intérêt. Compte tenu de la fragmentation politique qui s'installe, cela invite à prolonger le travail présenté dans cette étude spéciale. En particulier, il semble nécessaire d'analyser plus en détail l'effet sur les variables financières, notamment les taux d'intérêt nationaux, qui dans notre étude affichent une réaction lente du taux d'intérêt interbancaire. Il serait pertinent d'étudier en détail l'effet sur les taux souverains et de déterminer s'il existe ou non une déconnexion entre le risque souverain et les taux exigés pour le secteur privé. Creuser ces points permettrait de mieux comprendre les canaux de diffusion du choc et surtout de comprendre si l'effet sera plus ou moins durable.

Références

- Abiad A. et I. A. Qureshi, 2023, « The macroeconomic effects of oil price uncertainty », *Energy Economics*, vol. 125, art. 106839, <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2023.1068>.
- Adämm P., 2019, « Ipirfs: An R package to estimate impulse response functions by local projections », *The R Journal*, vol. 11, n° 2, p. 421-438, <https://doi.org/10.32614/RJ-2019-052>.
- Auerbach A. J. et Y. Gorodnichenko, 2012, « Measuring the output responses to fiscal policy », *American Economic Journal: Economic Policy*, vol. 4, n° 2, p. 1-27, <https://doi.org/10.1257/pol.4.2.1>.
- Baker S. R., N. Bloom et S. J. Davis, 2016, « Measuring economic policy uncertainty », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n° 4, p. 1593-1636, <https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>.

- Blanchard O. J. et D. Quah, 1989, « The dynamic effects of aggregate demand and supply disturbances », *American Economic Review*, vol. 79, n° 4, p. 655-673, <https://www.jstor.org/stable/1827924>.
- Bloom N., 2009, « The impact of uncertainty shocks », *Econometrica*, vol. 77, n° 3, p. 623-685, <https://doi.org/10.3982/ECTA6248>.
- Caldara D., M. Iacoviello, P. Molligo, A. Prestipino et A. Raffo, 2020, « The economic effects of trade policy uncertainty », *Journal of Monetary Economics*, vol. 109, p. 38-59, <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2019.11.002>.
- Garg P. et T. Fetzer, 2024, « Causal claims in economics », *CESifo Working Paper*, n° 11462, <https://www.cesifo.org/en/publications/2024/working-paper/causal-claims-economics>.
- Husted L., J. Rogers et B. Sun, 2020, « Monetary policy uncertainty », *Journal of Monetary Economics*, vol. 115, p. 20-36, <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2019.07.009>.
- Jordà Ò., 2005, « Estimation and inference of impulse responses by local projections », *American Economic Review*, vol. 95, n° 1, p. 161-182, <https://www.jstor.org/stable/4132675>.
- Li D., M. Plagborg-Møller et C. K. Wolf, 2022, « Local projections vs. VARs: lessons from thousands of DGPs », *NBER Working Paper*, n° 30207, <https://www.nber.org/papers/w30207>.
- Liu Y., L. Chen, Z. Cao et F. Wen, 2024, « Uncertainty breeds opportunities: Assessing climate policy uncertainty and its impact on corporate innovation », *International Review of Financial Analysis*, vol. 96, part. A, <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103560>.
- Plagborg-Møller M. et C. K. Wolf, 2021, « Local projections and VARs estimate the same impulse responses », *Econometrica*, vol. 89, n° 2, p. 955-980, <https://www.jstor.org/stable/48628970>.
- Ramey V. A., 2016, « Macroeconomic shocks and their propagation », in J. B. Taylor et H. Uhlig (eds), *Handbook of macroeconomics*, Amsterdam, Elsevier, p. 71-162.
- Sampognaro R., 2022, « Guerre en Ukraine et hausse des tensions internationales : quel impact sur le PIB ? Analyse empirique de l'économie mondiale et de six pays avancés à partir d'un indicateur de "risque" géopolitique », *Revue de l'OFCE*, n° 178, <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/6-178OFCE.pdf>.
- Sims C. A., 1980, « Macroeconomics and reality », *Econometrica*, vol. 48, n° 1, p. 1-48, <http://www.jstor.org/stable/1912017>.
- Sims C. A., J. H. Stock et M. W. Watson, 1990, « Inference in linear time series models with some unit roots », *Econometrica*, vol. 58, n° 1, p. 113-144, <https://doi.org/10.2307/2938337>.

Graphiques

Monde. Passage de relais

| | |
|--|----|
| Niveau du PIB au deuxième trimestre 2024 | 13 |
| Contributions à l'activité depuis 2019 et T2 2024 | 14 |
| Taux de chômage mensuel | 17 |
| Prix du pétrole et du gaz naturel | 18 |
| Indice des prix à la consommation | 20 |
| Inflation sous-jacente | 22 |
| Contributions à la croissance des prix d'août 2019 à août 2024 | 23 |
| Évolution des salaires nominaux et réels depuis 2019 | 24 |
| Convergence des taux d'inflation vers 2 % | 25 |
| Dettes publiques en zone euro et aux États-Unis depuis 2019 | 27 |
| Évolution des soldes publics en zone euro et aux États-Unis depuis 2019 .. | 27 |
| Évolution et contributions des composantes du revenu disponible brut réel entre 2019 et 2025 | 30 |
| USA, principaux indicateurs économiques | 35 |
| Taux d'investissement | 37 |
| Personnes sortant du marché du travail | 39 |
| Inflation aux États-Unis | 40 |
| Solde structurel primaire et cycle économique | 43 |
| Allemagne, principaux indicateurs économiques | 48 |
| Valeur ajoutée brute et indice de production industrielle, industrie manufacturière | 50 |
| Contribution des composantes alimentaire, énergétique et du sous-jacent à l'évolution de l'indice des prix à la consommation | 55 |
| Revenu disponible réel et contributions au revenu disponible nominal des ménages | 56 |
| Croissance du PIB réel et contributions des composantes | 60 |
| Taux d'investissements et transferts de capitaux (nets), par agent | 61 |
| Indices d'exportations et importations de biens (volumes) | 62 |
| Taux d'emploi (grandes économies de la zone euro) | 64 |
| Taux d'activité par tranche d'âge (Italie) | 64 |
| Productivité (apparente) horaire du travail | 65 |
| Durée moyenne du travail | 65 |
| Contributions des composantes de la demande à la croissance du PIB pour les quatre grands pays de la zone euro entre T4 2022 et le T2 2024 | 72 |
| Composantes de l'IPCH à l'horizon 2025 | 74 |
| Taux d'investissement des entreprises | 80 |

| | |
|---|-----|
| Taux d'épargne des ménages | 87 |
| Indicateurs de tensions sur le marché du travail | 88 |
| Inflation (IPC) et contributions des principales composantes | 91 |
| Évolution des salaires de base et totaux, en termes nominaux et réels | 97 |
| Croissance du PIB et contributions des principales composantes | 106 |
| Chine : taux de change effectifs | 109 |
| PIB des BRICS | 112 |
| Part des exportations vers la Chine et les États-Unis en 2021 | 113 |

France. La croissance à l'épreuve du redressement budgétaire

| | |
|--|-----|
| PIB en écart à 2019 | 125 |
| Contribution des composantes à la croissance du PIB | 126 |
| Besoins/capacités en financement | 130 |
| Indice d'incertitude de politique économique | 134 |
| Éléments conjoncturels dans la construction de logements | 138 |
| Évolution de l'indice des prix à la consommation | 140 |
| Patrimoine financier des ménages | 142 |
| Sur-épargne des ménages | 143 |
| Taux d'épargne des ménages | 143 |
| Taux d'épargne des ménages | 144 |
| Taux d'investissement et de marge des entreprises | 146 |
| Décomposition des évolutions de l'emploi depuis 2019 | 148 |
| Entrées en emploi aidé | 151 |
| Taux souverains France, Allemagne, spread France-Allemagne | 153 |
| Élasticité et gains budgétaires cumulés | 156 |

Après la censure : impact économique et budgétaire de la loi spéciale pour 2025

| | |
|---|-----|
| Effet de la loi spéciale pour les ménages | 171 |
| Comparaison PLF/SS – LS 2025, effets redistributifs | 172 |

Études spéciales

Investissement des ménages en Europe

| | |
|---|-----|
| Taux d'intérêt des crédits à l'habitat | 179 |
| Volume des crédits à l'habitat accordés aux ménages | 180 |
| Évolution des prix immobiliers, déflatés des prix à la consommation | 180 |
| Éléments conjoncturels dans la construction | 181 |
| Éléments conjoncturels dans la construction | 182 |
| Évolution de l'investissement en logement des ménages (flux brut) | 184 |

| | |
|---|-----|
| Impact de la hausse des taux d'intérêt... | 195 |
| Hypothèses sur les taux d'intérêt | 199 |
| Hypothèses sur les taux d'intérêt | 200 |
| Impact de la hausse des taux d'intérêt... | 201 |

Effet d'un choc d'incertitude politique sur le PIB français

| | |
|---|-----|
| Indice d'incertitude de politique économique | 206 |
| Effet d'un choc d'un écart type de l'indice EPU | 212 |

Tableaux

Monde. Passage de relais

| | |
|--|-----|
| Décomposition du taux de chômage sur un an | 16 |
| Croissance du PIB mondial | 33 |
| Estimation de l'équation d'emploi | 53 |
| Chine : résumé des prévisions | 110 |
| Asie : résumé des prévisions de PIB | 114 |
| Amérique latine : résumé des prévisions | 121 |

France. La croissance à l'épreuve du redressement budgétaire

| | |
|---|-----|
| Comparaisons des évolutions de certaines variables macroéconomiques après la crise des subprimes et la crise Covid | 129 |
| Évaluation de l'effet des différents chocs sur la croissance du PIB | 132 |
| Effet estimé du choc de risque politique post-dissolution | 134 |
| Compte Emplois-Ressources pour la France | 136 |
| Compte des ménages | 141 |
| Évolution du marché du travail | 149 |
| Emplois aidés 2024-2025 : effectifs, variations des effectifs, effets emploi au 31/12 152 | |
| Principales mesures budgétaires pour 2025 | 158 |
| Effet sur le PIB de la politique budgétaire | 159 |
| Élasticité et gains budgétaires cumulés liés aux évolutions des assiettes fiscales | 161 |
| Évolution des finances publiques | 162 |

Après la censure : impact économique et budgétaire de la loi spéciale pour 2025

| | |
|--|-----|
| Comparaison PLF/SS – LS 2025, mesures nouvelles en prélèvements obligatoires | 167 |
| Comparaison PLF/SS – LS 2025, totaux | 168 |
| Comparaison PLF/SS – LS 2025, mesures nouvelles en dépenses | 168 |
| Déficit et dette publics en 2025 selon les différents scénarios | 174 |

Études spéciales

Investissement des ménages en Europe

| | |
|--|-----|
| Résultats des estimations de l'équation... | 186 |
| Résultats des estimations de l'équation... | 187 |
| Résultats des estimations de l'équation... | 192 |

Effet d'un choc d'incertitude politique sur le PIB français

| | |
|---|-----|
| Chocs d'incertitudes de politique économique identifiées par l'indice EPU | 207 |
| Séries utilisées | 210 |
| Effet estimé du choc de risque politique post-dissolution | 213 |

Encadrés

| | |
|--|-----|
| Quelles différences d'inflation en zone euro ? | 22 |
| Passage de relais des soutiens au revenu des ménages | 29 |
| Scénario budgétaire alternatif en cas de victoire de Donald Trump | 44 |
| Comment expliquer la baisse de la productivité allemande depuis la crise de la Covid-19 ? | 52 |
| Le dynamisme de l'emploi italien depuis 2019 | 63 |
| Le rôle des fonds européens dans l'investissement en 2024 et 2025 | 81 |
| Incertitudes budgétaires | 93 |
| Des négociations salariales enfin favorables au pouvoir d'achat des ménages | 103 |
| Quatre ans et demi après le début de la crise Covid : quel bilan en comparaison de la crise financière ? | 127 |
| Effets de l'incertitude politique sur les perspectives de croissance | 133 |
| La construction : vers une (lente) sortie de crise ? | 137 |
| Incertitude et risque souverain | 153 |
| Projet de loi de finances 2025 : le tournant budgétaire | 156 |
| Comment expliquer une nouvelle sous-estimation du déficit ? | 160 |

Liste des abréviations de pays

| | | | |
|-----|-------------------------------------|-----|----------------------------------|
| AFG | Afghanistan | COL | Colombie |
| AGO | Angola | COM | Comores |
| ALB | Albanie | CPV | Cap-Vert |
| AND | Andorre | CRI | Costa Rica |
| ARE | Émirats arabes unis | CUB | Cuba |
| ARG | Argentine | CYP | Chypre |
| ARM | Arménie | CZE | République tchèque |
| ATG | Antigua-et-Barbuda | DEU | Allemagne |
| AUS | Australie | DJI | Djibouti |
| AUT | Autriche | DNK | Danemark |
| AZE | Azerbaïdjan | DO | DMA Dominique |
| BDI | Burundi | DOM | République dominicaine |
| BEL | Belgique | DZA | Algérie |
| BEN | Bénin | ECU | Équateur |
| BFA | Burkina Faso | EGY | Égypte |
| BGD | Bangladesh | ERI | Érythrée |
| BGR | Bulgarie | ESP | Espagne |
| BHR | Bahreïn | EST | Estonie |
| BHS | Bahamas | ETH | Éthiopie |
| BIH | Bosnie-Herzégovine | EUZ | Zone euro |
| BLR | Biélorussie | FIN | Finlande |
| BLZ | Belize | FJI | Fidji |
| BOL | Bolivie | FRA | France |
| BRA | Brésil | FSM | Micronésie |
| BRB | Barbade | FYR | Macédoine |
| BRN | Brunei | GAB | Gabon |
| BTN | Bhoutan | GBR | Royaume-Uni (Grande-Bretagne) |
| BWA | Botswana | GEO | Géorgie |
| CAF | République centrafricaine | GHA | Ghana |
| CAN | Canada | GIN | Guinée |
| CHE | Suisse | GMB | Gambie |
| CHL | Chili | GNB | Guinée-Bissau |
| CHN | Chine | GNQ | Guinée équatoriale |
| CIV | Côte d'Ivoire | GRC | Grèce |
| CMR | Cameroun | GRD | Grenade |
| COD | République démocratique du Congo | GTM | Guatemala |
| COG | République du Congo | GUY | Guyana |

| | | | |
|-----|----------------------------|-----|---------------------------|
| HKG | Hong Kong | MEX | Mexique |
| HND | Honduras | MHL | Marshall |
| HRV | Croatie | MLI | Mali |
| HTI | Haïti | MLT | Malte |
| HUN | Hongrie | MMR | Birmanie |
| IDN | Indonésie | MNG | Mongolie |
| IND | Inde | MNP | Îles Mariannes du Nord |
| IRL | Irlande | MOZ | Mozambique |
| IRN | Iran | MRT | Mauritanie |
| IRQ | Irak | MUS | Maurice |
| ISL | Islande | MWI | Malawi |
| ISR | Israël | MYS | Malaisie |
| ITA | Italie | NAM | Namibie |
| JAM | Jamaïque | NER | Niger |
| JOR | Jordanie | NGA | Nigeria |
| JPN | Japon | NIC | Nicaragua |
| KAZ | Kazakhstan | NLD | Pays-Bas |
| KEN | Kenya | NOR | Norvège |
| KGZ | Kirghizistan | NPL | Népal |
| KHM | Cambodge | NRU | Nauru |
| KIR | Kiribati | NZL | Nouvelle-Zélande |
| KNA | Saint-Christophe-et-Niévès | OMN | Oman |
| KOR | Corée du Sud | PAK | Pakistan |
| KWT | Koweït | PAN | Panama |
| LAO | Laos | PER | Pérou |
| LBN | Liban | PHL | Philippines |
| LBR | Liberia | PLW | Palaos |
| LBY | Libye | PNG | Papouasie-Nouvelle-Guinée |
| LCA | Sainte-Lucie | POL | Pologne |
| LIE | Liechtenstein | PRI | Porto Rico |
| LKA | Sri Lanka | PRK | Corée du Nord |
| LSO | Lesotho | PRT | Portugal |
| LTU | Lituanie | PRY | Paraguay |
| LUX | Luxembourg | QAT | Qatar |
| LVA | Lettonie | ROU | Roumanie |
| MAR | Maroc | RUS | Russie |
| MCO | Monaco | RWA | Rwanda |
| MDA | Moldavie | SAU | Arabie saoudite |
| MDG | Madagascar | SCG | Serbie-et-Monténégro |
| MDV | Maldives | SDN | Soudan |

| | | | |
|-----|----------------------|-----|---------------------------------|
| SEN | Sénégal | VCT | Saint-Vincent-et-les-Grenadines |
| SGP | Singapour | VEN | Venezuela |
| SLB | Salomon | VNM | Viêt Nam |
| SLE | Sierra Leone | VUT | Vanuatu |
| SLV | Salvador | WSM | Samoa |
| SMR | Saint-Marin | YEM | Yémen |
| SOM | Somalie | ZAF | Afrique du Sud |
| STP | Sao Tomé-et-Principe | ZMB | Zambie |
| SUR | Suriname | ZWE | Zimbabwe |
| SVK | Slovaquie | | |
| SVN | Slovénie | | |
| SWE | Suède | | |
| SWZ | Swaziland | | |
| SYC | Seychelles | | |
| SYR | Syrie | | |
| TCD | Tchad | | |
| TGO | Togo | | |
| THA | Thaïlande | | |
| TJK | Tadjikistan | | |
| TKM | Turkménistan | | |
| TLS | Timor oriental | | |
| TON | Tonga | | |
| TTO | Trinité-et-Tobago | | |
| TUN | Tunisie | | |
| TUR | Turquie | | |
| TUV | Tuvalu | | |
| TWN | Taïwan | | |
| TZN | Tanzanie | | |
| UGA | Ouganda | | |
| UKR | Ukraine | | |
| URY | Uruguay | | |
| USA | États-Unis | | |
| UZB | Ouzbékistan | | |
| VAT | Vatican | | |

Achevé de rédiger en France
Dépôt légal : février 2025
Directeur de la Publication : Xavier Ragot
Publié par les Éditions du Net SAS 93400 Saint-Ouen

Réalisation, composition : Najette Moumni