



01

CONJONCTURE INTERNATIONALE



Le contexte international demeure marqué par des tensions élevées sur les prix à la consommation. L'inflation mondiale tend certes à reculer, mais pour le moment surtout sous l'effet du repli des prix de l'énergie.

Les autorités monétaires de nombreuses régions demeurent déterminées à faire baisser les pressions inflationnistes sous-jacentes et les niveaux des taux d'intérêt y ont été rapidement et fortement relevés. En zone euro, ce relèvement a pour effet de diminuer les capacités de financement des ménages et des entreprises et s'accompagne, en outre, d'un durcissement des conditions de crédit. Les marchés immobiliers notamment commencent à en ressentir les conséquences. Par ailleurs, les déconvenues de plusieurs banques aux États-Unis et en Europe ont fait tanguer les marchés, inquiets de la vulnérabilité potentielle de certains acteurs du secteur financier.

Après une stagnation de l'activité sur la fin de 2022, la zone euro a renoué avec la croissance au 1^{er} trimestre 2023, mais celle-ci paraît mal équilibrée entre les différents États membres et secteurs d'activité. Globalement, la progression de l'activité devrait rester modérée en 2023 et 2024. L'évolution de l'inflation sera déterminante pour la trajectoire de l'activité. En se révélant plus persistante que prévu, elle pourrait même entraîner une légère récession en zone euro l'année prochaine.

Tableau 1.1

Prévisions de la Commission européenne

	PIB à prix constants			Prix à la consommation			Nombre de chômeurs			Solde budgétaire		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
	Variation en %			En % de la pop. active			En % du PIB					
Belgique	3.2	1.2	1.4	10.3	3.4	3.5	5.6	5.8	5.7	-3.9	-5.0	-4.7
Allemagne	1.8	0.2	1.4	8.7	6.8	2.7	3.1	3.2	3.1	-2.6	-2.3	-1.2
Irlande	12.0	5.5	5.0	8.1	4.6	2.6	4.5	4.3	4.3	1.6	1.7	2.2
Grèce	5.9	2.4	1.9	9.3	4.2	2.4	12.5	12.2	11.8	-2.3	-1.3	-0.6
Espagne	5.5	1.9	2.0	8.3	4.0	2.7	12.9	12.7	12.4	-4.8	-4.1	-3.3
France	2.6	0.7	1.4	5.9	5.5	2.5	7.3	7.4	7.5	-4.7	-4.7	-4.3
Italie	3.7	1.2	1.1	8.7	6.1	2.9	8.1	7.8	7.7	-8.0	-4.5	-3.7
Luxembourg ¹	1.5	1.6	2.4	8.2	3.2	2.6	4.6	4.8	5.0	0.2	-1.7	-1.5
Pays-Bas	4.5	1.8	1.2	11.6	4.9	3.3	3.5	3.8	3.9	0.0	-2.1	-1.7
Autriche	5.0	0.4	1.6	8.6	7.1	3.8	4.8	4.9	5.0	-3.2	-2.4	-1.3
Portugal	6.7	2.4	1.8	8.1	5.1	2.7	6.0	6.5	6.3	-0.4	-0.1	-0.1
Finlande	2.1	0.2	1.4	7.2	4.8	2.1	6.8	7.1	6.8	-0.9	-2.6	-2.6
Danemark	3.8	0.3	1.5	8.5	4.3	2.5	4.5	5.0	5.1	3.3	2.3	1.3
Suède	2.6	-0.5	1.1	8.1	6.0	1.9	7.5	7.7	8.2	0.7	-0.9	-0.5
UE	3.5	1.0	1.7	9.2	6.7	3.1	6.2	6.2	6.1	-3.4	-3.1	-2.4
Zone euro	3.5	1.1	1.6	8.4	5.8	2.8	6.8	6.8	6.7	-3.6	-3.2	-2.4
Royaume-Uni	4.1	-0.2	1.0	7.9	6.7	2.4	3.7	4.3	4.6	-5.2	-3.2	-2.4
États-Unis	2.1	1.4	1.0	8.0	4.3	2.6	3.5	4.1	4.8	-4.0	-5.0	-5.5
Japon	1.0	1.1	1.0	2.5	3.2	1.8	2.6	2.5	2.4	-8.0	-6.5	-4.4

Source: Commission européenne 15.05.2023. ¹ Les prévisions de la Commission européenne pour le Luxembourg peuvent diverger de celles du STATEC.

L'économie mondiale sous la pression des prix et des conditions de financement

L'activité mondiale s'est révélée un peu plus dynamique que prévu en 2022. Le PIB de l'ensemble des régions du globe a progressé de 3.4%, contre 3.2% escomptés par le FMI dans ses prévisions de l'automne dernier. Ce résultat découle notamment d'une meilleure tenue de l'activité que prévu dans les économies avancées, en particulier aux États-Unis et en Europe (mais pas au Japon), ainsi que dans les économies émergentes et en développement (notamment pour celles d'Europe et d'Amérique latine).

En 2023, la conjoncture mondiale reste marquée par des tensions élevées sur les prix à la consommation. L'inflation tend certes à reculer, mais pour le moment surtout sous l'effet du repli des prix de l'énergie. Le reflux des prix des matières premières non énergétiques tarde, en revanche, à se transmettre sur les prix à la consommation. L'inflation sous-jacente, notamment celle de l'alimentation et des services, demeure élevée au début du printemps et se révèle plus persistante qu'escompté. Pour la plupart des pays, aucune baisse des taux d'intérêt n'est prévue avant 2024.

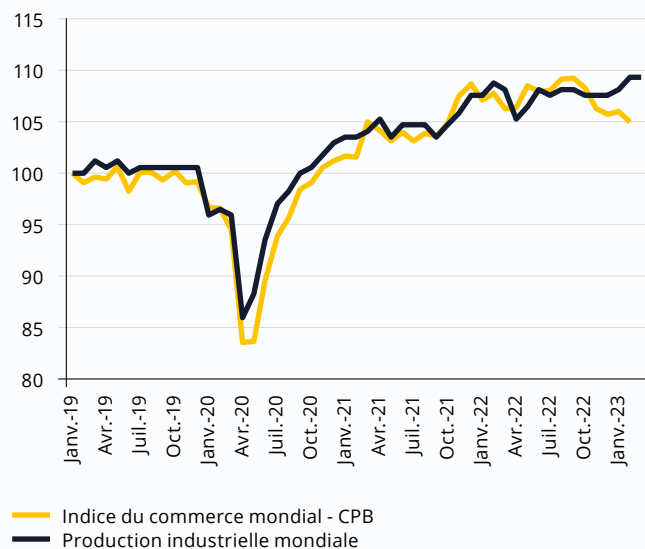
La remontée rapide et prononcée des taux d'intérêt opérée pour juguler les pressions inflationnistes commence à impacter l'économie réelle, notamment les marchés immobiliers (avec des pressions baissières plus ou moins récentes sur les prix et l'investissement résidentiel dans bon nombre de pays) et certains segments des marchés financiers. En lien aussi avec les déboires subis par plusieurs établissements bancaires (américains et européens), les indicateurs de stress financier se sont temporairement – mais significativement – redressés (voir ci-après). À côté de la hausse des taux d'intérêt, qui renchérit considérablement le coût des crédits, les banques se montrent bien plus prudentes lorsqu'il s'agit d'accorder des prêts. On observe à la fois une baisse de la demande et de l'offre dans ce domaine.

Les taux d'intérêt souverains ont par contre diminué, mais le niveau de la dette mondiale demeure élevé (sous l'effet notable des fonds publics mobilisés lors des crises pandémique et énergétique), avec tous les risques que cela implique en matière de stabilité financière.

Graphique 1.1

Baisse de l'intensité des échanges commerciaux

Janvier 2019 = 100, données désaisonnalisées

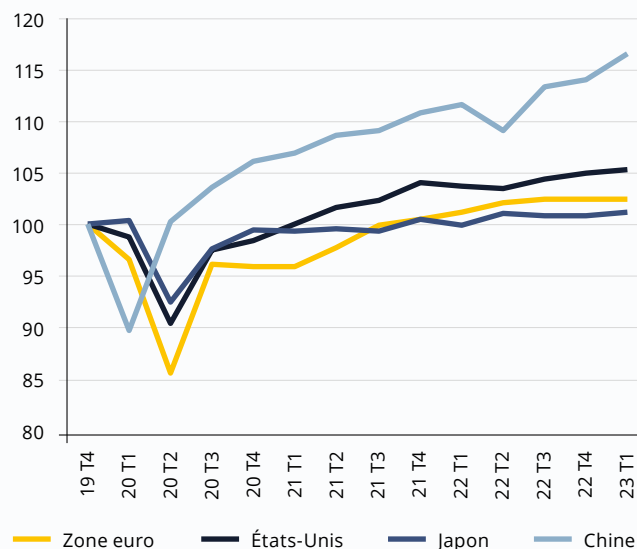


Sources: CPB Netherlands, Banque mondiale

Graphique 1.2

Net rebond de l'activité chinoise après les confinements

PIB en vol., 2019 T4 = 100



Sources: Eurostat, Banque mondiale

Le contexte économique mondial est aussi marqué par des politiques commerciales plus restrictives, avec une hausse des barrières aux échanges, et pas seulement du fait des sanctions vis-à-vis de la Russie. Les tensions commerciales entre les États-Unis, la Chine et l'Europe notamment tendent à se renforcer. L'épisode pandémique et la forte perturbation des chaînes de production associée ont renforcé la volonté d'une moindre dépendance extérieure pour certains types de produits (semi-conducteurs, batteries pour véhicules électriques, matériels médicaux, médicaments, etc.). Les politiques de transition énergétique s'accompagnent par ailleurs de mesures à caractère protectionniste¹. On observe en tous cas depuis la fin de 2022 une divergence d'évolution assez marquée entre la production industrielle et les échanges mondiaux de marchandises (cf. graphique 1.1).

Ralentissement aux États-Unis, rebond post-Covid en Asie

Au début de 2023, l'évolution de l'activité est contrastée selon les régions. Aux États-Unis, le PIB s'est accru de 0.3% sur un trimestre au 1^{er} trimestre, confirmant une tendance de ralentissement (après +0.8% au T3 2022 et +0.6% au T4). La consommation des ménages, malgré un certain freinage, est demeurée dynamique (notamment grâce à une hausse ponctuelle des revenus en janvier), mais les dépenses d'investissement des entreprises et des ménages dans l'immobilier résidentiel se sont inscrites en baisse. La consommation devrait par la suite refluer, et il n'est pas exclu que l'économie américaine entre en récession à partir du 2^e trimestre.

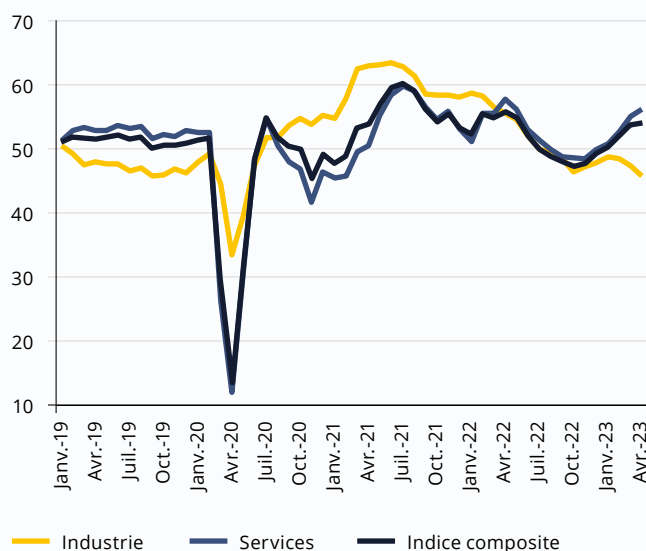
La Chine a vu son PIB largement rebondir au 1^{er} trimestre (+2.2% sur un trimestre, après seulement +0.6% au trimestre précédent) sous l'effet de la fin de la politique zéro Covid. C'est principalement du secteur des services que le redressement est venu, la progression de l'activité dans l'industrie ayant été bien plus modeste. Les indicateurs relatifs à la construction et l'immobilier se sont par ailleurs améliorés, même si les problèmes structurels de l'immobilier chinois constituent toujours un facteur de risque important. Le rebond de l'activité en Chine (et de manière générale, la bonne tenue de l'expansion des pays asiatiques) devrait largement soutenir l'évolution de l'activité mondiale en 2023 et 2024. La croissance a été plus forte qu'escompté au Japon sur le 1^{er} trimestre, la consommation ayant bénéficié de mesures pour défendre le pouvoir d'achat et les touristes étrangers revenant dans l'archipel après la pandémie, favorisant l'activité dans les services.

¹ Les États-Unis, via leur Inflation Reduction Act, ont engagé une politique de subventions massives pour financer la transition énergétique, mais elles sont largement conditionnées au fait qu'elles aillent vers des acteurs implantés sur le sol national et utilisant des ressources locales (en rupture avec certaines règles du commerce international). L'Europe, pour retenir ou attirer les acteurs de la transition énergétique, a répliqué avec son Pacte Vert, au caractère moins protectionniste.

Graphique 1.3

Plus d'élan pour les services en zone euro, mais l'industrie cale

Indices PMI pour la zone euro, en points



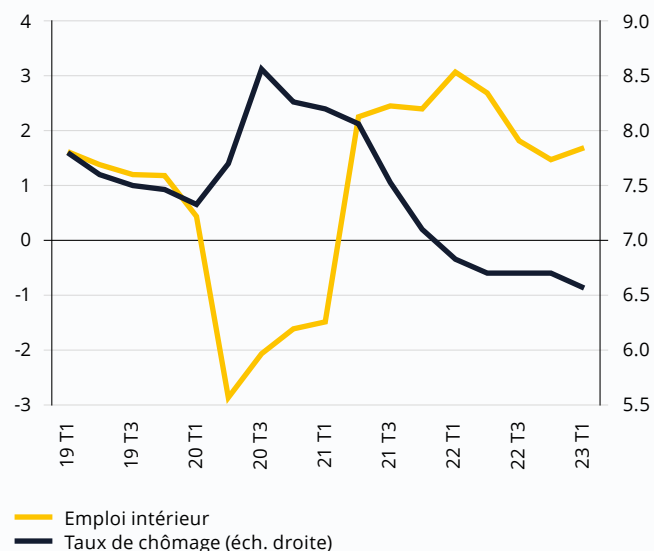
Sources: HCOB, S&P Global

Graphique 1.4

Malgré une activité peu dynamique, le marché du travail résiste bien en zone euro

Var. annuelle en %

En % de la pop. active



Source: Eurostat

2 Cf. notamment <https://www.insee.fr/fr/statistiques/fichier/2834065/acn-16-5.2-presentation.pdf>

3 <https://www.pmi.spglobal.com/Public/Home/>

Zone euro: une reprise mal assurée au début de 2023

La zone euro a évité de peu la récession, avec un PIB stable au 4^e trimestre 2022 et une croissance modeste (+0.1% sur un trimestre) au 1^{er} trimestre 2023. La crainte qu'elle soit affectée par des rationnements de gaz sur la période hivernale ne s'est pas concrétisée grâce au bon remplissage des stocks, aux températures relativement douces et à une baisse autonome de la consommation d'énergie (indépendante de la météo).

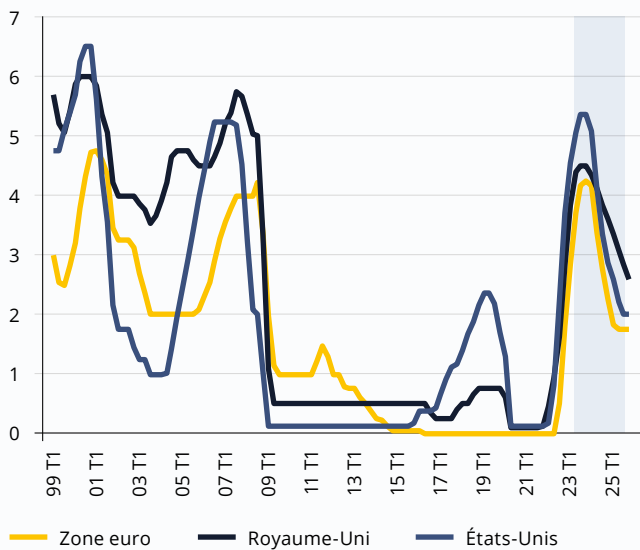
Le détail des composantes du PIB des différents pays de la zone euro n'est pas encore disponible pour le 1^{er} trimestre 2023 (au moment de la rédaction) mais le 4^e trimestre a vu reculer à la fois la consommation privée (-0.9% sur un trimestre) et l'investissement (-0.4% sans tenir compte de l'Irlande, -3.4% avec ce pays). Il faut relever que les évolutions très perturbées des résultats du PIB irlandais (qui, de ce fait, reflète mal l'évolution réelle de son activité²), perturbent un peu la perception de la dynamique économique de la zone euro. Sans l'Irlande, le PIB de la zone euro affiche ainsi une baisse de 0.1% au 4^e trimestre 2022 et une hausse de 0.2% au 1^{er} trimestre 2023. Cette évolution correspond d'ailleurs mieux aux signaux envoyés par l'enquête de conjoncture PMI, où l'indice composite se situait sous la barre des 50 points au 4^e trimestre (soit en phase de contraction).

Selon la même enquête, l'activité en zone euro montre un redressement continu depuis le mois de décembre, mais celui-ci provient exclusivement des activités de services, l'industrie demeurant en zone de contraction (où elle s'est encore enfoncée davantage en mars et avril). Le communiqué de presse correspondant d'avril met en avant le rôle majeur de l'Italie et de l'Espagne dans ce rebond des services³, via la remontée de la fréquentation touristique. Ce sont d'ailleurs ces deux pays, avec une progression du PIB de 0.5% chacun au 1^{er} trimestre, qui apportent les contributions les plus importantes à l'évolution du PIB de la zone euro. Ceci explique aussi certainement la bonne tenue de l'emploi et du chômage au début de 2023. Pour d'autres pays, comme l'Allemagne, l'Autriche ou les Pays-Bas, les résultats du PIB de la fin 2022 et du début 2023 montrent plutôt une tendance au recul. Ainsi, au niveau de l'ensemble de la zone euro, la dynamique de reprise perceptible au début de 2023 n'est pas généralisée et semble reposer sur une assise conjoncturelle fragile.

Graphique 1.5

Le relèvement des taux directeurs pourrait bientôt toucher à sa fin

Taux directeur principal en %



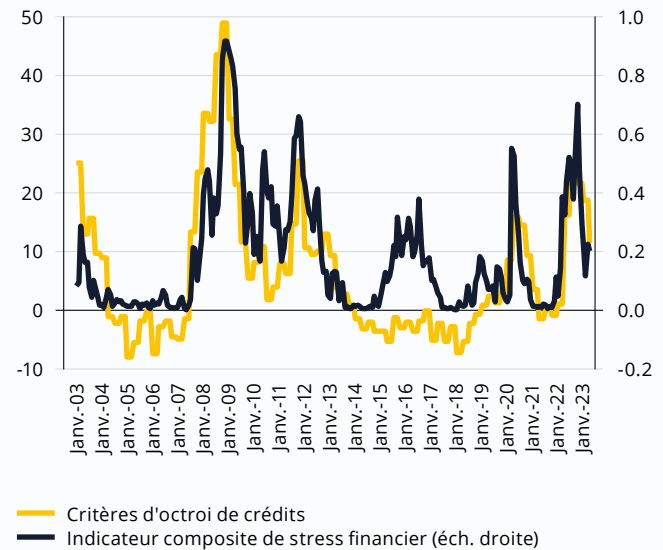
Sources: Macrobond, Oxford Economics (prévisions d'avril 2023)

Graphique 1.6

Les tensions systémiques s'atténuent mais restent présentes

% net +/-

Indice standardisé



Source: BCE

Le resserrement des politiques monétaires vient impacter l'économie réelle

Après un resserrement rapide et prononcé des politiques monétaires en zone euro, au Royaume-Uni et aux États-Unis, les banques centrales ont été plus modérées dans le relèvement des taux directeurs sur les derniers mois. En zone euro, où les taux ont été relevés plus tardivement qu'aux États-Unis et au Royaume-Uni, le taux directeur sur les opérations principales de refinancement a dépassé le seuil de 3% au premier trimestre 2023, suite à de fortes hausses de 50 à 75 points de base. Après un relèvement plus modeste de 25 points de base au mois de mai et deux autres relèvements similaires attendus en juin et juillet, le taux directeur en zone euro pourrait se stabiliser à 4.25%, dès qu'il y aura un retournement clair de l'inflation sous-jacente. La BCE poursuit, par ailleurs, la réduction du portefeuille de titres détenus dans le cadre du programme d'achats d'actifs à un rythme mesuré et prévisible et entend mettre fin aux remboursements à compter de juillet 2023. Le relèvement des taux s'est transmis rapidement aux conditions monétaires et de financement, ce qui a entraîné une baisse de la demande de crédits et devrait impacter négativement les investissements des entreprises et des ménages⁴.

L'effondrement de plusieurs banques américaines et de Credit Suisse au mois de mars a accru temporairement les tensions sur les marchés financiers et devrait inciter les banques à resserrer davantage leurs conditions et critères d'octroi de crédits. Ces faillites bancaires sont liées à des problèmes de concentration des risques⁵, de réputation, de supervision et de couverture des hausses de taux. Elles ont mis en avant la vulnérabilité des intermédiaires financiers et le risque de hausse des taux sur la valeur des obligations détenues. Les valorisations des banques ont chuté en mars (-15% entre février et mars pour l'indice bancaire américain, -7% pour l'indice européen), puis elles se sont légèrement redressées sans toutefois rattraper leur niveau de février. L'indicateur composite de stress financier en zone euro⁶ a fortement augmenté en 2022 (à des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis la crise financière de 2008), puis est reparti à la baisse avec le relèvement des marchés boursiers dès la fin de 2022. L'indice boursier européen Euro Stoxx 50, qui contient six banques, a subi un léger trou d'air en mars (-1% sur un mois), mais s'est rattrapé ensuite, affichant une progression de 17% sur un an à la mi-mai. Les modifications des politiques monétaires et les impacts des hausses de taux sur l'activité économique et la stabilité financière seront déterminants pour l'évolution des marchés boursiers sur le reste de l'année.

⁴ Dans ses dernières prévisions, le FMI mentionne sur base de différentes études que les décisions de politique monétaire produisent des effets sur l'activité économique de manière immédiate ou dans un délai allant jusqu'à trois trimestres. La vitesse de transmission de ces décisions à l'inflation serait plus long, allant de 1.5 à 2.5 années.

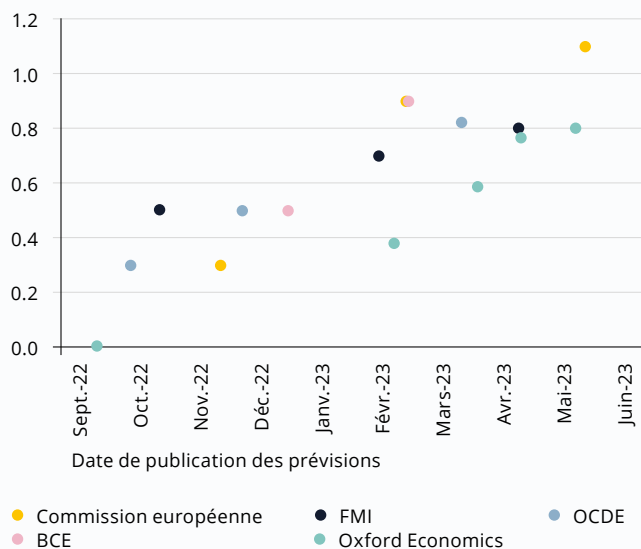
⁵ La Silvergate fournissait principalement des services liés aux cryptomonnaies (qui ont subi une chute brutale de leur valorisation en 2022), alors que la Silicon Valley Bank était spécialisée dans le financement de start-ups technologiques.

⁶ Cet indicateur comprend 15 mesures de stress financier principalement basées sur le marché, qui sont réparties équitablement en cinq catégories, à savoir le secteur des intermédiaires financiers, les marchés monétaires, les marchés d'actions, les marchés obligataires et les marchés des changes.

Graphique 1.7

Des perspectives de croissance pour la zone euro revues à la hausse pour 2023...

Croissance du PIB en zone euro en 2023, en %

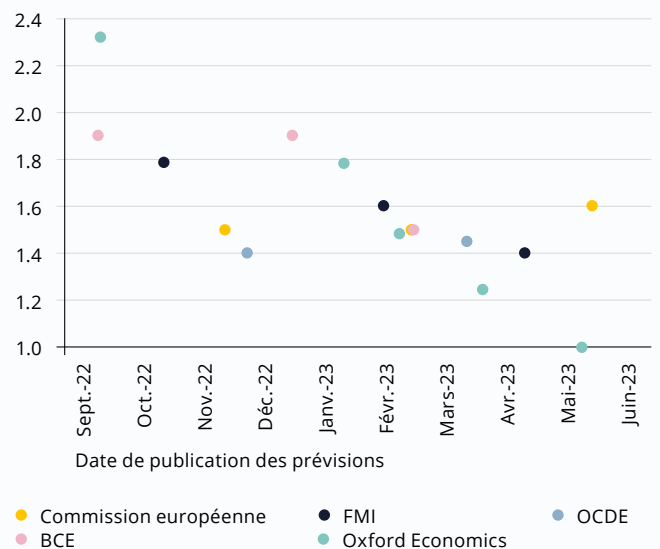


Sources: comme indiquées dans le graphique

Graphique 1.8

... et globalement à la baisse pour 2024

Croissance du PIB en zone euro en 2024, en %



Sources: comme indiquées dans le graphique

7 Ces prévisions se basaient sur des hypothèses internationales finalisées début janvier.

Une croissance modérée pour la zone euro en 2023 et 2024

Les données d'Oxford Economics (qui fournit au STATEC des jeux d'hypothèses et de prévisions très détaillés concernant l'environnement international et assortis de scénarios alternatifs) tablent sur une progression du PIB de la zone euro de 0.8% en 2023, puis de 1.0% en 2024.

Pour 2023, il s'agit d'une révision significative à la hausse par rapport aux prévisions de moyen terme publiées en février dernier⁷, qui tablaient sur une stagnation du PIB. Ceci découle principalement d'indicateurs meilleurs que prévu sur la fin de 2022 et le début de 2023 (notamment du fait que l'approvisionnement en gaz ait été assuré), ce qui a permis à la zone euro d'échapper à une récession technique.

Pour 2024 par contre, la prévision actuelle table sur une croissance presque deux fois moins forte qu'en février dernier (elle était alors à +1.8%). La croissance se retrouve ainsi mieux répartie sur 2023 et 2024 (avec un effet rebond largement réduit pour l'année prochaine).

Parmi les paramètres qui ont été les plus révisés, on trouve en premier lieu les taux d'intérêt à court terme. Ils sont maintenant de 3.3% pour 2023 et 2.4% pour 2024, soit un demi-point de plus qu'auparavant sur chacune de ces années, indiquant un resserrement monétaire plus marqué que prévu, et ce alors que les prévisions d'inflation pour la zone euro n'ont pas particulièrement été revues à la hausse entre-temps. L'évolution des marchés boursiers (approximée via celle de l'indice Euro Stoxx 50) serait par contre bien plus favorable pour l'année en cours (+12%, contre +2% seulement précédemment), mais elle est revue à la baisse pour 2024.

Le taux de change euro/dollar est légèrement révisé à la hausse sur les deux années, reflétant la réappréciation de la monnaie unique par rapport au billet vert observée sur les derniers mois. Celle-ci provient notamment des anticipations concernant les politiques monétaires et du décalage entre les deux régions (le resserrement monétaire a été plus précoce aux États-Unis, faisant s'apprécier le dollar, mais l'assouplissement devrait aussi y débiter plus tôt).

Tableau 1.2

Principales hypothèses internationales

	Scénario central				Persistance de l'inflation à court terme ¹		Désinflation plus rapide ²	
	1995-2022	2022	2023	2024	2023	2024	2023	2024
	Évolution en % sauf si spécifié différemment							
PIB en vol. zone euro	1.5	3.5	0.8	1.0	0.4	-0.2	1.5	2.5
Demande mondiale (biens, vol.)	4.4	5.3	-0.4	3.1	-0.8	1.6	0.4	6.7
Demande mondiale (services, vol.)	3.9	12.8	5.1	4.6	4.9	4.0	5.4	5.7
Indice boursier européen Euro Stoxx 50	3.8	-6.5	12.3	-3.7	2.2	-9.8	19.1	-1.1
Prix PIB zone euro	1.7	4.7	5.0	1.0	5.1	0.9	4.9	0.6
Prix pétroliers (USD/baril)	56.8	100.7	86.9	88.0	85.9	81.0	80.6	80.9
Taux de change (EUR/USD)	1.19	1.05	1.09	1.10	1.08	1.09	1.10	1.13
Taux de chômage Grande Région (% de la pop. act.)	8.6	6.7	6.8	6.8	6.9	7.1	6.7	6.4
Taux d'intérêt court terme (EUR)	2.0	0.3	3.3	2.4	3.9	3.4	3.1	1.9
Taux d'intérêt long terme (EUR)	3.5	1.9	3.0	2.7	3.5	3.1	2.8	2.0

Source: Oxford Economics (2023-2024: prévisions) ¹ Dans ce scénario défavorable, l'inflation sous-jacente ralentit moins fortement que prévu et les banques centrales répondent par des hausses additionnelles des taux directeurs. L'économie mondiale s'essouffle, le niveau du PIB de la zone euro se situant environ 1.5 point de % en dessous du scénario de base sur les deux années 2023 et 2024. Les taux à court terme sur l'EUR culmineraient à 4.6% au dernier trimestre et ne reflueraient que lentement à partir du premier trimestre 2024. ² Dans ce scénario favorable, les pressions inflationnistes s'atténuent nettement à très court terme. Les prix des matières premières baissent plus rapidement que prévu et les pressions sur les coûts diminuent largement, entraînant un retournement précoce des taux directeurs (dès le 4^e trimestre 2023 en zone euro). La reprise mondiale s'accélère, soutenue par une confiance plus solide des entreprises et des consommateurs, faisant gagner au PIB en vol. de la zone euro plus de 2 points de croissance sur les deux années 2023 et 2024.

L'évolution de l'inflation demeure un facteur d'incertitude majeur

Comme souvent, le scénario central de prévisions est assorti de scénarios alternatifs. Ces derniers, l'un étant plus défavorable que le scénario central, l'autre plus favorable, reflètent principalement des divergences concernant la trajectoire de l'inflation en zone euro. Dans le scénario défavorable, l'inflation se montrerait plus persistante que prévu, alors que dans le scénario favorable, elle refluerait de manière plus rapide qu'escompté. L'articulation de ces deux scénarios alternatifs est décrite au bas du [tableau 1.2](#).

Dans le scénario d'inflation persistante, la zone euro verrait son expansion largement rabotée en 2023 et elle tomberait même en récession l'année prochaine (baisse du PIB de 0.2%). Dans le scénario favorable, la progression de l'activité serait, par contre, deux fois plus forte que dans le scénario central, à la fois en 2023 et 2024.

À côté de l'inflation, d'autres éléments sont susceptibles d'infléchir, à la baisse ou à la hausse, les prévisions du scénario central. Du côté des risques baissiers (certains peuvent être liés entre eux), citons de possibles résurgences de facteurs déstabilisants du côté des acteurs du secteur financier (en lien ou non avec la remontée des taux d'intérêt), un durcissement des conditions de financement plus fort que prévu, une correction majeure des marchés immobiliers, des difficultés d'approvisionnement en gaz pour l'hiver prochain, une détérioration supplémentaire des relations commerciales internationales ou encore une aggravation du conflit entre la Russie et l'Ukraine et des conséquences qui pourraient en découler.

Il y a aussi derrière chacun de ces éléments la possibilité qu'ils évoluent de manière plus favorable qu'escompté. Mais dans l'ensemble, et selon les différentes sources de prévisions, les risques sont à nouveau majoritairement de nature baissière. Beaucoup d'incertitudes entourent également les perspectives de développement de l'activité en Chine, qui peut aussi bien réserver des surprises négatives que positives.