

2. Tour du monde de la situation conjoncturelle

États-Unis : le retour du cycle

La capacité de rebond de la croissance américaine s'est confirmée au premier semestre 2021. Le reflux de l'épidémie après un pic de contaminations en janvier et la mise en œuvre rapide de la campagne de vaccination ont permis une nette amélioration de la situation sanitaire ce qui s'est reflété dans la dynamique de consommation et de croissance. La progression du PIB au cours des deux premiers trimestres 2021 a déjà permis aux États-Unis de renouer avec le niveau d'activité observé en fin d'année 2019, confirmant une reprise qui s'enclenche bien plus rapidement que dans la zone euro dont le PIB reste amputé de -2,5 % relativement à son niveau d'avant-crise. Cette accélération de la demande américaine s'est notamment reportée sur la consommation de biens, ce qui s'est traduit par des tensions sur l'offre et les prix. En supposant que l'amélioration de la situation sanitaire se poursuive, la croissance resterait dynamique au deuxième semestre 2021 et la croissance annuelle dépasserait 6 %, fortement tirée par la consommation des ménages dont le pouvoir d'achat a été soutenu par les mesures d'urgence mises en œuvre sous l'administration Trump puis sous celle de Biden. En 2022, la dynamique sera fortement conditionnée par le choix de désépargne des ménages. Sous l'hypothèse prudente que le taux d'épargne retrouve son niveau de 2019, la croissance atteindrait 4,3 %. Mais un tel scénario suppose que les ménages aient accumulé du patrimoine financier pendant la crise et que celui-ci n'est pas dépensé. Ils pourraient aussi faire le choix de réduire cette surépargne Covid, ce qui se traduirait alors par une croissance dépassant à nouveau 6 % et par une persistance des tensions inflationnistes.

Fort rebond de l'économie américaine

Malgré une nouvelle vague de la pandémie au tournant de l'année 2020, la croissance américaine a été robuste au premier semestre 2021 avec un PIB progressant de 1,5 et 1,6 % respectivement au cours des deux trimestres. Le pic de contaminations a été atteint mi-janvier.

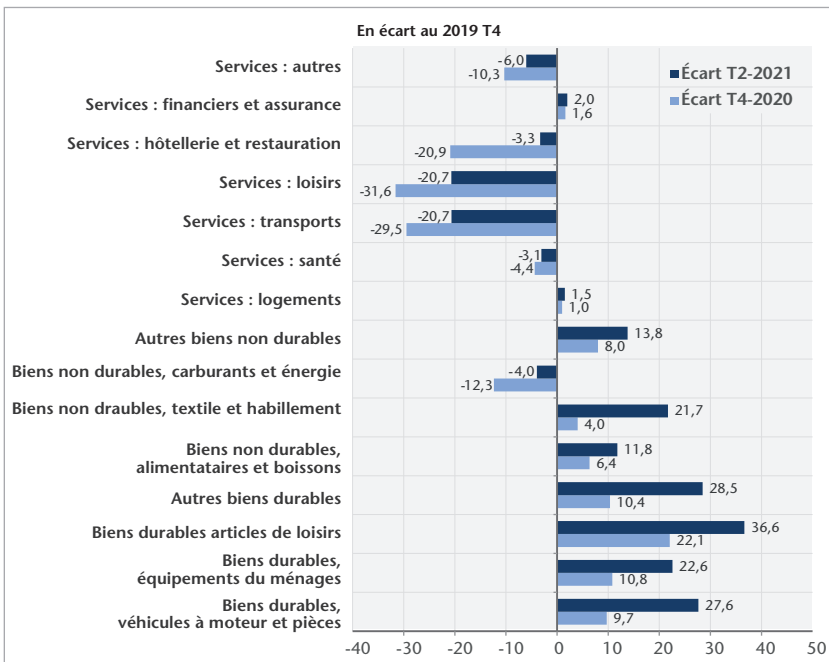
L'épidémie a ensuite rapidement reflué en même temps que la campagne de vaccination était lancée tambour battant. Au 31 mars 2021, 29 % de la population américaine avait reçu une première dose de vaccin contre 12 % dans l'Union européenne. Les ventes de détails ont fortement progressé de janvier à mars alors qu'elles étaient en baisse en fin d'année 2020. La consommation des ménages a de fait fortement tiré la croissance avec une contribution au PIB de 1,9 point en moyenne sur les deux premiers trimestres, si bien qu'au deuxième trimestre 2021, le niveau de consommation dépassait celui du quatrième trimestre 2019 de 3,1 %.

La crise a toutefois eu une incidence importante sur la répartition par produit de la consommation. Les mesures prophylactiques mises en place et l'internalisation des contraintes sanitaires ont pesé sur la consommation de services, surtout ceux impliquant une interaction physique. Ainsi, la part de la consommation de services de loisirs dans le panier de consommation totale a été réduite de 0,9 point entre 2019 et le deuxième trimestre 2021. Du côté des services, la consommation de services financiers a mieux résisté puisque sa part est stable et que le niveau de consommation au deuxième trimestre était 2 points au-dessus de celui du quatrième trimestre 2019 (graphique 1). La consommation s'est de fait reportée sur les biens qui représentent, mi-2020, un peu plus de 35 % de la consommation contre 31 % en 2019. La consommation de biens durables a été particulièrement dynamique avec une progression trimestrielle moyenne de 7,7 % depuis le troisième trimestre 2020. Au deuxième trimestre 2021, la consommation en articles de loisirs est supérieure de 36,6 % à son niveau d'avant-crise. L'écart s'élève à 22,6 % pour les biens d'équipement du ménage et à 27,6 % pour la consommation dans le secteur des véhicules à moteur. La consommation en biens non durables a également été dynamique sauf celle de carburants et d'énergie qui accuse un retard de 4 % au deuxième trimestre 2021. Les services les plus touchés par la crise restent les services de loisirs et de transports et l'écart avec le niveau de consommation du quatrième trimestre 2019 dépassait encore 20 points mi-2021.

La dynamique de l'investissement en logement des ménages témoigne également de la bonne santé de leur pouvoir d'achat (voir *supra*) puisque mi-2021, le niveau de dépenses était supérieur de près de 16 % à celui de fin 2019. Le rebond a été effectivement très fort au cours du deuxième semestre 2020 si bien que le taux d'investissement en logement des ménages a gagné 0,4 point de revenu disponible brut

depuis le quatrième trimestre 2019, retrouvant un niveau qui n'avait pas été observé depuis 2008. Les entreprises se sont adaptées à la crise en investissant dans l'équipement informatique et dans le développement de logiciels tandis qu'inversement, les investissements en matériel de transport ont été fortement impactés par la crise. Mi-2021, le niveau des investissements en matériel de transport était inférieur de 16,5 % à celui du quatrième trimestre 2019. Le corollaire du dynamisme de la demande intérieure fut une forte progression des importations. Ainsi, sur les quatre trimestres qui ont suivi le choc du deuxième trimestre 2020, la contribution du commerce extérieur à la croissance fut négative : -0,7 point en moyenne.

Graphique 1. La consommation en biens et services en volume



BEA (tableau NIPA 156).

Un potentiel de créations d'emplois loin d'être épuisé

En l'absence de mécanisme d'activité partielle, le taux de chômage américain avait fortement augmenté pendant la crise atteignant un pic à 14,8 % en avril 2020. Néanmoins, comme indiqué par les enquêtes menées auprès des ménages par le Bureau of Labor Statistics (BLS), une forte proportion des licenciements concernait des emplois temporaires.

De nombreux salariés ont de fait été rappelés par leur employeur dès lors que la reprise de l'activité le permettait¹. Hall et Kudlyak (2021) qualifient cette catégorie de « chômeurs ayant un emploi² ». Cette possibilité offerte aux employeurs permet de ne pas supporter le coût d'un nouveau recrutement et pour les salariés de ne pas perdre en compétences. Alors qu'ils représentaient 11 % des chômeurs en janvier 2020, la part des chômeurs en situation de licenciement temporaire est montée à 78 % en avril avant de redescendre rapidement. Ils ne représentaient plus que 15 % des chômeurs en août 2021 pour un taux de chômage de 5,2 %.

La reprise de l'activité s'est donc accompagnée d'importantes créations d'emplois. Alors que 20 millions d'emplois ont été détruits en un seul trimestre en 2020, près de 14 millions d'emplois ont été créés depuis (tableau 1). Même si le PIB dépasse son niveau d'avant-crise, l'emploi reste dégradé. Cette situation s'explique par le fait que l'écart au niveau de PIB de fin 2019 ne reflète pas le déficit d'activité puisqu'il faut tenir compte du potentiel de croissance et donc de la trajectoire qu'aurait pu suivre le PIB en l'absence de crise. D'après le Congressional Budget Office (CBO), le taux de croissance annuel du potentiel américain est proche de 2 % si bien que l'écart de croissance est estimé à 1,7 % au deuxième trimestre 2021. À cet effet, il faut ajouter que la productivité par tête aux États-Unis s'est fortement accrue en 2020³. Dit autrement, l'ajustement de l'emploi a été bien plus fort que celui de la production. Contrairement à la récession de 2008-2009, le cycle de productivité n'a pas amorti mais amplifié l'effet du choc d'activité sur l'emploi.

Ce constat suggère que les marges d'amélioration de la situation sur le marché du travail ne sont pas épuisées. Elles sont même plus fortes encore si l'on tient compte des retraits d'activité observés pendant la crise. En effet, étant donné le contexte sanitaire, de nombreux individus ont déclaré qu'ils n'étaient pas en recherche active d'emploi soit pour des raisons familiales – garde d'enfant lorsque les écoles étaient fermées par exemple – soit parce qu'ils étaient

1. Il faut souligner que la distinction repose sur une déclaration des ménages qui se voient demandés si l'employeur a indiqué une date de réembauche ou suggéré une reprise éventuelle dans un délai de six mois. Il s'agit donc d'une anticipation *ex ante*. Il reste donc possible que ce ménage soit finalement définitivement licencié, qu'il retrouve un autre emploi ou qu'il sorte de la population active.

2. Voir « Unemployed with jobs and without jobs », *NBER Working Paper*, n° 27886.

3. Au deuxième trimestre 2021, elle se situe 6 % au-dessus du niveau du quatrième trimestre 2019.

découragés⁴. Au deuxième trimestre 2020, 6,3 millions de personnes étaient sorties de la population active et mi-2021, cela concernait encore 3,4 millions de personnes. Le chômage a donc baissé rapidement depuis l'été 2020 mais il reste des marges de manœuvre importantes pour épuiser le sous-emploi et réintégrer les individus sur le marché du travail.

Tableau 1. Situation sur le marché du travail aux États-Unis

En écart au T4-2019, en millions

	T2-2020	T4-2020	T2-2021
Emploi	-21	-8,8	-7,1
Population active	-6,3	-3,8	-3,4
Chômeurs	14,7	4,9	3,6
Taux de chômage, en % de la population active	13 %	6,7 %	5,9 %

BLS.

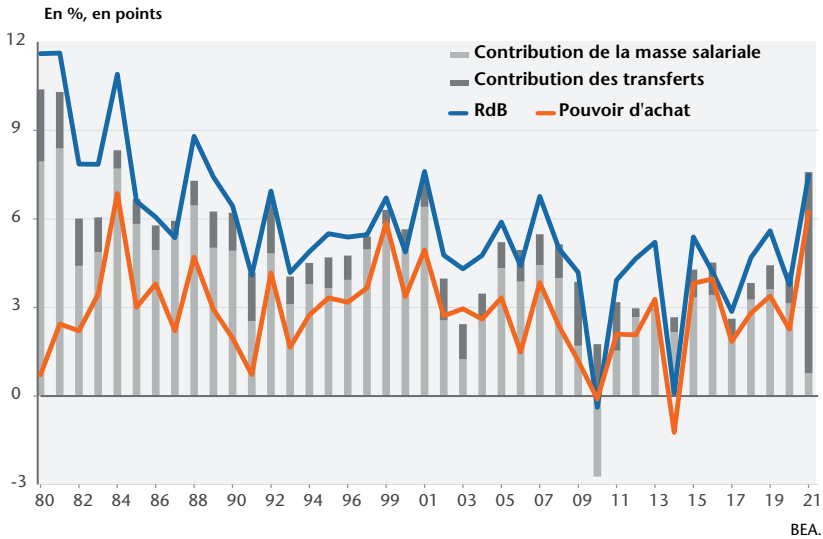
Les ménages profitent de la crise

En 2020, malgré la récession, le revenu disponible brut (RdB) des ménages a progressé de 7,5 %. À titre de comparaison, le RdB nominal des ménages avait baissé de 0,4 % en 2009. En termes de pouvoir d'achat, la progression s'établit à 6,2 % en 2020. Une telle amélioration n'avait pas été observée depuis 1984 (graphique 2). Cette évolution s'explique par les mesures d'urgence prises en 2020 sous l'administration Trump. Les chômeurs ont effectivement bénéficié d'une allocation chômage fédérale additionnelle et plus de 54 % des ménages ont reçu un chèque. Ainsi la contribution des transferts au revenu disponible nominal a atteint 6,8 points en 2020 alors que celle des revenus salariaux passait de 3,1 points en 2019 à 0,8 point en 2020.

En 2021, le soutien au revenu des ménages reste important avec les mesures contenues dans l'American Rescue Plan proposé Joe Biden et voté par le Congrès en mars 2021. L'extension de l'allocation chômage additionnelle – pour un montant cependant moindre qu'au printemps 2020 – et l'envoi d'un nouveau chèque ont en effet dopé le revenu disponible au premier semestre 2021. Sur l'ensemble des mesures

4. Les enquêtes peuvent imparfaitement rendre compte du statut des ménages au pire de la crise. La répartition entre sans emploi mais actif ou inactif peut souffrir de biais, ce qui aurait conduit à une sous-estimation du taux de chômage au deuxième trimestre 2020 mais à une surestimation des retraits de population active.

Graphique 2. Évolution du revenu disponible brut des ménages depuis 1980 aux États-Unis



votes depuis mars 2020, près de 43 % sont en faveur des ménages qui recevraient des transferts ou réductions d'impôts pour un montant proche de 2 250 milliards de dollars. Le calendrier des mesures suggère cependant que l'essentiel des aides a été versé au deuxième trimestre 2021. Avec l'amélioration de la situation sur le marché du travail, le revenu disponible progresserait encore de plus de 7 % en 2021. Une partie de la hausse serait toutefois rognée par l'inflation si bien qu'en termes de pouvoir d'achat, le gain serait de 3,5 %, un niveau qui reste cependant plus élevé qu'en 2018 et 2019 alors que la situation économique était caractérisée par un taux de chômage bas et par les effets de la réforme fiscale de Donald Trump.

Dans ces conditions, le taux d'épargne des ménages resterait élevé en 2021 : 12,5 % de RdB après avoir atteint 16,4 % en 2020. Les statistiques du deuxième trimestre suggèrent cependant que le retour vers le niveau d'avant-crise se fait progressivement. Au deuxième trimestre 2021, le taux d'épargne s'établissait à 10,5 %, soit 10 points de moins que le trimestre précédent⁵. Ainsi, depuis mi-2020, les ménages continuent à accumuler une épargne à la fois parce que leurs revenus ont été dopés par les mesures budgétaires mais aussi parce que

5. Le pic aura été atteint au deuxième trimestre 2020 avec un taux d'épargne de 26,1 % du RdB.

la consommation a été freinée par les mesures prophylactiques. Au deuxième trimestre, le cumul de cette épargne excédentaire, calculé comme la différence entre l'épargne de chaque trimestre et le montant moyen observé sur l'année 2019 atteint 2 500 milliards de dollars, soit plus de 15 % du revenu disponible de 2019. Toutefois, cette estimation ne tient pas compte des facteurs autres que les contraintes de consommation qui ont influencé l'épargne pendant cette période. Si on suppose que l'excès d'épargne représente uniquement la consommation empêchée, alors la « sur-épargne Covid » serait de 1 105 milliards de dollars au deuxième trimestre 2021 (encadré 1).

Encadré 1. Quel est le montant de la « sur-épargne Covid » ?

En moyenne, sur l'année 2019, les ménages américains épargnaient 310 milliards de dollars par trimestre. Depuis le début de l'année 2020, ce montant a fortement augmenté. Si on cumule l'écart à chaque trimestre entre l'épargne observée et ce montant moyen de 2019, on obtient un chiffre pour la sur-épargne de 2 500 milliards de dollars à la mi-2021. Une grande partie de cette épargne s'explique par la crise mais elle reflète nécessairement plusieurs facteurs :

- 1) Une partie est liée à la situation sanitaire et aux contraintes qui ont empêché les ménages de consommer. Cet ajustement peut à la fois résulter de la fermeture de commerces, de l'introduction de jauges ou même d'une autolimitation. Comme le montrent Goolsbee et Syverson (2021), les ménages ont d'eux-mêmes limité leurs déplacements et donc leurs dépenses en fonction de la dynamique de l'épidémie⁶ ;
- 2) La situation inédite sur le plan sanitaire et économique s'est traduite par une incertitude accrue, ce qui a pu pousser les ménages à épargner pour motif de précaution. Ce motif est traditionnellement capté par un effet négatif du taux de chômage sur la consommation ;
- 3) La politique budgétaire a fortement soutenu le revenu des ménages si bien que leur revenu disponible a progressé. Or une hausse du revenu n'entraîne pas une augmentation équivalente de consommation. Pour un dollar supplémentaire de revenu, les ménages décident en général d'en épargner une fraction qui correspond au complément de la propension marginale à épargner. Une partie de l'épargne s'explique donc par le choc budgétaire et ses conséquences sur le revenu des ménages. Selon la théorie du revenu permanent, l'épargne augmenterait d'autant plus que les ménages considèrent que la hausse de leur revenu est temporaire⁷.

6. Voir « Fear, lockdown, and diversion: Comparing drivers of pandemic economic decline 2020 », *Journal of Public Economics*, vol. 193, 104311, janvier 2021.

La politique budgétaire comme l'évolution du taux de chômage sont évidemment endogènes à la crise. Pour autant la distinction entre ces motifs est essentielle pour anticiper le montant qui pourrait être dépensé par les ménages en 2022. En particulier, il n'y a pas de raison de supposer que l'épargne liée au motif de précaution ou au choc de revenu diminue fortement sauf dans le cas où le choc inverse se produit. En revanche, toute l'épargne résultant d'une consommation qui a été empêchée devrait être désépargnée progressivement. Pour capter cette composante, nous avons simulé la trajectoire de consommation qui aurait eu lieu si les ménages avaient suivi leur comportement habituel et en tenant compte du taux de chômage et du revenu observé pendant la crise. L'écart entre la consommation simulée et la consommation réalisée reflète l'ensemble des autres chocs qui ne sont pas considérés dans l'équation et donne donc une estimation de la consommation « empêchée » sous l'hypothèse qu'il s'agit du seul autre choc au cours de la période.

La trajectoire fictive la consommation est déterminée à partir de l'équation suivante⁸ :

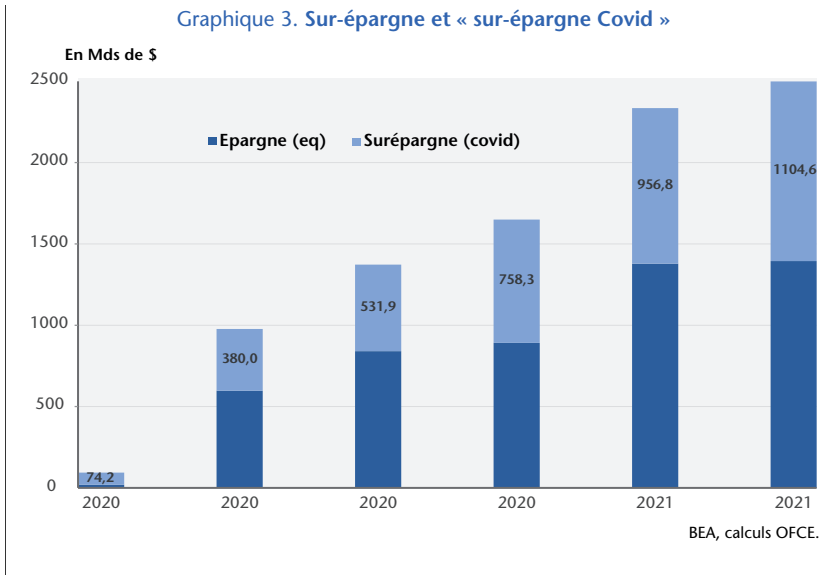
$$\begin{aligned} \Delta \ln(\text{Conso}_t) = & -0,29 - 0,08. \ln\left(\frac{\text{ConsoNominale}_{t-1}}{\text{RdB}_{t-1}}\right) \\ & - 0,05. \text{Txch\^omage}_{t-1} + 1,69. \text{TxIntr\^eel}_{t-1} \\ & - 0,05. \text{Txd\^ependance}_{t-1} \\ & + 0,69. \left(\frac{\text{Richesse financiere}_{t-1}}{\text{RdB}_{t-1}}\right) \\ & + 1,10. \Delta\left(\frac{\text{Richesse financiere}_t}{\text{RdB}_t}\right) - 0,54. \Delta. \text{Txch\^omage}_t \\ & + 0,12. \Delta \ln(\text{RdBr\^eel}_t) + 0,06. \Delta \text{TxIntr\^eel}_t \\ & + \gamma. \text{Dummy}_t \end{aligned}$$

Où Dummy_t désigne un vecteur de variables indicatrices.

De fait, l'équation surestime fortement la consommation. Au deuxième trimestre 2020, étant donné le taux de chômage et le revenu disponible, la consommation aurait été 11,3 % plus élevée que ce qui a été observé, soit un écart de 320 milliards sur un trimestre. La surestimation s'atténue progressivement et serait de 4,7 % au deuxième trimestre 2021. Partant de là, il est possible de recalculer le montant de l'épargne et donc d'évaluer la « sur-épargne Covid » qui serait de 1 100 milliards de dollars au deuxième trimestre 2021 (graphique 3).

7. On peut aussi introduire une hypothèse selon laquelle les transferts budgétaires ont peu d'effet sur la consommation des ménages s'ils anticipent qu'ils seront compensés plus tard par une augmentation des impôts. Ainsi, dans le cas où les ménages adoptent un comportement qualifié de ricardien, tout le supplément de revenu lié à une décision de politique budgétaire est épargné. Cette hypothèse n'est cependant pas retenue ici car faiblement validée empiriquement.

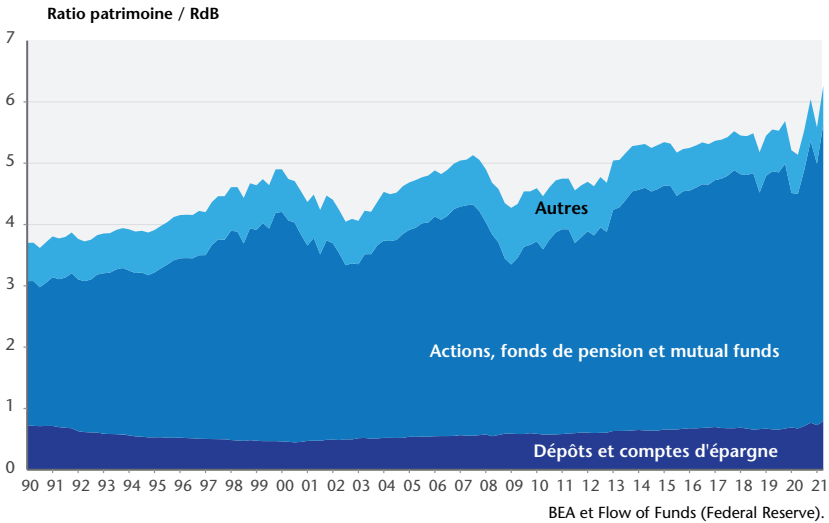
8. Elle s'appuie sur les analyses développées dans Antonin, Plane et Sampognaro (2017). Voir « Les comportements de consommation des ménages ont-ils été affectés par la crise de 2008? ». *Revue de l'OFCE*, (2), 177-225. La période d'estimation est 1990 : T1 – 2019 : T4.



Cette épargne se retrouve dans le patrimoine financier. Le montant des actifs financiers détenus par les ménages dans leurs comptes de dépôts a augmenté de 2 477 milliards de dollars depuis le quatrième trimestre 2019. Les actifs détenus dans les comptes d'épargne ont également augmenté pour 790 milliards de dollars. Mais le gain de richesse est encore plus marqué si l'on tient compte de la valeur du patrimoine détenu sous forme d'actions qui a progressé de 11 193 milliards de dollars. Cette évolution résulte de l'envolée des cours boursiers au cours de la période. Ainsi, le patrimoine financier des ménages représente désormais le niveau record de 6,3 fois le montant de leur revenu disponible (graphique 4).

L'ensemble de ces évolutions n'est certainement pas neutre du point de vue des inégalités aux États-Unis. Les inégalités de patrimoine se sont probablement accrues si la part de la richesse détenue sous forme d'actions (en détention directe et indirecte) est plus élevée pour les ménages les plus aisés. Sur le plan des revenus non financiers, les effets de la crise devraient être plus ambigus. Une partie des mesures d'urgence a effectivement bénéficié aux ménages les moins aisés. En effet, le versement d'une allocation fédérale additionnelle forfaitaire a pu se traduire par une augmentation des revenus entre mars et

Graphique 4. Évolution du patrimoine financier des ménages américains



août 2020 pour les ménages qui percevaient des faibles salaires⁹. Cependant, l'allocation a diminué ensuite et les droits à l'allocation chômage standard ont pu être épuisés pour ceux dont la durée de chômage a été plus longue. Quant aux chèques, ils ont surtout été distribués aux ménages percevant moins de 75 000 dollars de revenu annuels, ce qui correspond à peu près à 53 % des ménages selon les données du Census Bureau pour 2019. Les premières données pour 2020 indiquent que les revenus après transferts et impôts des individus situés dans le premier quintile ont progressé plus que ceux des autres quintiles¹⁰. Ces revenus augmentent aussi pour les ménages des deuxième et troisième quintiles mais diminuent pour le dernier quintile. Enfin, le coefficient de Gini, mesurant les inégalités, suggère une réduction en 2020 (l'indicateur baisse de 3,1 points en 2020).

Croissance sous tensions

La reprise épidémique de l'été a pu contribuer à freiner les dépenses des ménages qui ont reculé en juillet. Si un rebond de la consommation est observé au mois d'août, il reste timide. Pour autant, les

9. Voir Ganong, P., Noel P., & Vavra J., 2020, « US unemployment insurance replacement rates during the pandemic », *Journal of public economics*, vol. 191, 104273.

10. Voir le tableau C3 de la publication du *Census Bureau : Income and Poverty in the United States*: 2020.

restrictions sont bien moins importantes qu'en 2020 et le mouvement de reprise ne serait donc pas remis en cause. Le pic de cette nouvelle vague semble avoir été atteint mi-septembre si bien que le rebond se poursuivrait jusqu'en fin d'année.

La consommation serait toujours le principal moteur de la croissance. Elle marquerait légèrement le pas au troisième trimestre avec une progression de 1,3 % contre 2,8 % au cours des deux trimestres précédents. La fin de l'année serait cependant bien plus favorable avec un fort dynamisme de la consommation de services, notamment ceux touchés par les restrictions passées. La croissance du PIB atteindrait alors 1,4 % puis 2,3 % aux troisième et quatrième trimestres 2021. L'investissement serait tiré par un environnement domestique et international porteur. Enfin, étant donné ce rythme de croissance de la demande américaine, les importations seraient aussi en progression si bien que la contribution du commerce extérieur serait négative. En fin d'année, le taux d'épargne atteindrait 7,6 %, soit le niveau observé en moyenne en 2019.

Même si les contraintes sanitaires seront beaucoup moins fortes, les ménages américains seront loin de consommer l'intégralité des aides reçues surtout que l'amélioration de la situation sur le marché du travail permettrait également de soutenir la croissance des revenus primaires. Il en résulterait une nouvelle épargne dont l'utilisation ou non influencera crucialement la croissance en 2022.

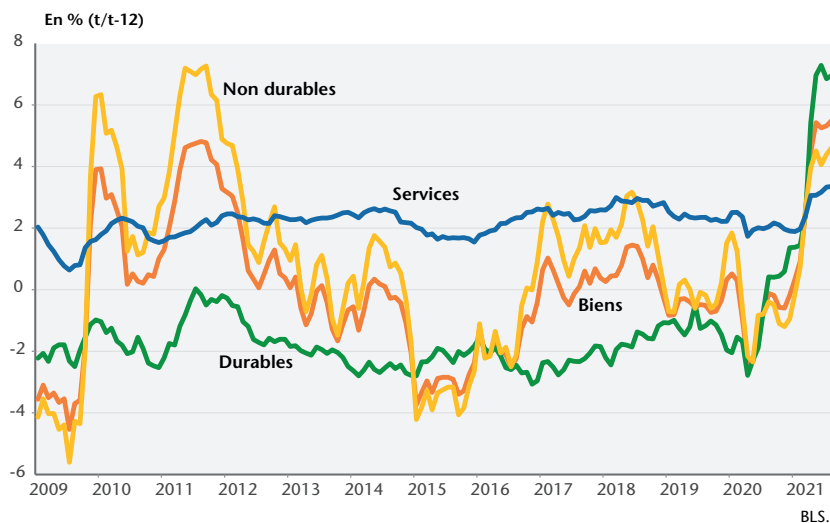
Le retour des tensions inflationnistes

Alors que l'économie mondiale était à l'arrêt en 2020, les prix ont ralenti en 2020. En avril 2020, le déflateur de la consommation ne progressait que de 0,4 % en glissement annuel. Il fut en partie tiré vers le bas par la baisse des prix de l'énergie mais même une fois corrigé des effets des prix de l'énergie et des produits alimentaires, le ralentissement était significatif à 0,9 % contre 1,7 % en moyenne sur le deuxième semestre 2019.

Avec la reprise mondiale, les prix de l'énergie sont repartis à la hausse, ce qui s'est rapidement répercuté sur les prix. La reprise s'accompagne de tensions particulièrement fortes aux États-Unis. En août 2021, le déflateur augmentait 4,3 %. L'accélération est très nette aussi pour le déflateur hors composante énergie et alimentaire qui augmente de 3,6 %¹¹. La hausse actuelle résulte d'un mouvement de correction après le creux conjoncturel de 2020. La reprise mondiale a

fortement stimulé la demande de pétrole et de matières premières, ce qui pousse mécaniquement les prix à la hausse. Mais, comme le montre l'inflation sous-jacente, la dynamique ne peut s'expliquer uniquement par l'évolution du prix de l'énergie. En effet, la déformation de la consommation au profit des biens a provoqué des tensions sur la production de certains produits. Le graphique 5 montre bien une hausse plus forte pour l'ensemble des biens durables. En particulier, la hausse des prix sur un an dans le secteur automobile américain était de 13,5 % en juin et même de plus de 45 % pour les véhicules d'occasion. Quant au prix des biens d'équipement, ils ont augmenté de 5,3 %. La dynamique est donc fortement liée à la composition de la demande qui a créé des goulets d'étranglement, ce qui s'est répercuté sur les prix. L'évolution des prix dans les services est relativement plus sage et résulte surtout de ceux dont le contenu en produits énergétiques est plus élevé comme les services de transport ou les services liés au logement incluant la consommation d'énergie. Une accélération des prix significative est également observée dans l'hôtellerie-restauration ce qui pourrait s'expliquer par le maintien de contraintes sanitaires.

Graphique 5. Évolution des principales composantes du déflateur de la consommation aux États-Unis



11. L'indice des prix à la consommation, calculé sur un échantillon représentatif du panier de consommation, indique une inflation de 5,4 % en septembre et une légère progression par rapport au mois précédant où il augmentait de 5,2 %. Cet indicateur suggère cependant une stabilité de l'inflation sous-jacente mesurée en hausse de 4 % contre un pic de 4,5 % en juin.

Sous l'hypothèse d'un rééquilibrage progressif de la demande et d'une baisse du prix du pétrole qui reviendrait à 65 dollars le baril à partir du deuxième trimestre 2022, l'inflation atteindrait un pic à l'automne 2021. Nous anticipons une hausse du déflateur de 4,2 % jusqu'en fin d'année puis un ralentissement progressif. En 2022, l'inflation serait de 3 % avec une convergence vers 2,5 % en fin d'année sous l'hypothèse que les ménages thésauriseront toute l'épargne accumulée pendant la crise.

2022 : prudence ou dépenses ?

L'évolution de la croissance en 2022 aux États-Unis comme dans les pays industrialisés sera fortement conditionnée par le comportement d'épargne des ménages. Soit ils maintiennent leur taux d'épargne à un niveau proche de celui de 2019 soit ils en désépargnent une fraction et étalent dans le temps la consommation du surcroît de revenus perçus en 2020-2021. Dans le scénario sans désépargne, le taux d'épargne américain s'établirait à 7,6 % sur l'année. Le rattrapage de la consommation de services, fortement impactés par la crise, se poursuivait si bien qu'au niveau agrégé, elle augmenterait de 5,5 % sur l'année contre 8,8 % en 2021. Malgré la fin des mesures d'urgence, le revenu des ménages serait toujours bien orienté, soutenu cette fois par la masse salariale. L'impulsion budgétaire serait effectivement fortement négative (-8,5 points de PIB)¹². Mais en cumul sur 2020-2022, la politique budgétaire aura soutenu le pouvoir d'achat des ménages. Par ailleurs, certaines mesures proposées par l'administration Biden dans le cadre de l'American Families Plan prévoient de pérenniser des réductions d'impôts pour les familles.

Les perspectives de demande favorables stimuleront également l'investissement des entreprises qui augmenterait de 0,8 % par trimestre. Ces dépenses alimenteraient les importations si bien que la contribution du commerce extérieur à la croissance serait de -0,3 point par trimestre. Le taux de pénétration augmenterait de 1,3 point entre fin 2019 et fin 2022. Au total, la croissance dépasserait quand même 4 %, ce qui ferait basculer les États-Unis dans une zone d'écart de croissance positif (+1 point) sous l'hypothèse d'un taux de croissance du potentiel de 2,1 % selon le CBO. En fin d'année 2022, le taux de chômage reviendrait vers un niveau comparable à celui observé en

12. Ce scénario suppose que le budget 2022 soit voté par le Congrès et en particulier qu'il s'accompagne d'un relèvement du plafond de dette.

début d'année 2020 (3,5 %). Dans un tel scénario, les pressions inflationnistes resteront contenues parce que l'amélioration de la situation sur le marché du travail ne s'accompagnerait pas de tensions. Le taux d'emploi serait effectivement de 60,8 %, soit un niveau très proche celui de fin 2019. Cette situation refléterait une productivité qui ne serait pas encore revenue vers sa trajectoire tendancielle.

Un tel scénario implique une relative inefficacité de la politique budgétaire et des importantes mesures de soutien en faveur des ménages. Il serait par ailleurs relativement incohérent avec les estimations généralement retenues pour la propension marginale à consommer. Il suggère aussi que les ménages modifieraient leur cible de patrimoine. C'est pourquoi un scénario de désépargne peut être envisagé. Sous l'hypothèse que 20 % de la « sur-épargne Covid » serait désépargnée, cela entraînerait un choc de dépenses supplémentaires de 290 milliards de dollars en 2022, soit 1,8 % du revenu disponible brut de 2019. Dans un tel scénario, et sous l'hypothèse que les ménages de l'ensemble des pays avancés adoptent le même comportement, la croissance américaine atteindrait 6,2 % et le taux de chômage 2,4 % en moyenne sur l'année. Une telle dynamique ferait alors apparaître des tensions inflationnistes bien plus fortes et surtout bien plus persistantes. En moyenne annuelle, l'inflation atteindrait en effet 3,8 % et même 4 % si le pétrole se maintient à 80 dollars le baril, ce qui serait bien plus probable dans ce scénario où la demande mondiale est aussi plus forte.

Quelle serait alors la réaction de la Réserve fédérale ?

Alors que la Réserve fédérale s'est montrée peu inquiète de l'évolution récente de l'inflation, le scénario de désépargne pourrait se traduire par un changement de ton. Le scénario retenu par les membres du Federal Open Market Committee (FOMC) repose aussi implicitement sur l'hypothèse d'absence de désépargne. Lors de la réunion de septembre 2021, les prévisions médianes pour la croissance et le taux de chômage en 2022 étaient de 3,8 %. Quant à l'inflation, elle reviendrait également vers la cible puisque comprise entre 1,7 % et 3 %¹³.

Dans notre scénario avec désépargne, le taux de chômage atteindrait un plus bas historique et l'inflation serait proche de 4 %. La

13. La prévision médiane se situe quant à elle à 2,2 %

politique monétaire pourrait difficilement rester aussi accommodante. La révision de stratégie de politique monétaire opérée en août 2020 laisse cependant plus de marges à la banque centrale américaine en même temps qu'elle se traduit par une incertitude sur l'orientation future de la politique monétaire. L'objectif d'inflation est maintenant considéré en moyenne. Or, sachant qu'il y a eu un sous-ajustement, la Réserve fédérale devrait tolérer une inflation supérieure à 2 % afin d'atteindre la cible en moyenne. L'horizon auquel cette moyenne est considérée n'a pas été communiqué par Jerome Powell ni le niveau maximum d'inflation qui sera toléré. Une telle ambiguïté laisse donc planer des doutes sur la vitesse de normalisation ou de durcissement de la politique monétaire dans l'éventualité d'une inflation plus élevée et de tensions plus durables.

La crise de la Covid-19 et le choix d'une politique budgétaire très expansionniste pourraient donc bien pousser l'économie américaine vers un pic cyclique s'accompagnant cette fois-ci d'une surchauffe. Il en résulterait un retour de l'inflation, ce qui pourrait cependant être perçu comme une relative bonne nouvelle pour la Réserve fédérale qui avait jusqu'ici rencontré des difficultés à sortir d'une longue période de désinflation.



Allemagne : retour à la normale

Alors que l'Allemagne avait été davantage préservée de la première vague du Covid-19 que son voisin outre-Rhin¹⁴, elle a subi de plein fouet l'arrivée de la deuxième vague et enregistré un recul du PIB de 2 % au premier trimestre 2021 en raison d'un confinement strict (d'après l'indicateur d'Oxford). Ce n'est qu'à partir de mai 2021 que le relâchement des mesures sanitaires a permis au pays de renouer avec la croissance au deuxième trimestre (+1,6 %). Cependant, le PIB n'a toujours pas atteint son niveau d'avant la crise et reste 3,3 % en-deçà du niveau du quatrième trimestre 2019. Au deuxième trimestre 2021, l'économie allemande reste encore convalescente : en particulier, la consommation privée est toujours inférieure de 8,1 % à son niveau

14. Au cours de la première vague de Covid-19, intervenue au premier trimestre 2020, le PIB allemand n'a baissé « que » de 10 % contre 13,5 % en France.

pré-Covid. Les exportations, autre moteur de la croissance allemande, n'ont également pas retrouvé leur niveau d'avant-crise (-3,3 %), de même que les importations (-2,2 %). Au total, l'économie allemande ne devrait retrouver son niveau d'avant la crise qu'au quatrième trimestre 2021. Seul l'investissement et la consommation publique semblent avoir résisté aux confinements successifs.

Le rattrapage se poursuivrait au deuxième semestre 2021, essentiellement porté par celui de la consommation privée des ménages. Ce scénario repose sur l'hypothèse d'une forte baisse du taux d'épargne qui reviendrait à son niveau pré-crise (10,8 %) début 2022. Le commerce extérieur devrait également contribuer positivement à la croissance du PIB, avec une baisse du taux de pénétration liée à la forte reprise de l'activité dans les secteurs des services, alors que l'essentiel du rétablissement de l'activité dans l'industrie a déjà eu lieu. Au deuxième semestre, malgré la reprise de l'activité, la situation sur le front du chômage devrait stagner, les dispositifs de chômage partiel étant encore en cours d'apurement. Avec un déficit budgétaire atteignant 4,6 % du PIB, le regain d'inflation lié aux prix du pétrole (2,5 %) et l'effet TVA, la dette publique stagnerait autour de 70 % du PIB fin 2021.

Notre scénario central pour 2022 prévoit une forte dynamique de croissance, essentiellement tirée par la demande intérieure et le commerce extérieur. Le PIB progresserait de 5,1 %, tiré par ces deux leviers. Nous supposons une levée des contraintes d'approvisionnement fin 2021-début 2022, qui permettra une reprise de l'activité manufacturière ; cela devrait se traduire par une remontée du taux de pénétration en 2022. Du côté de la consommation privée, nous faisons l'hypothèse d'une stabilisation du taux d'épargne à son niveau d'avant-crise au premier trimestre 2022 : couplée à une progression du revenu disponible, la consommation privée devrait retrouver son niveau pré-crise mi 2022. La productivité du travail retrouverait également son rythme de croissance tendanciel (0,9 % par an). On devrait également assister à une embellie sur le marché du travail avec une baisse du taux de chômage. Sous l'effet de la croissance et d'une impulsion budgétaire négative, l'Allemagne devrait fortement réduire son déficit public (-1,6 %) et la dette publique baisserait pour atteindre 66,8 % du PIB. Ainsi, à l'exception d'une dette publique plus élevée qu'avant-crise (de 7 points de PIB), l'année 2022 devrait rimer avec un retour à la normale pour l'économie allemande.

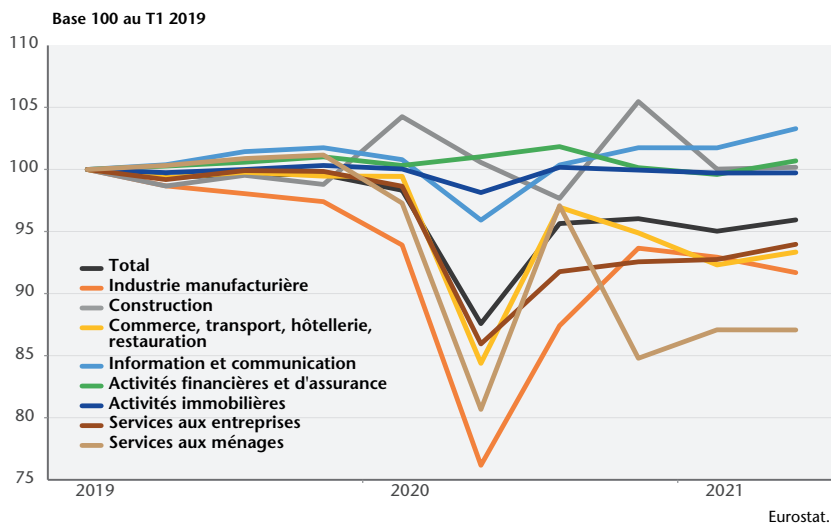
Premier trimestre 2021 : sortie de confinement

Après un recul du PIB de 2 % au premier trimestre 2021 en raison d'un nouveau confinement, le relâchement des mesures sanitaires après la diminution de l'incidence des cas de Covid-19 à partir de mai a permis à l'Allemagne de renouer avec la croissance au deuxième trimestre (+1,6 %). Cependant, le PIB n'a toujours pas atteint son niveau d'avant la crise et reste 3,3 % en-deçà du niveau du quatrième trimestre 2019.

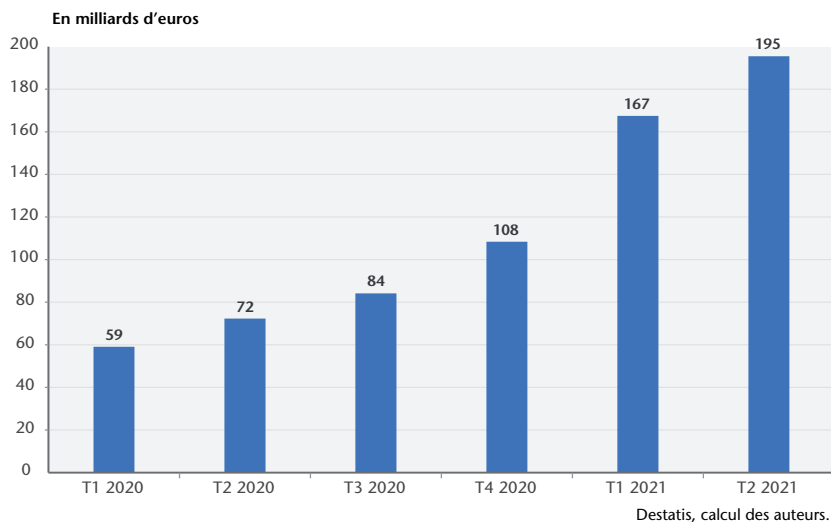
On observe un découplage de la croissance au deuxième trimestre 2021 (graphique 6), avec une situation contrastée entre industrie et services. La production se redresse globalement dans les services marchands, hors services à très forte interaction sociale (hôtellerie-restauration, services aux ménages) pour lesquels on observe une stagnation. L'industrie manufacturière, en revanche, n'a pas pu exploiter les carnets de commandes bien remplis, en raison des goulets d'étranglement dans l'approvisionnement de certains biens intermédiaires. Les fabricants de biens d'équipement ont ainsi connu une baisse de leurs ventes intérieures : en août 2021, l'indice de production industrielle dans l'automobile et les matériels de transport est de 35 % inférieur à son niveau pré-Covid. Le taux d'utilisation des capacités est élevé ; il est donc possible que certains investissements aient été reportés. Après une baisse au premier trimestre de 5,2 %, la valeur ajoutée dans le secteur de la construction a stagné au deuxième trimestre : les pénuries de matériaux ont contribué à ce qu'une partie de l'augmentation des ventes soit annulée par la forte hausse des prix de la construction.

C'est la consommation privée qui reste le plus en-deçà de son niveau pré-crise (-8,1 % au deuxième trimestre 2021), notamment en raison d'un confinement strict au premier trimestre et malgré l'allègement au cours du deuxième trimestre. Comme le revenu disponible des ménages a été largement préservé grâce aux dispositifs de chômage partiel, aux aides aux auto-entrepreneurs et aux aides sociales, cela s'est traduit par une accumulation record d'épargne : par rapport à la moyenne de l'année 2019, le montant accumulé de sur-épargne au deuxième trimestre 2021 atteint ainsi 195 milliards d'euros au deuxième trimestre 2021 (graphique 7). L'investissement privé et les exportations ont progressé au deuxième trimestre mais ils sont freinés par les goulets d'étranglement dans l'approvisionnement des biens intermédiaires et par l'incertitude qui accompagne la reprise.

Graphique 6. Évolution de la valeur ajoutée en Allemagne, T1 2019-T2 2021



Graphique 7. Montant de la sur-épargne accumulée par rapport à la moyenne 2019 en Allemagne, T1 2020- T2 2021



La reprise qui s'est amorcée au deuxième trimestre s'est traduite sur le marché du travail par une augmentation des heures travaillées, avec une diminution du chômage partiel. L'institut Ifo estime que le nombre de travailleurs bénéficiant du chômage partiel atteint 1,06 million en juillet 2021, contre 3,4 en février. En revanche, l'emploi n'a que modestement progressé au deuxième trimestre (+0,2 %).

Les exportations de biens ont stagné au deuxième trimestre, sous l'effet de deux mouvements contraires : l'augmentation des exportations de biens vers les pays de la zone euro a été compensée par une diminution de même ampleur des exportations vers les pays hors zone euro. Dans la ventilation par secteur, la forte croissance des exportations de produits pharmaceutiques (vaccins contre la Covid-19 destinés à l'exportation notamment) est particulièrement frappante.

Depuis le début de l'année 2021, l'indice des prix à la consommation a augmenté de façon marquée : en glissement annuel, il atteint 3,5 % en août 2021. Cette progression est liée à plusieurs facteurs : internes, avec l'annulation de la baisse temporaire de la TVA en janvier 2021 et la hausse des prix du carbone nouvellement introduits dans le cadre du paquet climat ; et externes avec la hausse des prix du pétrole brut et des produits alimentaires. Par ailleurs, l'augmentation du salaire minimum à 12 euros de l'heure – soit une augmentation de 15 % par rapport au niveau prévu en juillet 2022 – défendue par le Parti social-démocrate SPD et les Verts (voir Antonin, 2021¹⁵) pourrait, si elle est retenue dans un accord de coalition, engendrer une inflation supplémentaire.

Deuxième semestre 2021 : rattrapage de la consommation et rééquilibrage entre industrie et services

L'économie allemande ne devrait retrouver son niveau d'avant la crise qu'au quatrième trimestre 2021. Le rattrapage se poursuivrait au deuxième semestre 2021, essentiellement porté par la consommation privée des ménages. Le commerce extérieur devrait également contribuer positivement à la croissance du PIB, avec une baisse du taux de pénétration¹⁶ liée à la forte reprise de l'activité dans les secteurs des services (hôtellerie-restauration, transports, services aux ménages) par rapport au rétablissement plus lent dans l'industrie. Étant donnés les goulets d'étranglement dans l'industrie liés aux pénuries de composants intermédiaires, nous inscrivons un déstockage au troisième trimestre qui amputerait la croissance trimestrielle de 0,2 point de PIB.

Notre scénario, où la croissance est essentiellement tirée par la demande des ménages, repose par ailleurs sur l'hypothèse de rattrapage

15. Antonin C., « Une élection allemande placée sous le signe de la transition écologique », *Blog de l'OFCE*, 23 sept. 2021, <https://www.ofce.sciences-po.fr/blog/une-election-allemande-placee-sous-le-signe-de-la-transition-ecologique/>

16. Le taux de pénétration se définit comme le ratio entre le niveau des importations et le niveau de la demande intérieure.

page de la consommation qui induirait une baisse du taux d'épargne au deuxième semestre 2021. Ce dernier retrouverait son niveau pré-crise (10,8 %) au premier trimestre 2022. Il repose également sur la poursuite d'une politique budgétaire expansionniste en 2021 : après une impulsion budgétaire de 2,7 points de PIB en 2020, l'impulsion atteindrait 1,1 point de PIB en 2021 (dont 0,7 point lié au plan de relance). Un tiers de l'impulsion totale porterait sur la baisse des prélèvements obligatoires, avec, comme principales mesures, la suppression de la surtaxe sur les énergies renouvelables (*EEG Umlage*), la suppression de la surtaxe de solidarité (impôt sur les salaires), et la deuxième loi sur l'aide aux familles¹⁷. La hausse des dépenses publiques représenterait les deux tiers de l'impulsion : la principale mesure a déjà été mise en œuvre début 2021, avec l'aide d'urgence à destination des entreprises en difficulté (*Überbrückungshilfe* et aide pour les mois de novembre et décembre 2020). Citons également la deuxième loi sur l'aide aux familles, l'aide aux personnes handicapées et vulnérables, la prime gouvernementale pour les véhicules 100 % électriques ou hybrides rechargeables – qui passe de 3 000 à 6 000 euros, et qui s'ajoute à la subvention de 3 000 euros accordée aux constructeurs jusqu'au 31 décembre 2021.

2022 : rétablissement de l'économie allemande

Le scénario central de croissance que nous retenons pour 2022 est lié à plusieurs hypothèses cruciales. Il s'agit d'un scénario sans désépargne, c'est-à-dire que nous faisons l'hypothèse d'une stabilisation du taux d'épargne à son niveau d'avant-crise au premier trimestre 2022. Ainsi, la consommation des ménages devrait poursuivre son rattrapage au premier trimestre, puis rester sur une trajectoire dynamique au cours de l'année, soutenue par la progression du revenu disponible brut (1,2 % en 2022), sous l'effet de la progression de l'emploi. Ainsi, la consommation des ménages retrouverait son niveau d'avant-crise à la mi-2022.

Par ailleurs, nous supposons une levée des contraintes d'approvisionnement fin 2021-début 2022, qui permettra une reprise de l'activité manufacturière ; cela devrait se traduire par une remontée du taux de pénétration en 2022. Au total, le PIB progresserait de 5,1 %, tiré par la demande intérieure et le commerce extérieur.

17. La deuxième loi sur l'aide aux familles est une mesure hybride qui a un impact à la fois sur les recettes et les dépenses publiques, puisqu'elle augmente le montant des allocations familiales de 15 euros par enfant et par mois et qu'elle augmente également le seuil d'abattement de base pour le paiement de l'impôt sur le revenu.

En l'absence de désépargne, l'inflation devrait reculer en 2022 sous l'effet de la baisse – modérée – des prix du pétrole et des matières premières (2,2 % en 2022 après 2,5 % en 2021 en moyenne annuelle).

Sur le marché du travail, l'essentiel de la normalisation devrait avoir eu lieu en 2021. Le tableau 2 décompose la variation d'emploi entre le quatrième trimestre 2019 et les trimestres de 2021 et 2022 en fonction de l'évolution de l'activité (1), de l'ajustement de la durée de travail – notamment du chômage partiel – (2) et de l'évolution de la productivité horaire du travail (3)¹⁸. L'évolution de l'activité explique le dynamisme de l'emploi en 2022. Quant à l'évolution de la durée du travail, l'attrition du nombre de chômeurs partiels se poursuivrait jusqu'au premier trimestre 2022. À cette date il ne resterait plus que 160 000 personnes en chômage partiel, contre 100 000 au quatrième trimestre 2019. Le nombre de chômeurs partiels reviendrait au niveau moyen de 2019. C'est ce que montre la ligne (2), avec un effet de la durée du travail stable entre le premier et le dernier trimestre 2022. Enfin, la productivité reviendrait sur sa tendance pré-crise. La population active devrait également progresser, notamment avec le retour sur le marché de l'emploi des personnes exclues des dispositifs de chômage partiel (*minijobbers*). Au total, le taux de chômage passerait de 3,8 % en 2021 à 3,3 % en 2022.

Tableau 2. Décomposition de l'évolution de l'emploi salarié, dans le secteur marchand en Allemagne en écart au quatrième trimestre 2019

En milliers d'emplois

Secteur salarié marchand	T1 2021	T2 2021	T3 2021	T4 2021	T1 2022	T2 2022	T3 2022	T4 2022
(1) Évolution de l'activité	-1 374	-1 240	-790	-303	93	347	609	872
(2) Effet de la durée du travail	702	230	-220	-354	-429	-458	-457	-456
(3) Effet de productivité	-112	447	575	514	422	330	238	147
Total	-784	-563	-435	-143	86	218	390	563

Eurostat, Destatis, calculs des auteurs.

18. Pour davantage de détails sur la méthode de décomposition utilisée, on pourra se reporter aux prévisions de l'OFCE d'avril 2021, partie 4, « Marché du travail : le pire a (pour l'instant) été évité », *Revue de l'OFCE*, n° 172, pages 114-115, <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/06-172OFCE.pdf>.

La sortie de la crise de Covid-19 se reflète également dans les mesures budgétaires. 2022 devrait signer l'arrêt des dépenses liées à la pandémie. Au cours des deux années précédentes, non seulement des mesures de soutien ont été mises en œuvre pour combattre et amortir la pandémie, mais également diverses mesures ont été conçues pour le moyen et le long terme (baisse du coût de l'électricité, subvention aux transports, primes pour véhicules électriques, aide à la recherche, modernisation de l'impôt sur les sociétés...). Ainsi, le plan de relance de 130 milliards d'euros de juin 2020 a été conçu pour plusieurs années, et représentera encore 0,9 point de PIB de dépenses en 2022. En outre, les contribuables continueront d'être soulagés par diverses mesures au cours de l'année à venir, malgré la hausse des taxes sur le tabac et l'augmentation de la taxe sur le CO₂. Une impulsion est également attendue de la reconstruction après les dommages causés par les inondations de l'été 2021. Dans l'ensemble, cependant, nous attendons une impulsion budgétaire négative de 1,1 point de PIB. En conséquence, sous l'effet de la forte croissance et de l'impulsion budgétaire négative, le déficit public devrait alors se résorber sensiblement pour atteindre 1,6 % du PIB en 2022. Quant à la dette publique, elle passerait de 69,6 % du PIB en 2021 à 66,8 % en 2022. L'écart de production (*output gap*), qui s'était creusé à -5,2 % de PIB potentiel en 2020, se résorberait d'ici fin 2022.

Ce scénario ricardien, dans lequel les ménages ne consomment pas l'épargne accumulée car ils anticipent une hausse de la fiscalité, est une hypothèse conservatrice, qui permet de calculer une croissance « plancher » sans consommation supplémentaire. Un scénario alternatif consiste à simuler une baisse de la sur-épargne Covid accumulée en 2020 et 2021 de 20 % en 2022 – soit 20 % du revenu disponible brut des ménages. Ce choc de demande se traduirait par un taux de croissance en 2021 de 7,1 %, un taux de chômage à 2 % et un déficit des administrations publiques réduit autour de 0,5 %, mais au prix d'un regain d'inflation (3,1 % en 2022). Par ailleurs, le scénario de 2022 dépendra également des mesures votées par la coalition qui arrivera au pouvoir fin 2021 : en effet, un accord de coalition nécessitera de trouver des compromis entre des partis ayant des approches budgétaires et fiscales divergentes (voir Antonin, 2021, sus-cité).

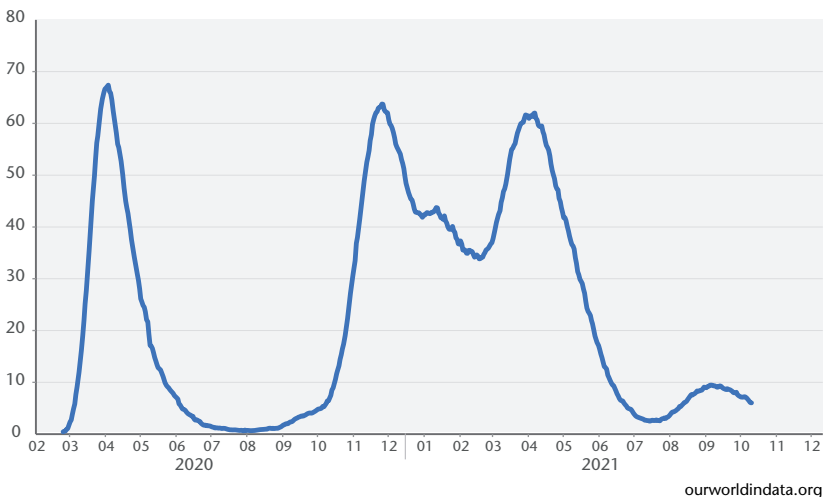


Italie : les bases de la reprise sont posées

Le bilan sanitaire de la pandémie de la Covid-19 a été particulièrement lourd en Italie. Selon les données rassemblées par le site web *Our world in data*¹⁹, l'Italie compte au 30 septembre 2021 2 168 décès par 1 000 000 d'habitants, constituant ainsi le quatrième plus fort bilan dans l'UE selon cette métrique. Pour rappel, l'Italie a été un des premiers foyers de la pandémie en dehors de la Chine. Dès le début du mois de février 2020 les premiers cas ont été détectés et dès le 10 mars l'Italie a dû mettre en œuvre des mesures sanitaires drastiques à l'échelle nationale. Dans ce contexte sanitaire dégradé, l'économie transalpine a été fortement affectée et de façon brutale. Le PIB italien a ainsi chuté de 8,9 % en 2020, bien au-delà de la baisse du PIB mondial (-3,6 %)

La fin de l'année 2020 ainsi que le premier semestre de 2021 ont aussi été mis sous le signe de l'épidémie de Covid-19 (graphique 8). Début décembre 2020, l'Italie connaît un deuxième pic d'hospitalisations en réanimation qui oblige le pays à reprendre des mesures sanitaires drastiques. Celles-ci ont pénalisé l'activité économique au quatrième trimestre 2020 (-1,8 % de croissance trimestrielle qui amène le niveau de l'activité à 6,5 points en dessous de son niveau pré-Covid)

Graphique 8. Nombre de patients en réanimation pour cause de Covid-19 par million d'habitants en Italie



19. Données exhaustives disponibles <https://ourworldindata.org/covid-deaths>

et lesté l'acquis de croissance pour 2021. Une fois passée la deuxième vague épidémique, la réponse sanitaire a été plus territorialisée mais sans ouverture franche de l'économie, ce qui s'est traduit par la stagnation du PIB au premier trimestre 2021 (+0,2 %) et ceci sans éviter l'arrivée d'une troisième vague épidémique au cours du mois de mars. Ainsi, l'Italie a été obligée de refermer l'ensemble du territoire pour les vacances de Pâques en gardant les contraintes sanitaires jusqu'à la fin du trimestre. Toutefois, la croissance transalpine du deuxième trimestre a surpris très favorablement (+2,7 %), portée par une consommation des ménages très dynamique (+5,0 %), suggérant l'adaptation des comportements des agents privés à la situation épidémique.

Les bases de la reprise pour le second semestre 2021 sont posées

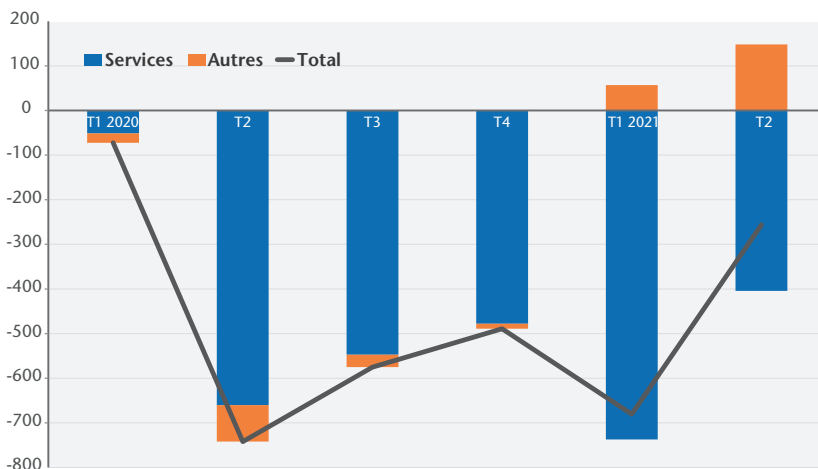
L'Italie engage le second semestre de l'année 2021 avec un PIB en croissance, des agents privés qui semblent avoir adapté leurs comportements à l'évolution épidémique et des mesures prophylactiques de mieux en mieux ciblées. Plus important encore, fin-juin, la campagne vaccinale avait déjà atteint 57 % des Italiens et 31 % avaient déjà un schéma vaccinal complet. Dans ce contexte, l'atténuation de l'incertitude permet aux agents privés de se projeter vers une situation économique plus maîtrisée pour la fin de l'année, sans la crainte permanente du retour des contraintes les plus strictes.

Si à l'issue du premier semestre 2021 le PIB transalpin s'établit 3,8 points en dessous de son niveau du quatrième trimestre 2019, la situation est nettement mieux préservée sur le front de l'emploi, qui lui n'est en recul « que » de 1,1 point par rapport à la situation pré-Covid. Mieux encore, la situation est quasiment stable sur le front de l'emploi salarié (-0,1 point depuis le quatrième trimestre 2019). Les entreprises transalpines ont pu préserver les relations contractuelles grâce au déploiement massif de l'activité partielle (*Cassa Integrazione Guadagni*). Au lieu de licencier les employés en surnombre, les entreprises ont été en mesure d'ajuster rapidement le temps de travail²⁰. Toutes choses égales par ailleurs, la forte chute de l'activité aurait dû amener à la destruction de 1,2 million d'emplois. L'ajustement massif du temps de travail a préservé 780 000 postes et la réadaptation des processus productifs amenant à une baisse de la productivité apparente du travail a permis de sauvegarder 170 000 emplois supplémentaires. À l'issue du deuxième trimestre 2021, la baisse totale

20. La baisse des heures travaillées (-3,9 %) est comparable avec celle du PIB.

de l'emploi n'aurait été que de 250 000 emplois et ces destructions sont concentrées exclusivement dans les branches des services contraintes alors que l'emploi augmente dans le reste de l'économie (graphique 9).

Graphique 9. Évolution de l'emploi depuis le quatrième trimestre 2019 en Italie



Istat.

Si depuis le début de l'épidémie l'emploi a pu être globalement bien préservé, cela ne s'est pas fait au détriment de la santé financière des sociétés non financières (SNF). Le taux de marge a augmenté sensiblement au cours de l'année 2020 (43,0 % de la VA en 2020 après 42,5 %) et restait au-dessus de son niveau pré-Covid au cours du premier semestre 2021. Cette hausse du taux de marge a permis de compenser en partie la baisse massive de leur valeur ajoutée. Ainsi, l'excédent brut d'exploitation aurait été pénalisé de 39 milliards d'euros depuis le premier trimestre 2020 (soit 4,6 points de valeur ajoutée des SNF de 2019). Ce chiffre masque toutefois l'effet de certaines mesures de soutien public, notamment les annulations de créances fiscales et sociales qui sont inscrites dans les comptes nationaux publiés par Istat en tant que « Autres transferts en capital » et qui ont augmenté de 21 milliards depuis le début de la crise. Ainsi, le taux de marge reflète mal l'effet de la crise sur la santé financière des SNF. Lorsqu'on tient compte de l'évolution de l'investissement – particulièrement contraint début 2020 – l'ensemble des évolutions affectant les SNF ont amélioré leur capacité de financement de 46 milliards d'euros (plus de 5 points de la VA des SNF de 2019).

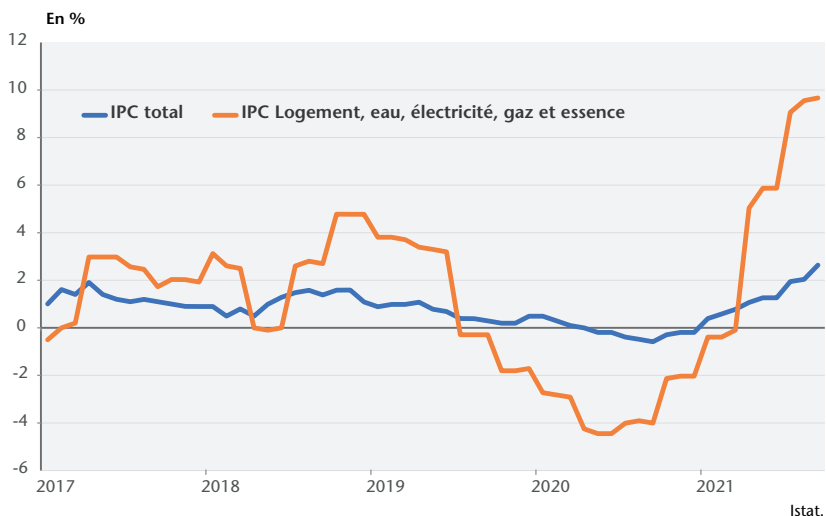
A l'issue du premier semestre 2021, l'essentiel du tissu productif serait ainsi globalement préservé et le revenu disponible des ménages quasiment inchangé depuis le début de la crise de la Covid-19. Au deuxième trimestre 2021, ce dernier s'établit à peine 0,5 point en dessous de son niveau pré-Covid. Avec l'atténuation des mesures sanitaires prévisible pour la fin de l'année la normalisation du comportement de consommation des ménages devrait se poursuivre jusqu'à la fin de l'année. Ainsi, la consommation des ménages porterait la reprise de l'activité pour le deuxième semestre 2021. Portée par la consommation en services, elle devrait garder une croissance dynamique (+2 % au T3 et +4 % au T4) en fin d'année et terminerait l'année à peine 1 point en dessous de son niveau pré-Covid. Si l'investissement se stabilise en fin d'année, ceci ne doit pas faire oublier son très fort dynamisme récent – porté par la reprise de la construction qui rattrape les chantiers à l'arrêt pendant le confinement très strict du début 2020. La normalisation anticipée de la construction, qui retrouverait ainsi des niveaux de production plus proches à ceux observés avant le déclenchement de l'épidémie, masquerait la bonne tenue anticipée de l'investissement productif hors construction. Dans ce contexte, le taux d'investissement se maintiendrait à un niveau historiquement élevé : il représenterait 19,2 points de PIB fin-2021 contre 17,9 % au quatrième trimestre 2019.

Finalement, la consommation des ménages sera le principal moteur de la croissance fin-2021. La croissance du PIB serait de 1,2 % au troisième trimestre et de 2,3 % au quatrième trimestre. Dans ce contexte, le PIB transalpin afficherait un taux de croissance de 5,9 % sur l'ensemble de l'année 2021 et retrouverait à l'issue de l'année quasiment son niveau du quatrième trimestre 2019 (-0,4 point de PIB).

La résistance de l'emploi et la mise en place de mesures de soutien massives ont limité les pertes de revenu des ménages en 2020, permettant d'envisager leur croissance en 2021 (+2,7 %). La croissance des revenus se traduira par une amélioration du pouvoir d'achat des ménages transalpins malgré la flambée récente des prix à la consommation. En effet, la hausse des prix des matières premières – notamment énergétiques – s'est traduite récemment par une forte hausse des prix à la consommation : en septembre 2021 l'IPC italien s'établit 2,6 % en dessus de son niveau de l'année précédente et en forte accélération depuis le début de l'année. Les prix à la consommation des dépenses liées au logement et à l'énergie sont en hausse de 9,7 % sur un an expliquant l'essentiel de la flambée des prix

(graphique 10). Au vu de la forte croissance récente de l'IPC – et compte tenu de la structure de la consommation des ménages – le déflateur de la consommation augmenterait rapidement au troisième trimestre (+1,8 % sur un an au T3 2021 prévu après +0,8 % au T2) et sa décline ne sera visible qu'à la fin de l'automne 2022. Malgré cette flambée des prix, le pouvoir d'achat des ménages transalpins devrait augmenter de 1,6 % en 2021.

Graphique 10. Évolution récente de l'indice des prix à la consommation en Italie



Le scénario de 2022 sera marqué par l'utilisation de « l'épargne Covid »

Si la consommation retrouve du dynamisme – et ce depuis le deuxième trimestre 2021 – le taux d'épargne des ménages restera jusqu'à la fin de l'année 2021 à un niveau historiquement élevé. Fin 2021 il devrait s'établir à 9,1 points de RDB, bien supérieur à son niveau d'avant la pandémie (8,0 %) mais en retrait par rapport au pic du deuxième trimestre 2020 (à 20,0 %) et même de son niveau du deuxième trimestre 2021 (13,2 %). Au cours des années 2020 et 2021 les ménages transalpins auront cumulé une épargne exceptionnelle de plus de 135 milliards d'euros (soit quasiment 12 % du revenu disponible brut de 2019).

Dans ce contexte, l'essentiel du scénario macroéconomique de 2022 sera déterminé par trois facteurs : (1) l'utilisation de « l'épargne Covid » exceptionnelle ; (2) la levée des restrictions à la mobilité

internationale des personnes et (3) la vitesse de l'arrêt du soutien budgétaire mis en œuvre depuis le déclenchement de la crise sanitaire.

L'année 2022 marquera la fin des mesures exceptionnelles pour soutenir les bilans privés. Selon nos calculs, les mesures de soutien effectivement mises en œuvre – et avec un effet direct sur le déficit public – s'établissent à 3,8 points de PIB de 2019 (près de 68 milliards d'euros). L'essentiel de ces fonds sera ainsi retiré des bilans privés (ménages et entreprises) mais il le sera avec une économie qui aura enfin quasiment retrouvé son niveau d'avant-crise. En outre, les agents privés disposeront d'une forte épargne cumulée pendant la période 2020-2021. Ainsi, en 2022 près de 43 milliards d'euros de soutien aux entreprises seront retirés par le gouvernement et 10 milliards supplémentaires concerneront le soutien au revenu des ménages (activité partielle incluse). De même, la fin des dépenses en santé directement imputables à l'épidémie de Covid (tests, moyens pour l'hôpital, campagne de vaccination...) masque la relative bonne tenue de la dépense directe dans d'autres domaines d'intervention publique (éducation publique notamment). Au global, la consommation des administrations publiques devrait reculer de 12 milliards d'euros.

Néanmoins, il est difficile de dire que la fin du soutien aux bilans privés marque le retour de l'ajustement structurel. Si, selon nos calculs, l'impulsion budgétaire en 2022 serait négative de 3,4 points de PIB, ceci masquerait une politique budgétaire qui soutient la demande de 0,4 point de PIB par rapport au niveau de la demande publique de 2019. Malgré la forte hausse de l'endettement public qui devrait être de 154 % de PIB fin-2021 (+19 points de PIB par rapport à 2019), l'Italie n'engagerait pas un tournant rapide vers une consolidation budgétaire. L'Italie devrait bénéficier en particulier de 203 milliards d'euros sur la période 2021-2026 en lien avec le *RFF* et le budget *React EU*. Par ailleurs, les mesures de relance, et notamment le plan d'investissement accordé par l'Union européenne devrait venir en soutien à la demande directe dans l'économie. Selon nos prévisions, l'impact du plan serait sensible sur l'investissement qui devrait afficher une forte croissance en 2022 (+3 %).

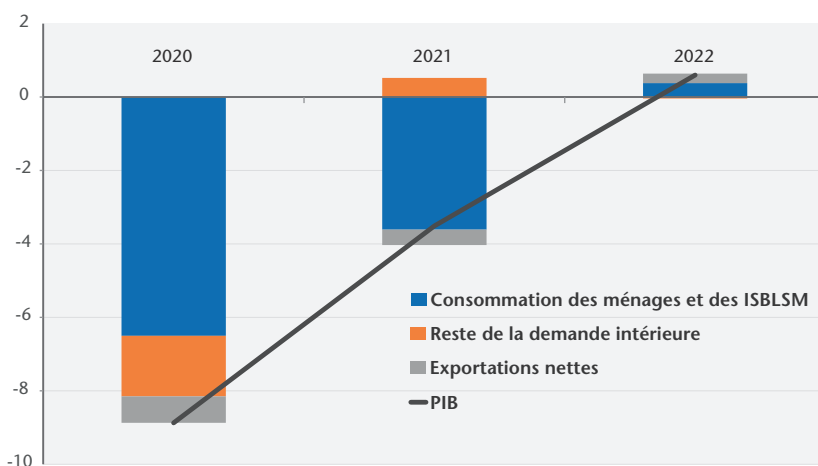
Avec une campagne de vaccination qui reste lente dans certaines régions du globe, la levée des restrictions au tourisme international ne serait pleine qu'au cours du troisième trimestre 2022. Quoi qu'il en soit, la progressive normalisation des mouvements internationaux de personnes – avec une forte accélération au cours de l'été 2022 – soutiendrait fortement l'activité touristique en Italie, pays exportateur

net de tourisme. Pour rappel, le solde touristique transalpin était excédentaire de 1,2 point de PIB en 2019. Dans ce contexte, le commerce international soutiendrait la croissance de 0,7 point de PIB en 2022.

Les deux facteurs mentionnés ci-dessus fournissent un cadre macroéconomique spontanément favorable à l'activité transalpine mais ils ne seront pas les principaux déterminants du scénario macroéconomique de 2022. La mobilisation de l'épargne exceptionnelle accumulée par les ménages en 2020-2021 marquera le rythme de la croissance en Italie.

Si les ménages transalpins se contentent de normaliser leur taux d'épargne à son niveau d'avant-crise, la consommation des ménages affichera une croissance très vive (+7 %). Cette normalisation de la consommation, combinée aux effets du plan d'investissement et le retour des touristes internationaux, suffiraient à créer un scénario vertueux avec une forte croissance du PIB (+4,3 %), qui porterait fin-2022 le PIB 1 point en dessus de son pic pré-Covid, ce qui serait globalement en ligne avec la très faible croissance potentielle historique de l'Italie (graphique 11). Ainsi, les stigmates de la crise du Covid-19 – dette publique mise à part – seraient quasiment effacés à la fin 2022 et même le taux de chômage serait plus bas qu'avant la crise sanitaire (9,2 % de la population active prévu à la fin 2022).

Graphique 11. Écart de PIB entre 2020 et 2022 et contribution de différents postes de la demande finale en Italie



D'une certaine façon, ce scénario peut être perçu comme une borne inférieure. Si un cinquième de l'épargne exceptionnelle constituée en 2020-2021 dans le monde, notamment dans les économies avancées, est utilisé par les ménages afin d'alimenter leur demande (que ce soit en termes de consommation ou d'investissement), la croissance transalpine peut même être nettement plus vigoureuse. Selon nos calculs, la croissance du PIB pourrait alors s'approcher de 7 % en 2022. Dans ce contexte, le taux de chômage transalpin atteindrait 7,2 % de la population active, chiffre qui n'a pas été observé depuis le déclenchement de la crise financière globale et qui pourrait porter l'inflation italienne au-dessus de la barre des 2 %. Ce scénario est à prendre avec prudence, notamment dans un contexte où les chaînes globales d'approvisionnement montrent leurs failles dans un contexte où la vaccination avance à des rythmes hétérogènes entre les différents continents.

En tout cas, les bases domestiques pour une forte croissance en 2022 sont posées en Italie, quelle que soit la vitesse de la désépargne. Le retour d'un risque inflationniste plus pérenne dépend à la fois de la vigueur de la demande italienne mais surtout de facteurs externes, non maîtrisés ni par le gouvernement italien ni par les autres gouvernements de la zone euro. Pourtant, ces contraintes joueront un rôle important dans la détermination des politiques budgétaires et monétaires dans l'union monétaire dans les mois à venir. À plus long terme, la croissance transalpine resterait dépendante des fragilités déjà présentes avant le déclenchement de la pandémie, comme l'atteste la stagnation de la productivité observée en Italie depuis plus de vingt ans.



Espagne : *Remontada* post crise sanitaire

En janvier dernier, une troisième vague d'épidémie de Covid-19 particulièrement importante sévissait en Espagne. Le taux d'incidence est remonté à un niveau jamais atteint lors des précédentes vagues, proche de 800. Cette vague a été suivie de deux autres dont la dernière cet été, avec un taux d'incidence à 550. La grande différence entre ces deux vagues tient à la moindre dangerosité du virus grâce à la vaccination. Initiée en janvier, la vaccination a véritablement décollé en mars. L'objectif que 70 % de la population ait reçu au moins une première

dose de vaccin pendant l'été a été atteint début août. A la mi-septembre, plus de 80 % de la population est vaccinée, soit l'un des taux les plus élevés au monde.

L'amélioration de la situation sanitaire a permis de mettre fin le 9 mai à l'état d'alerte qui avait été réinstauré par le gouvernement le 20 novembre 2020, au moment de la deuxième vague. Malgré tout, des restrictions au niveau local ont été maintenues jusqu'à récemment.

Dans ce contexte, l'économie qui avait été durement impactée jusqu'alors, se remet progressivement en marche. Après une chute du PIB de 10,8 % en 2020, soit l'une des plus fortes au monde, et un début 2021 encore en baisse, l'activité a rebondi au deuxième trimestre à un rythme modéré (1,1 % sur un trimestre). Le mouvement devrait s'accélérer à partir du deuxième semestre 2021. Mais la crise ayant été plus forte que dans les autres pays, l'Espagne mettra plus de temps à rattraper son retard. Avec une croissance prévue à 5 % en 2021 et 7 % en 2022, le PIB devrait retrouver son niveau de fin 2019 à la mi 2022. À la fin d'année 2022, il lui serait supérieur de 1,4 %.

L'économie est meurtrie mais la reprise est amorcée, tirée par la consommation des ménages

De la mi-mars 2020, date de début de la pandémie jusqu'au premier trimestre 2021, l'économie espagnole, comme le reste du monde, a évolué au gré des contraintes sanitaires destinées à limiter la propagation du virus au sein de la population. Après l'effondrement de 22 % du PIB entre le quatrième trimestre 2019 et le deuxième de 2020, le relâchement des contraintes avait permis à l'activité de rebondir sensiblement à l'été 2020. Toutefois, au troisième trimestre 2020, le PIB restait encore 9 % en deçà de son niveau de fin 2019, soit plus qu'en France, en Allemagne (près de -3,0 % sur la même période), en Italie (-5 %), et même qu'au Royaume-Uni (-8,5 %).

Depuis, la situation a peu évolué. La deuxième vague de la pandémie à l'automne 2020 et surtout la troisième à l'hiver dernier ont mis un terme au rattrapage qui s'amorçait. Au premier trimestre 2021, l'économie a accusé une nouvelle baisse du PIB, rendant la situation plus dégradée qu'elle ne l'était six mois plus tôt.

C'est dans le courant du deuxième trimestre avec la montée en charge de la vaccination qu'une amélioration se dessine. Pour autant, la vigueur du rebond a déçu. La croissance, estimée dans la version avancée des comptes nationaux à 2,8 % a été révisée à la mi-

septembre à 1,1 %. Toutefois, ce retournement devrait augurer une nouvelle dynamique.

A la mi-2021, le niveau de l'activité se situe 8,4 % plus bas qu'à la fin 2019. Relativement à ses partenaires européens, l'Espagne reste le pays qui a le plus souffert économiquement de la pandémie. Au moins deux facteurs expliquent cette contreperformance. Tout d'abord, le poids plus élevé des activités à forte interaction sociale, celles qui ont été davantage exposées aux barrières sanitaires. Les branches commerce-transport-hébergement et la branche loisirs-services aux ménages représentent, en cumulé, 28 % de la VAB totale contre 25 % en Italie, 21 % en France, au Royaume-Uni et en Allemagne. Au deuxième trimestre 2021, la valeur ajoutée brute du secteur du commerce-transport-hébergement était 9 % en-deçà du niveau de fin 2019, celle des loisirs-services aux ménages l'était de 20,4 %. L'autre élément est le rôle du tourisme international dans l'économie espagnole. En 2019, la consommation touristique des non-résidents représentait ainsi près de 7 % du PIB en Espagne contre moins de 3 % pour la France et l'Italie.

Le rebond observé au deuxième trimestre a été impulsé exclusivement par la consommation des ménages, l'investissement ayant baissé tandis que la contribution des variations de stocks et du commerce extérieur à la croissance du PIB était négative. Après deux trimestres de baisse, les dépenses des ménages ont augmenté de 4,7 % au printemps dernier. Ce rebond n'est pas dû à une amélioration du revenu des ménages (celui-ci baisse sur la période) mais à une baisse de presque 7 points du taux d'épargne, à 10,8 % du RDB. Après plus d'un an de consommation contrainte et un taux d'épargne monté à des niveaux jamais atteints par le passé (25 % au deuxième trimestre 2020 et 17,6 % au premier trimestre 2021), les ménages ont pu dépenser plus librement. Le taux d'épargne est revenu à un niveau proche de sa moyenne de 2019, pris comme référence dans la suite de notre analyse (10 % du RDB). Ceci devrait marquer la fin progressive de l'accumulation d'une « épargne Covid », épargne « forcée » due à une consommation « empêchée ». Au total, depuis le début de la pandémie au premier trimestre 2020, le surplus d'épargne (ou épargne Covid) accumulé par les ménages espagnols, par rapport au niveau de 2019, a atteint 62 milliards d'euros, soit 8 % du RDB de 2019. Ce stock d'épargne devrait cesser d'augmenter avec la normalisation en cours du taux d'épargne.

Même s'il a relativement peu baissé en 2020 (-4,9 % en termes réels sur un an) compte tenu de l'ampleur de la crise, le revenu des ménages ne montre pas d'amélioration sur la période récente. La masse salariale a notamment baissé de 1,6 % au deuxième trimestre 2021, faisant plus qu'annuler la légère hausse des deux trimestres précédents. La baisse d'activité en début d'année s'était traduite par la baisse de la durée du travail (remise au chômage partiel des salariés dans les secteurs impactés par la pandémie) et par une hausse de l'emploi et des salaires horaires. À l'inverse, la croissance du deuxième trimestre s'accorde avec une baisse de l'emploi et une chute des salaires horaires, que ne suffit pas à compenser la remontée de la durée du travail. À la mi-2021 la durée du travail a retrouvé son niveau pré-Covid, l'emploi et les salaires horaires restent respectivement encore 4 % et 1 % inférieurs à ce niveau.

Toutefois, les données sur l'emploi divergent selon les sources. Alors que la comptabilité nationale indique une baisse de l'emploi au printemps, les enquêtes auprès des ménages relatent une nette remontée et les caisses de Sécurité sociale enregistrent une très légère hausse du nombre d'affiliés. Une révision du partage emploi-durée du travail n'est donc pas exclue dans les prochaines versions des comptes trimestriels.

Du côté du chômage, la situation continue de s'améliorer au deuxième trimestre. Le taux de chômage reste plus élevé au deuxième trimestre 2021 qu'avant la crise mais d'un pic à 16,3 %, il est descendu à 15,3 %.

Le redressement de la productivité pèsera sur l'emploi

Dans le courant de l'été, une cinquième vague Covid est arrivée (avec un taux d'incidence supérieur à 550 fin juillet). Compte tenu des effets positifs de la vaccination, les règles sanitaires (jauges dans les théâtres et cinémas, rassemblements limités, couvre-feu, ...) sont assouplies et pèsent moins sur l'économie. En septembre, une grande partie des contraintes sont levées à Madrid et dans la plupart des régions.

Les indicateurs conjoncturels indiquent que la reprise est bien engagée et surtout qu'elle tend à se généraliser aux autres composantes de la demande. Une accélération du PIB est prévue au troisième trimestre autour de 2,8 %.

Dans l'industrie, même si l'indice de production industrielle baisse légèrement et de façon continue jusqu'en août après un point très haut en mai dernier, dû à la production de biens de consommation durable,

la décomposition sectorielle donne un aperçu positif de cette reprise. À l'exception de celui produisant les biens de capital, tous les secteurs ont dépassé leur niveau de production d'avant-Covid et restent très dynamiques depuis avril. Dans le secteur des biens de capital, le retournement a commencé. De même, la demande n'est plus une limite à la production depuis l'été 2021. En revanche, des contraintes d'offre commencent à apparaître dans certaines branches. L'indicateur de confiance dans l'industrie est très élevé au regard des années passées. Les carnets de commandes sont bien remplis.

Cette situation est identique dans les services, et notamment le commerce de détail, et la construction. Les indicateurs y sont tous bien orientés et à des niveaux supérieurs à l'avant-Covid.

La situation sanitaire étant dégagée et les indicateurs conjoncturels favorables, l'exercice de prévisions s'appuie sur des hypothèses qui vont encadrer notre scénario de reprise à l'horizon fin 2022 :

- Du côté des entreprises, la faible progression de l'activité au printemps est accompagnée d'une nouvelle dégradation de la productivité horaire qui se situe au deuxième trimestre 2020 presque 3 % en dessous de son niveau pré-Covid et plus de 4 % du niveau qu'elle devrait avoir si elle était restée sur sa tendance passée (estimée à 0,6 % par an). En période de reprise, les entreprises vont chercher à restaurer leur marge et redresser la productivité. Compte tenu de la forte dégradation de cette productivité, nous supposons qu'elle reviendra à son niveau antérieur à l'été 2022 et ne retrouvera sa tendance qu'à la fin de l'année 2022 ;
- Le redressement de la productivité se fera au détriment de la quantité de travail. L'ajustement sur la durée du travail étant presque achevé, l'emploi augmentera mais moins vite que le PIB ;
- Du côté des ménages, le taux d'épargne qui s'est fortement rapproché de sa moyenne 2019 au deuxième trimestre, devrait retrouver cette moyenne au troisième trimestre et y rester jusqu'à la fin de notre exercice de prévision. La consommation perdue pendant la période passée ne sera pas rattrapée. Le stock d'épargne-Covid cessera d'augmenter à partir du troisième trimestre. Entre le début 2020 et le printemps 2021, ce cumul atteint 62 milliards d'euros ;
- La hausse du prix des matières premières, qui s'est dessinée depuis l'automne 2020 devrait se poursuivre jusqu'au troisième

trimestre, avant de s'interrompre et se retourner l'année prochaine. L'impact sur le déflateur de la consommation est maximal sur le trimestre en cours avec des effets retardés pendant trois trimestres. C'est sur les trois premiers trimestres que le déflateur de la consommation sera le plus impacté, avec une hausse sur un an à 2 % ;

- Enfin, au niveau national on suppose que la pandémie est sous contrôle et les contraintes sanitaires, levées. L'ouverture totale des frontières n'interviendrait pas avant l'été 2022. Un premier assouplissement est déjà intervenu durant l'été dernier au niveau européen.

Hausse de l'investissement et reprise du tourisme : les moteurs de la croissance en 2022

Si l'enclenchement de la reprise s'est fait par la consommation des ménages au deuxième trimestre, la dynamique pourrait se généraliser aux autres postes de la demande dans les prochains trimestres. La consommation des ménages resterait soutenue mais progresserait à un rythme moindre de 2,4 % au troisième trimestre, après 4,6 % au trimestre précédent. Le revenu serait soutenu par la masse salariale et le revenu des entrepreneurs individuels. Les transferts devraient continuer de baisser avec le recul des aides aux entreprises et du nombre de chômeurs. Le nombre de travailleurs en activité partielle est passé sous la barre des 500 000 en mai dernier et ne concerne plus que 239 230 à la fin septembre, soit 1,6 % des travailleurs inscrits à la Sécurité Sociale. Les mesures de protection sont étendues jusqu'au 28 février 2022 mais conditionnées à des plans de formation.

L'indicateur de confiance des ménages a retrouvé son niveau de fin 2019 depuis le printemps dernier (bien qu'il soit en dessous de sa tendance 2015-2019). Il a légèrement augmenté au troisième trimestre, soutenu notamment par des anticipations très positives sur la situation économique à venir. De fait, le taux de chômage poursuit sa baisse : il a reculé de 1,5 point entre mai et août à 14 % (dernier point connu) et le nombre de chômeurs a baissé de 553 000 entre mai et septembre. Cette embellie s'observe aussi par la forte hausse de nouveaux affiliés à la Sécurité sociale sur la même période. À l'horizon 2022, les créations nettes d'emploi devraient être plus modérées du fait de l'ajustement de la productivité et d'une moindre croissance. Nous prévoyons une légère remontée du taux de chômage à 14,6 % fin 2022.

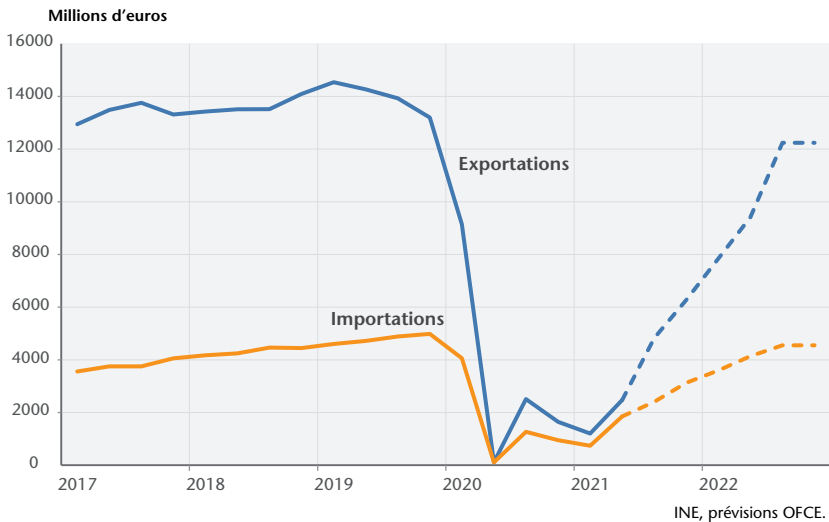
Dans le secteur de l'immobilier, l'importance de l'épargne Covid accumulée par les ménages depuis l'année dernière et les bas taux d'intérêt ont donné lieu à un très fort élan d'activité qui ne s'est pas encore traduit dans les chiffres de la FBCF en logement mais qui devrait apparaître prochainement. Le nombre de transactions a atteint des niveaux record au deuxième trimestre 2021 : +20 % par rapport à l'année 2019 dans le neuf et +23 % dans l'ancien. Selon l'INE, le nombre de transactions (54 000 en juillet, dernier point connu) a dépassé les points hauts observés sur les 13 années couvertes par la série. Les permis de construire augmentent depuis le début de l'année et les prix qui avaient baissé au premier semestre 2020 ont retrouvé leur niveau d'avant-crise (+ 6,1 % sur un an au troisième trimestre). Enfin, les crédits hypothécaires détiennent eux aussi des records et le solde net des nouveaux crédits (nouveaux crédits – remboursements) redevient positif après 12 années de désendettement.

Du côté des entreprises, l'investissement qui s'est contracté au deuxième trimestre 2021, devrait repartir au cours de la deuxième moitié de l'année. Comme on l'a vu, les enquêtes auprès des entreprises du secteur des biens de capital s'améliorent en août, l'indicateur de confiance dans le secteur des biens d'investissement est revenu à un niveau élevé, et les taux d'utilisation dans les secteurs en aval de l'industrie sont revenus à leur niveau de moyen terme, sauf dans celui des biens de consommation durables où il est très élevé. L'investissement public et privé devrait bénéficier au premier chef du plan de relance européen. Le taux d'investissement pourrait augmenter d'un demi-point de PIB en 2022 par rapport à sa moyenne de 2019.

L'autre soutien à la croissance dans les prochains trimestres, et non des moindres sera le commerce extérieur via principalement le retour des touristes étrangers. Entre le troisième trimestre 2020 et le deuxième trimestre 2021, les exportations touristiques sont restées à peu près stables à un niveau très bas (80 % du niveau de fin 2019). Les informations disponibles montrent une timide reprise au cours des mois d'été (graphique 12). Prolongeant la tendance haussière du mois de juillet, 5,2 millions de touristes sont venus en Espagne en août, contre 2,4 millions en août 2020 et 10,1 millions en 2019. On suppose que le retour s'intensifiera progressivement, la levée totale des restrictions aux frontières ayant lieu à l'été 2022. Pour autant, le tourisme international pourrait ne pas revenir à son niveau antérieur, la crise sanitaire pouvant induire un certain attentisme dans les décisions ou un changement de comportement de la population. Au deuxième

trimestre 2021, la contribution des exportations touristiques à la croissance du PIB était de 0,5 point mais la hausse des importations touristiques avait annulé cet effet, en terme net. Au troisième trimestre 2021, la hausse des importations touristiques jouera moins et la contribution nette du tourisme sera très positive, de l'ordre de 0,7 point. Par la suite, cette contribution restera positive (0,4 point et 0,8 au troisième trimestre 2022). Hors tourisme, le commerce extérieur aurait une contribution de 0,3-0,2 point au deuxième semestre 2021, et quasi nulle en 2022. Finalement, en 2022, le tourisme expliquerait 1,6 point de la croissance du PIB alors que l'ensemble du commerce extérieur expliquerait 1,8 point.

Graphique 12. Exportations et importations touristiques en Espagne



Un budget 2022 marqué par le plan de relance européen et les mesures sociales

Présenté en Conseil des ministres le 27 septembre et déposé au Congrès le 13 octobre, le Projet de loi de finances 2022 vise à consolider la croissance avant d'entamer ultérieurement la consolidation budgétaire. Sur la base d'un cadrage macroéconomique qui s'appuie sur une hypothèse de croissance de 6,5 % en 2021, et 7 % en 2022 le gouvernement affiche un objectif de déficit budgétaire à 8,4 % cette année et 5 % l'année prochaine, après 11 % en 2020. Le retour vers la règle des 3 % est prévu pour 2024 avec un déficit à 3,2 %.

Compte tenu de la forte croissance attendue en 2021 et 2022 et de l'amélioration du solde conjoncturel, l'objectif pour 2022 ne semble pas inatteignable. Nous prévoyons un déficit légèrement supérieur, de 9 % en 2021 et 5,4 % en 2022. Cette prévision s'appuie sur l'hypothèse que la politique budgétaire deviendrait neutre en 2021 et légèrement restrictive en 2022, après avoir été largement expansionniste en 2020 du fait des mesures d'urgence exceptionnelles prises pour protéger les entreprises et le pouvoir d'achat des ménages. Le retournement de l'impulsion budgétaire en 2022 ne signifie pour autant pas que la consolidation budgétaire ait commencé. Il marque seulement le fait que les mesures d'urgence de 2020 baissent en 2021 et 2022 pour disparaître totalement en 2023. Hors mesures d'urgence, le budget 2022 reste légèrement expansionniste.

En 2021, la baisse de 2,1 points de PIB des mesures d'urgence, liée à l'amélioration de la situation sanitaire et économique devrait être compensée par la montée en charge du plan de relance européen. Une première tranche de 9 milliards a été versée le 17 août, une deuxième de 10 milliards est attendue avant la fin de l'année au titre de la Facilité pour la reprise et la résilience (FRR). Combiné au Mécanisme React EU, c'est très proche de ce qui avait été budgété.

D'autres mesures fiscales ont été prises récemment, notamment la prolongation, sous condition de formation, des aides aux travailleurs en chômage partiel et aux indépendants jusqu'à 28 février 2022, et la baisse de la charge fiscale sur l'électricité (baisse de la TVA sur l'électricité de 21 % à 10 % jusqu'au 31 décembre 2021, suspension de l'impôt sur la production d'électricité et abattement de la taxe spéciale sur l'éclairage de 5,1 % à 0,5 %). Ces mesures sur l'énergie devraient coûter 2 milliards d'euros, soit 0,2 % du PIB.

En 2022, sur les 69,5 milliards du plan de relance à utiliser avant 2026, l'Espagne a fait le choix de recevoir le maximum autorisé (environ 70 % autorisés en 2021-2022). En 2022, les aides européennes au titre du programme NextGenerationEU sont prévues à 26,9 milliards d'euros (après 24,198 en 2021) soit une hausse de plus de 11 %. Selon les dernières informations disponibles, 31,6 % des aides sont destinées à la modernisation et la numérisation dans l'industrie et des PME, 20,5 % au programme de réhabilitation des logements et de mobilité en zone urbaine, 10,5 % aux infrastructures et au secteur de l'environnement, 8,5 % à la sciences et l'innovation, 7,8 % à l'éducation et la connaissance, 6,7 % à la rénovation de l'administration publique, 6,1 % à la transition énergétique.

Parallèlement au plan de relance, le gouvernement a proposé d'autres mesures. Si le projet de réforme fiscale plus vaste, figurant dans l'accord de coalition signé entre le PSOE et Podemos en 2019 devrait être annoncé dans le budget 2023 sur la base d'un rapport d'experts remis en février prochain, le gouvernement a déjà inscrit une hausse de la fiscalité sur les grandes entreprises avec l'introduction d'un seuil minimum de 15 % sur la base imposable. Cette mesure devrait rapporter au total 400 millions et concernerait 1 070 entreprises. D'autres mesures sociales sont engagées : les minimum retraites et non contributives devraient être revalorisés de 3,5 %, l'IPREM (Indicador Publico de Renta de Efectos Múltiples), l'indicateur de référence pour les aides et prestations sociales est revalorisé de 2,5 % (après 5 % en 2021), des aides au logement de 250 euros pour les locataires de moins de 35 ans ayant des revenus inférieurs à 23 725 euros par an sont prévues, le salaire des fonctionnaires pourrait être relevé de 2 % et l'offre d'emploi public accrue. Préalablement à l'accord sur le budget, la loi sur le logement a été adoptée, avec pour principales mesures, l'encadrement des loyers en zones tendues et la hausse de la fiscalité pour les grands propriétaires.



Royaume-Uni : reprise avec des bâtons pleins les roues

Après une récession des plus importantes parmi les pays développés en 2020 (-9,7 %), l'activité économique britannique rebondirait fortement en 2021 (+ 6,5 %) et poursuivrait sa reprise en 2022 avec une croissance du PIB de 4,5 %. Il n'en reste pas moins qu'à l'horizon de notre prévision, ce sont près de deux années et demie de croissance perdue. Les tensions sur l'offre apparues au début de l'été du fait de la Covid et accentuées par le Brexit, génèrent un ralentissement de l'activité en deuxième partie de 2021 et le PIB ne retrouverait son niveau d'avant-crise qu'à la mi-2022. Finalement, le PIB dépasserait de 1,6 % son niveau pré-crise à la fin de cette année-là. Sous l'hypothèse d'une trajectoire du PIB potentiel inchangée par rapport aux précédentes prévisions (+1,4 %), l'économie britannique afficherait toujours un déficit d'activité de presque 2 % par rapport à la tendance d'avant-crise en fin d'année 2022.

L'arrêt des dispositifs de maintien de l'outil de production (CRJS, SSEIS) implique une remontée du taux de chômage à la fin de l'année à 5 % de la population active avant d'entamer sa décrue jusqu'à à 4,5 % à la fin de l'année 2022. L'inflation atteint son pic en fin d'année (+4,2 %) et nous prévoyons que celle-ci sera temporaire (les contraintes se lèvent) et qu'elle se stabilisera à un niveau inférieur à son niveau pré-crise en 2022 (+ 1,2 %). Un prix du pétrole se stabilisant à 80 dollars le baril en 2022 n'aurait qu'un impact modéré sur le déflateur de la consommation (+ 0,1 point).

L'intervention des pouvoirs publics en réponse à la crise, massive au regard de ce que l'on a pu voir chez ses voisins européens, engendrerait un déficit public encore important en 2021 (11 % du PIB contre 13 % en 2020). Il atteindrait 6 % du PIB en 2022 du fait de l'arrêt des mesures de soutien à l'économie. Finalement, après avoir bondi de 22 points de PIB en 2020, la dette publique se stabilisera autour de 112 points de PIB entre 2021 et 2022.

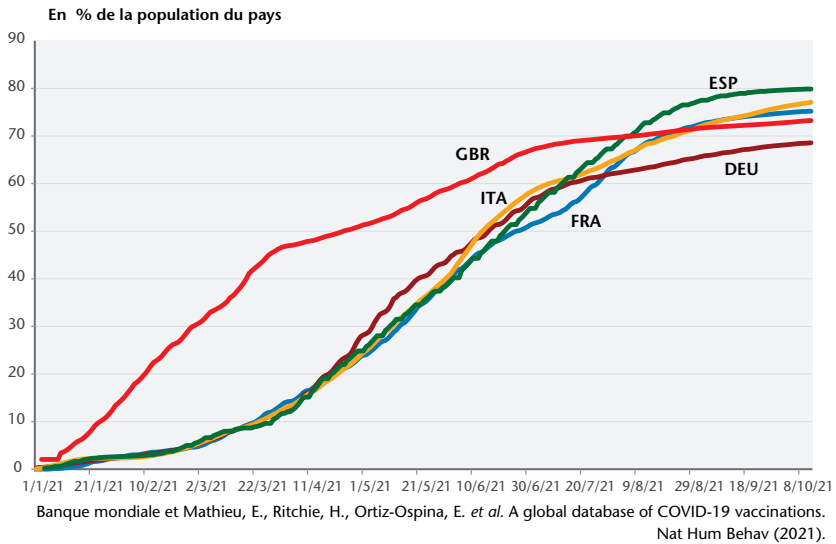
Un premier semestre déterminé par l'épidémie...

Le début d'année a été marqué par le retour d'un confinement strict en janvier, illustré par la fermeture des établissements scolaires et les mesures prophylactiques habituelles dans les secteurs à forte interaction sociale. Conséquence de la réintroduction des restrictions, le PIB a reculé de 1,4 % au premier trimestre, entraîné par une baisse de la demande intérieure des agents privés, pesant pour près de 80 % du PIB. La consommation des ménages a baissé de 4,3 % tandis que l'investissement des entreprises a chuté de 9,3 % par rapport au trimestre précédent. Cependant, les dépenses des administrations publiques dans la santé (test, traçage et vaccination) ainsi qu'une contribution positive du commerce extérieur à la croissance (+1,3 pt) ont permis d'amortir l'effet de ce dernier confinement.

La campagne de vaccination engagée dès le mois de décembre 2020 a été un succès ; fin mars, ils étaient presque 50 % à avoir reçu au moins une dose de vaccin (graphique 13). La population britannique a été la première en Europe à se voir proposer en février 2021 un calendrier de sortie des restrictions se décomposant en quatre phases jusqu'à fin juin. À partir de la mi-avril, les secteurs jusqu'à lors contraints ont bénéficié du sursaut de consommation des ménages (+ 7,1 % en volume sur le trimestre). Les dépenses ont été principalement dirigées vers le transport, l'hébergement et la restauration, ainsi que dans l'habillement dont la part dans le panier de bien consommés se

rapproche de leur niveau d'avant-crise²¹. Le taux d'épargne des ménages traduit bien cet élan de consommation, après avoir grimpé jusqu'à atteindre 18,7 % du revenu disponible au premier trimestre, celui-ci s'est incliné de 8 points au deuxième trimestre. Mis à part l'investissement public, en baisse de 10,9 %²², les autres composantes de la demande intérieure ont été tout autant dynamiques et ont porté la croissance du PIB à 5,5 %.

Graphique 13. Population ayant reçu au moins une dose de vaccin contre le Covid-19 au Royaume-Uni



Grâce à des exportations dynamiques, la contribution du commerce extérieur a été positive (+ 1 pt à la croissance du PIB). Finalement, alors même que le Royaume-Uni a été un des pays enregistrant la plus forte contraction de son PIB mi-2020, le PIB ne situait plus que 3,3 % en-deçà de son niveau d'avant-crise à la mi-2021, un écart proche de ce qui est observé en France ou encore en Allemagne.

Quid du Brexit dans tout cela ? De façon générale, l'analyse *ex-post* de son impact sur l'activité économique britannique n'est pas chose aisée du fait de sa synchronicité avec les effets de la crise sanitaire

21. Passées de respectivement 14 % et 10 % dans le panier de biens en 2019, à 7,2 % et 1,9 % au pire de la crise, les parts des dépenses de transports et d'hébergement et restauration reviennent à respectivement 10,8 % et 6,7 % dans les dépenses totales à la fin du premier semestre 2021.

22. Le niveau est passé de 24,6 % à 11,1 % au-dessus de son niveau au dernier trimestre 2019, ce qui en soit ne constitue qu'un rééquilibrage partiel.

pendant le premier semestre. La sortie du Royaume-Uni s'est principalement reflétée dans les données du commerce extérieur. En effet, même si la contribution du commerce extérieur au PIB britannique est positive au premier semestre, les frictions générées par les contrôles douaniers aux frontières sanctionnent les exportations, toujours à -21 % de leur niveau d'avant-crise au deuxième trimestre. Ensuite, la baisse du taux de pénétration à son plus bas niveau depuis plus de dix ans²³ illustre des importations en provenance de l'UE baissant plus que proportionnellement à celles du reste du monde. Les premières ont chuté de 25 % au premier trimestre 2021 contre une stabilité pour les importations hors-UE.

... et le second semestre par des tensions et l'arrêt des dispositifs

De nombreux éléments laissent présager un ralentissement du rattrapage initié au deuxième trimestre pour le reste de l'année 2021.

Des tensions sur l'offre

La levée complète des restrictions initialement prévue le 21 juin a été décalée d'un mois du fait de la résurgence de cas de Covid et les consommateurs ont été incités à s'isoler. Cela s'est traduit par des ventes de détails en recul de 2,5 % en juillet par rapport à juin et la tendance s'est confirmée en août (-0,3 % par rapport à juillet). Néanmoins, même si le PIB mensuel de juillet note une quasi-stabilité par rapport à juin (-0,1 %), l'activité est toutefois repartie en août et a enregistré une hausse de 0,4 % par rapport à juillet et cela ne devrait pas trop peser sur la croissance du 3e trimestre.

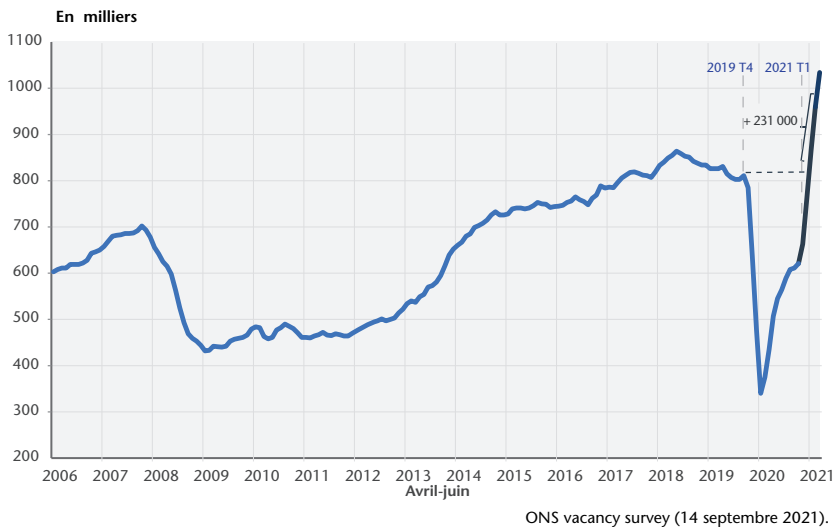
Conséquence de la crise sanitaire et du Brexit, les difficultés de recrutement se font de plus en plus prégnantes, le nombre de postes vacants reportés par les entreprises a atteint un pic sur les trois derniers mois de juin à août, on en dénombre plus d'un million (graphique 14).

Plus globalement, la pénurie de main-d'œuvre serait due à la conjonction de plusieurs facteurs. D'une part, une reprise de la demande non anticipée et des entreprises ayant du mal à y faire face. En cause, des licenciements précoces en début de crise (au deuxième trimestre 2020, le nombre de salariés dans le secteur marchand avait baissé de presque 3 %²⁴) et des difficultés pour retrouver du personnel

23. Le faible niveau du taux de pénétration s'explique également par l'importante activité de stockage en fin d'année 2020 ainsi qu'une normalisation du comportement de consommation des ménages (biens vs. services).

qualifié. D'autre part, la sortie des Européens de la population active britannique, mouvement à l'œuvre pendant la crise sanitaire, s'est accentué depuis la sortie du RU de l'Union européenne. De 30 000 au deuxième trimestre 2020, ils sont 78 000 un an plus tard à avoir quitté la population active. La pénurie de conducteurs de poids lourds est également vue comme un facteur important de rupture des chaînes d'approvisionnement (les conducteurs représentent 10 % des travailleurs dans le secteur transport et entreposage). Il est toutefois à noter que d'après l'Annual Population Survey, le déficit de main-d'œuvre dans le secteur des transports semble davantage à mettre sur le compte de la baisse du personnel britannique que du départ des conducteurs européens.

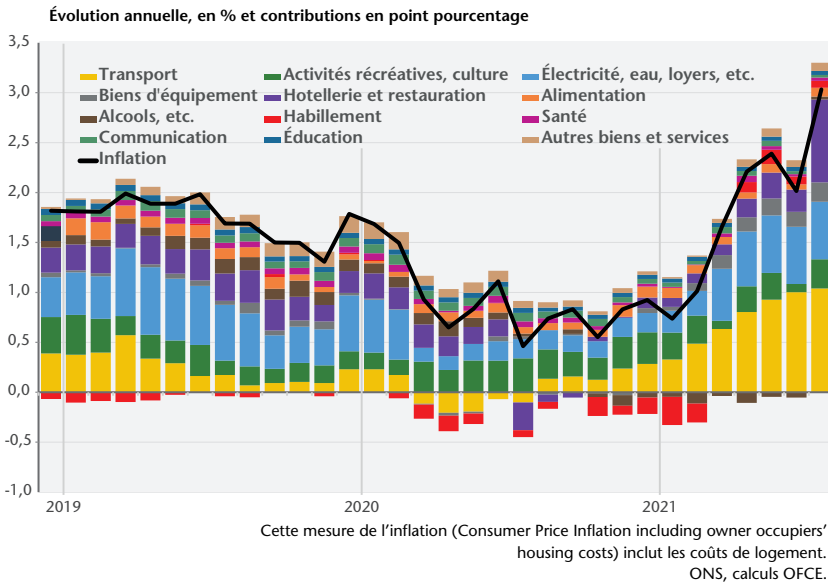
Graphique 14. Évolution du nombre de postes vacants au Royaume-Uni



Plus récemment, l'augmentation des prix de l'énergie (le gaz naturel surtout) a généré des pénuries dans certains secteurs, en particulier l'industrie agro-alimentaire et la restauration.

Ces multiples tensions se sont notamment traduites dans les prix à la production dans le secteur manufacturier, en augmentation de 5,9 % en août sur l'année. Les sources de hausse sont à mettre sur le compte des coûts liés au transport/frêt, principal contributeur de l'évolution annuelle, des prix des biens d'équipement et des machines, et enfin des prix de l'énergie.

Graphique 15. Contributions à l'indice des prix à la consommation au Royaume-Uni



Mouvement observé depuis mars 2021, l'inflation s'est accélérée entre juillet et août 2021 passant de 2 % à 3 % en rythme annuel (graphique 15). Désormais, plus aucune composante ne joue négativement sur l'indicateur, phénomène que l'on observait depuis le début de la pandémie. La hausse soudaine enregistrée en août est moins le fait de la transmission des prix à la production que d'effets liés au confinement en 2020. Par exemple, la contribution de l'hôtellerie et la restauration au niveau annuel (barre violette) est due au dispositif Eat Out to Help Out proposé par le gouvernement au même moment en 2020. Nous anticipons une accélération de l'inflation jusqu'à 4 % en fin d'année, causée par les tensions susmentionnées, avant que celle-ci ne revienne à des niveaux pré-crise. Autrement dit, nous la jugeons comme temporaire.

La fin des dispositifs de soutien aux ménages

Après s'être dégradé en 2020, le marché du travail n'a cessé de se redresser en 2021. Sur la période allant de mai à juillet 2021, le taux d'emploi des 16-64 ans est à 75,2 % (0,3 pt de plus que fin 2020 bien que toujours en-deçà du niveau pré-Covid de 76,5 %), le nombre de chômeurs est redescendu à 4,7 % de la population active après être monté à 5,3 % au quatrième trimestre 2020.

En lien avec la levée des restrictions sanitaires, le nombre de personnes bénéficiant du dispositif d'activité partielle a poursuivi sa décroissance tout au long de l'année. Fin août, ils n'étaient plus que 1,3 million par rapport à près de 10 millions au plus fort de la crise. Évidemment, le dispositif CRJS (Corona Retention Job Scheme) n'a pas pu empêcher la destruction d'emplois salariés²⁵. En effet, bien que l'emploi salarié ait retrouvé son niveau pré-Covid, cela masque une forte disparité entre les secteurs (tableau 3). Alors que le non-marchand comptabilise 4,1 % salariés de plus qu'à la fin 2019, le secteur marchand reste en retrait de 1,4 % soit près de 655,3 milliers de salariés (ou encore 2 % de l'emploi total). Dans les secteurs les plus touchés, on retrouve les services aux ménages (y compris culture et activités récréatives), et l'hôtellerie et la restauration. Dans une moindre mesure certes, l'emploi dans l'industrie se retrouve fortement dégradé. Moins imputable à la crise sanitaire qu'au Brexit, les services financiers font aussi face à des pertes d'emploi et les enquêtes montrent des difficultés de recrutement.

Tableau 3. Évolution de l'emploi salarié au Royaume-Uni

En écart au 4^e trimestre 2019

	Août
Services aux ménages	-7.2 %
Hôtellerie et restauration	-5.6 %
Industrie	-3.4 %
Services financiers	-3.0 %
Transport et entreposage	-2.6 %
Commerce	-2.1 %
Construction	1.4 %
Autres services marchand	2.5 %
Services non-marchand	4.1 %
Ensemble	0.2 %

PAYE RIT, ONS. Données fin août 2021.

25. On rappelle que les salariés en situation de chômage partiel sont inclus dans les données PAYE RTI.

Cela pose évidemment la question de l'impact de l'arrêt du dispositif CRJS fin septembre 2021 sur l'emploi dans ces secteurs. Si nous supposons une baisse linéaire du nombre de salariés bénéficiant du dispositif, -400 000 par mois environ, il reste 600 000 salariés encore au chômage partiel fin septembre (correspondant à 1,9 % des heures totales travaillées²⁶), nous faisons l'hypothèse que les personnes au chômage partiel retournent à leur emploi ou comblent les postes vacants. Les difficultés de recrutement resteraient importantes si bien que la croissance du dernier trimestre passerait en intégralité par une augmentation de la productivité et l'emploi resterait stable. Le taux de chômage se situerait à 5 % de la population active.

Début octobre a également sonné la fin de l'augmentation temporaire (+ 1 040 livres sterling par an), décidée en début de pandémie, de l'allocation de protection sociale appelée « Universal Credit » à destination des populations les plus pauvres. Cette allocation, demandée par 5,8 millions de personnes au Royaume-Uni correspond à 0,5 point de revenu disponible des ménages.

Finalement, la consommation des ménages évolue de concert avec le revenu disponible, celle-ci est relativement peu dynamique au regard des tendances passées.

En 2022, retour partiel vers le potentiel

Une hypothèse centrale dans notre scénario concerne le taux d'épargne des ménages que nous supposons revenir à sa moyenne de longue période en 2022, c'est-à-dire 7,4 % du revenu disponible. Plutôt autour de 9 % du revenu disponible avant le référendum sur le Brexit, le taux d'épargne des ménages avait fortement baissé après (en moyenne à 5 %). Le mouvement de hausse de la part du revenu épargnée en 2019 vers sa moyenne de longue période nous incite à considérer 7,4 % du revenu comme la référence plutôt qu'une moyenne sur 2019, hypothèse faite dans les autres pays suivis.

L'investissement des entreprises revient à son niveau d'avant-crise stimulé en partie par la mesure en place jusqu'à la fin de l'exercice 2021-2022, la « super tax deduction » mais surtout par la levée des incertitudes.

26. Il s'agit d'une borne haute car nous supposons ce chiffre en équivalent temps plein faute de détails sur le nombre d'heures généralement effectuées par les salariés en activité partielle.

Sur le marché du travail, nous supposons une durée du travail revenant à son niveau d'avant-crise et une productivité horaire restant sur sa tendance d'avant-crise atteinte au deuxième trimestre 2021. La croissance en 2022 ne permet pas d'effacer les stigmates de la crise sur l'emploi puisque celui-ci demeure 0,7 % en-deçà de son niveau de la fin d'année 2019. Le taux de chômage décroît jusqu'à atteindre 4,5 % de la population active mais reste au-dessus de son niveau pré-crise. Fin 2022, la demande britannique est repartie (+1,6 % par rapport à fin 2019) mais l'économie ne se situe pas en situation de « surchauffe » se répercutant sur la boucle prix-salaire.

Le budget 2022 sera présenté le 27 octobre 2021. Les éléments dont nous disposons actuellement nous indiquent toutefois que la politique budgétaire continuerait de se normaliser en 2022 avec une impulsion budgétaire négative (-4,7 points de PIB potentiel) reflétant l'arrêt de mesures exceptionnelles prises pendant les deux années écoulées. Une mesure, déjà présentée au parlement, prévoit une hausse des dépenses publiques de 12 milliards de livres sterling par an en moyenne sur les trois prochaines années dans le secteur de la santé et de la protection sociale. Celle-ci serait financée à 95 % par l'augmentation des cotisations sociales et à 5 % par la hausse de la taxe sur les dividendes.

Il existe de plusieurs aléas négatifs autour de cette prévision de croissance. À commencer par l'apparition de nouveaux variants résistants aux vaccins, impliquant de nouvelles mesures sanitaires. Le second serait une consolidation budgétaire et/ou une augmentation prématurée des taux d'intérêt par la Banque d'Angleterre.

Un aléa positif à ce scénario consisterait en la dépense d'une partie de la sur-épargne Covid accumulée entre 2020 et 2021, totalisant 250 milliards de Livres sterling. Une désépargne en 2022 d'un cinquième de ce montant, soit 50 milliards de livres ou encore 3,3 points de revenu disponible, conduirait à une croissance de 7,6 % en 2022.



Japon : reprise tardive

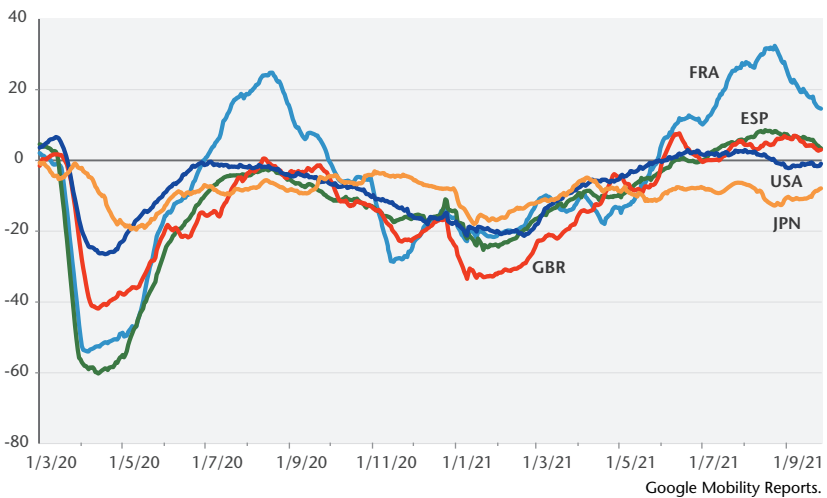
L'épidémie de Covid-19 a touché l'économie japonaise dont le PIB avait déjà reculé au dernier trimestre 2019, du fait du relèvement de la taxe sur la consommation et des dégâts du typhon Hagibis mi-octobre 2019. Le gouvernement japonais a pris des mesures sanitaires dès début février 2020, mesures qui sont restées limitées au regard de celles mises en œuvre en Europe, la situation épidémique étant globalement demeurée sous contrôle. De plus, la politique budgétaire a été très expansionniste, ce qui a limité l'impact économique en 2020 avec une récession de -4,7 % sur l'année. L'économie japonaise a néanmoins davantage pâti des vagues successives de variants qui ont conduit le gouvernement à instaurer à trois reprises l'état d'urgence en 2021 dans plusieurs régions du pays (du 7 janvier au 21 mars, puis du 25 avril au 20 juin et enfin du 12 juillet au 30 septembre). De ce fait, le PIB japonais a reculé au premier trimestre 2021 (-1,1 %) et a peu augmenté au deuxième trimestre (de 0,5 %). Nous prévoyons une croissance modérée au troisième trimestre également en raison de l'état d'urgence en place une grande partie du trimestre, même s'il n'a été appliqué qu'au niveau régional. Les Jeux Olympiques se sont finalement tenus sans public étranger ni même japonais, ce qui a pesé sur les recettes touristiques et la consommation privée. Le Japon ayant peu à peu rattrapé son retard en matière de vaccination (60,2 % de la population totalement vaccinée au 30 septembre, contre 14,7% au 1^{er} juillet) et le taux d'incidence de la maladie reculant, l'état d'urgence a été levé pour l'ensemble des régions fin septembre, ce qui devrait entraîner une accélération de l'activité au dernier trimestre 2021 puis en 2022 (croissance en moyenne de 3 %).

Un effet moins fort de l'épidémie mais plus étalé dans le temps

Le PIB japonais a évolué au gré des contraintes sanitaires appliquées dans le pays mais aussi chez ses principaux partenaires commerciaux. Le pays a ainsi bénéficié de la reprise du commerce mondial au second semestre 2020, même si elle s'est tassée au premier semestre 2021. Les quatre états d'urgence adoptés en 2020 et 2021 par le gouvernement pour contrer l'épidémie ont revêtu un caractère moins coercitif que dans la plupart des pays développés : les préfectures concernées ont le plus souvent réduit les heures d'ouverture des restaurants et des bars et leur taux de fréquentation, incité au télétravail, à ne pas voyager au

sein du Japon et à rester chez soi. L'impact sur l'économie a été d'autant plus limité que les deux mesures les plus significatives sur la croissance (fermeture des écoles et confinement à domicile²⁷) ont été appliquées de façon moins restrictive au Japon : certes les écoles ont fermé dans presque tout le pays entre mars et mai 2020, mais il n'y a jamais eu d'obligation de rester à domicile (ou dans un périmètre restreint), cette mesure étant simplement recommandée. La mobilité a donc moins diminué au Japon que dans les autres grands pays développés (graphique 16).

Graphique 16. Indice de mobilité google



De plus, les mesures sanitaires n'ont été utilisées au niveau national qu'en 2020 et ont été ciblées régionalement en 2021. Ainsi sur les 47 préfectures que compte l'archipel, le nombre de semaines où l'état d'urgence s'est appliqué à l'ensemble des préfectures est resté limité. En 2020, il a ainsi duré du 7 avril au 25 mai, mais n'a concerné le pays entier que du 16 avril au 14 mai, soit 4 semaines. Le reste du temps, peu de préfectures ont été touchées (principalement Tokyo et ses environs). De ce fait, le PIB a moins reculé que dans de nombreux pays développés (de 0,6 % et 8,3 % respectivement aux premier et au deuxième trimestres 2020).

27. Voir l'étude spéciale : « Estimer l'impact des mesures de restriction sur l'activité », *Revue de l'OFCE* n° 172 (2021/2)

Le rebond qui a suivi a néanmoins été décevant, notamment du côté de la consommation des ménages : le recul de la masse salariale au deuxième trimestre a été largement compensé par les transferts publics massifs qu'ils ont reçus (4,2 % du RDB annuel sur les deuxième et troisième trimestres 2020²⁸) mais ces derniers ont surtout alimenté l'épargne dans un contexte de grande incertitude sanitaire. Le taux d'épargne des ménages qui était de 1,1% en moyenne en 2018 a bondi à 21,8% de leur revenu brut disponible au deuxième trimestre 2020, avant de redescendre en fin d'année 2020 à 6,3 %.

Les exportations ont en revanche été très dynamiques au second semestre 2020 puis ont continué de se redresser plus modérément début 2021, grâce aux exportations de biens, le pays peu touristique ayant continué d'appliquer des mesures drastiques pour rentrer sur son territoire. Il y a eu en particulier un rebond de la demande asiatique (49 % des exportations de biens japonais, dont 18 % pour la seule Chine) et de la demande des États-Unis grâce au plan de relance américain (22 % des exportations). La consommation publique a aussi soutenu l'activité (aides au système médical, politique de tests et de vaccinations...).

La demande intérieure a en revanche reculé à nouveau au premier trimestre 2021 à la suite du deuxième état d'urgence. Les restrictions ont surtout affecté les restaurants, bars et centres commerciaux qui se sont vus imposer un couvre-feu à 20h, les autres secteurs de l'économie étant moins touchés. Mais cela a pesé sur le moral des consommateurs et des industriels et a limité l'impact du nouveau plan de relance adopté en décembre 2020 (extension des subventions à l'activité partielle, investissements publics, aides aux régions et pour la transition énergétique...). Le deuxième trimestre a pâti dans une moindre mesure du troisième état d'urgence réinstauré seulement dans quelques préfectures. Les derniers comptes des ménages indiquent un rebond du taux d'épargne au premier trimestre 2021 et une légère baisse au deuxième trimestre, avec un taux d'épargne qui reste bien supérieur à celui de fin 2020.

Sur le marché du travail, le bilan est mitigé : le taux d'activité a peu baissé malgré la crise et est proche de son niveau d'avant-Covid. L'emploi a connu plusieurs périodes de recul : en avril 2020, entre mars et mai 2021 puis en août 2021, et les remontées ont été timides, de

28. Il s'agit du versement de l'équivalent de 100 mille yens par personne (soit environ 770 euros).

telle sorte que l'emploi a baissé de 1 % entre début 2020 et août 2021. Finalement, le taux de chômage se situait en août 2021 à 2,8 %, soit 0,6 point au-dessus du creux du dernier trimestre 2019.

Du côté de l'investissement, il reste lui aussi en-deçà de son niveau de fin 2019. Les produits liés à la propriété intellectuelle sont les seuls à tirer leur épingle du jeu, les équipements de transport restant quant à eux particulièrement à la traîne (même si leur poids est faible).

Parmi les mesures adoptées dans le cadre des trois principaux plans de relance d'avril, mai et décembre 2020 (pour un montant d'environ 15 points de PIB) figurent des dépenses médicales (vaccins, ...), des transferts aux ménages et aux entreprises, des subventions à l'activité partielle, des transferts aux gouvernements locaux, des reports de paiements de charges et d'impôts... L'ampleur des plans de relance a conduit à une franche dégradation du déficit public à 10,3 % du PIB et à la remontée de la dette publique brute à plus de 250 % du PIB en 2020.

L'activité économique retrouverait son niveau pré-Covid fin 2021

Après la levée du troisième état d'urgence le 20 juin 2021, des mesures « prioritaires » ont continué d'être en vigueur dans les préfectures où l'incidence du Covid restait élevée (par exemple, avec la poursuite de la réduction des horaires d'ouverture, mais avec davantage de souplesse dans l'application). L'état d'urgence a ensuite été réintroduit dans l'agglomération de Tokyo le 12 juillet, face à la montée des cas de Covid. Au fur et à mesure de l'été, de plus en plus de préfectures ont été soumises à ce quatrième état d'urgence : ainsi du 27 août au 30 septembre, 75 % de la population était concernée, ce qui a pesé sur l'économie²⁹, en particulier les services d'hôtellerie et de restauration. De ce fait, le PIB serait quasi-stable au 3ème trimestre 2021. L'indice des dépenses de consommation hebdomadaire a été particulièrement dégradé en août par rapport à ce qui est observé habituellement à cette période.

Quant à la production industrielle, elle a baissé en juillet puis août 2021 (respectivement de 1,5 puis 3,6 % sur un mois), pâtissant de contraintes d'offre (problèmes d'approvisionnement, notamment de

29. En plus de cet état d'urgence, un certain nombre de préfectures ont appliqué les mesures « prioritaires » pour limiter les interactions sociales. En tenant compte de l'état d'urgence et des mesures prioritaires, entre 50 et 85 % de la population a été confrontée à des restrictions d'accès aux bars, restaurants, cinémas et centres commerciaux durant tout le mois d'août.

semi-conducteurs et d'autres composants de véhicules). De fait, parmi les composantes qui ont le plus contribué à la contraction de la production industrielle, se distinguent les équipements électroniques et électriques, les voitures et les pièces de voitures.

Même si la prudence est de mise, des restrictions sanitaires étant toujours en vigueur dans la restauration et concernant les grands événements durant tout le mois d'octobre pour éviter un rebond de l'épidémie, le fait que le Japon ait presque comblé son retard en matière de vaccination permettrait à son économie de repartir franchement fin 2021 et début 2022, avec un léger décalage par rapport aux autres grands pays développés, si les problèmes d'approvisionnement se débloquent rapidement et que la reprise mondiale ne s'essouffle pas.

L'emploi qui a de nouveau reculé en août, devrait ainsi augmenter à partir du quatrième trimestre 2021. Mais sa faible progression ainsi que celle des salaires limiteraient la croissance de la consommation privée. Cette dernière bénéficierait néanmoins de la campagne « Go to travel » qui pourrait être effective à nouveau d'ici quelques mois. Cette campagne, mise en place en juillet 2020, visait à relancer le tourisme intérieur (*via* un financement de 35% du coût du logement et de 15 % des dépenses sur place), mais avait été suspendue en décembre 2020. Par ailleurs, les marges de manœuvre des consommateurs sont importantes, étant donné l'épargne accumulée pendant la crise du Covid. Le taux d'épargne repartirait à la baisse fin 2021 et reviendrait au cours de l'année 2022 au niveau d'avant-Covid.

L'inflation resterait faible, à 0,3 % en moyenne en 2022, rejoignant presque son niveau moyen de 2019 (0,5 %). Après une chute des prix à la consommation entamée en septembre 2020 et qui a culminé fin 2020 (à -1,1 % en glissement annuel), l'évolution des prix est restée en territoire négatif (-0,4 % en août 2021), se rapprochant tout de même de la stabilisation, en raison notamment de l'augmentation récente des prix de l'énergie. Le Japon échappe donc largement à la flambée mondiale des prix.

Concernant l'investissement des entreprises et leur situation financière, la situation est variable selon le secteur d'activité. Les entreprises manufacturières ont vu leurs profits se redresser nettement après le creux du deuxième trimestre 2020 pour retrouver le niveau précédant l'épidémie de Covid, ce qui devrait favoriser l'investissement. Le profit des autres entreprises reste sans surprise en deçà de leur niveau

d'avant, malgré le soutien financier du gouvernement³⁰, notamment dans les services de restauration et l'hôtellerie. Au total, selon l'enquête sur les perspectives des entreprises, les plans d'investissement des entreprises sont relativement bien orientés, avec une croissance particulièrement forte attendue pour les logiciels.

La production industrielle et les exportations devraient peiner encore quelques mois, en particulier dans le secteur automobile, si l'on se réfère aux annonces de constructeurs, qui pâtissent actuellement de la pénurie de pièces en provenance de pays asiatiques où l'épidémie est repartie.

Nous prévoyons une croissance de l'activité de 2,4 % en 2021 puis 3 % en 2022 qui permettrait à l'écart de production de se refermer à la fin de l'horizon de notre prévision³¹. La croissance serait notamment soutenue par une politique budgétaire toujours accommodante, le nouveau premier ministre Fumio Kishida, qui a remplacé le 4 octobre dernier Yoshihide Suga étant issu du même parti libéral démocrate.



Ombres chinoises

La Chine, premier pays frappé par le coronavirus, a réussi à très rapidement freiner la progression de l'épidémie sur son sol, en prenant des mesures sanitaires drastiques à partir de janvier 2020 et en maintenant une stratégie « zéro-Covid » depuis. Après avoir chuté de 8,7 % au premier trimestre 2020, le PIB a rebondi de 10 % au deuxième trimestre, revenant à son niveau d'avant-crise en un trimestre seulement. La croissance s'est ensuite poursuivie au rythme de 2,8 % au troisième trimestre et de 3 % au quatrième, soit une hausse de 2,3 % en moyenne sur un an (contre 6 % en 2019). Le PIB chinois affichait une hausse de 6,3 % en glissement sur un an au quatrième trimestre 2020 et avait alors atteint le niveau qu'il aurait eu en l'absence de crise Covid-19 si la croissance s'était poursuivie en 2020 au rythme de 6 % que nous anticipions dans notre prévision d'octobre 2019 (OFCE, 2019).

30. Notamment un versement forfaitaire aux entreprises et auto-entrepreneurs, des subventions pour favoriser les prêts et l'investissement, une campagne de soutien au tourisme local (« Go to travel ») ...

31. La croissance potentielle est estimée à environ 0,2% en raison de la baisse structurelle de l'évolution de la population en âge de travailler.

Cependant, après ce rattrapage exceptionnellement rapide, au regard des performances des pays industrialisés et de celle des pays émergents³², la croissance chinoise a commencé à ralentir à partir du début 2021, avec une hausse de 0,4 % seulement au premier trimestre et de 1,3 % au deuxième trimestre. Les indicateurs suggèrent un nouveau ralentissement pendant l'été. Les incertitudes sur la poursuite de la croissance se sont accrues au cours des derniers mois : évolution de la pandémie, hausse des prix des matières premières et difficultés d'approvisionnement des chaînes de production, évolutions de l'environnement réglementaire et risques de faillite dans l'immobilier... Les ombres s'étendent sur la croissance chinoise à l'horizon de 2022.

Le maintien d'une stratégie zéro-Covid

La Chine reste aujourd'hui l'un des pays où l'on déplore le moins de décès (4 849 décès seulement selon les chiffres officiels, rapportés par l'Université John Hopkins, au 1^{er} octobre 2021). Des vaccins ont été rapidement mis au point en Chine. Ils ont d'abord été largement distribués dans des campagnes de vaccination à l'étranger (dont le Brésil, le Maroc, les Seychelles, ...), la Chine prenant une place de premier rang dans la diplomatie du vaccin. En Chine, les campagnes de vaccination n'ont pris de l'ampleur que dans un deuxième temps. Mais au début octobre 2021, près de 75 % de la population chinoise était vaccinée, uniquement avec des vaccins chinois.

Cela place la Chine parmi les pays ayant le taux de vaccination les plus élevés, avec la plupart des pays industrialisés. Mais le doute plane sur l'efficacité des vaccins chinois (en l'absence de publications scientifiques validées). Face à l'émergence du variant Delta, le gouvernement chinois maintient une vigilance de tous les instants pour éviter la résurgence de cas de Covid-19. Cela constitue un premier élément de fragilité de la croissance en Chine, comme on a pu le constater pendant l'été avec la mise à l'arrêt pour deux semaines des activités du port de Yantian en juin, puis de celles de Ningbo en août, ce qui a freiné les exportations chinoises. Nous faisons l'hypothèse que les contraintes sanitaires ne seront pas entièrement levées en Chine à l'horizon de la fin 2022. Ainsi, le gouvernement a d'ores et déjà annoncé que les jeux olympiques d'hiver, qui seront organisés en février 2022 à Pékin, n'accueilleront pas de spectateurs venus de

32. Voir le graphique 1 de la synthèse.

l'étranger, signe que des restrictions sanitaires demeureront, en particulier en ce qui concerne l'accueil de touristes étrangers et les voyages à l'étranger des résidents chinois.

Été 2021 : signaux de ralentissement

Les indicateurs conjoncturels signalent une stabilisation de l'activité pendant les mois d'été. La production industrielle n'a augmenté que de 0,3 % sur un mois en juillet, comme en août, soit une hausse de 5,3 % seulement sur un an. On observe cependant des évolutions très divergentes selon les secteurs : +2,3 % sur un an pour l'industrie minière et d'extraction, -13 % pour l'industrie automobile, mais +18 % pour l'ensemble des secteurs de haute-technologie. Les secteurs les plus porteurs pendant la pandémie, notamment en termes d'exportations, restent en forte croissance : production de médicaments (+32 % sur un an en août) et matériels informatiques et électroniques (+13 % sur un an).

Les indices des directeurs d'achat (PMI) suggèrent aussi une stabilisation de l'activité au troisième trimestre. Ainsi, l'indicateur composite des activités du secteur privé, publié par CAIXIN, est passé sous la barre de 50 en août (à 47,2) pour la première fois depuis avril 2020, avant de revenir à 51,4 en septembre, le niveau de 50 marquant la limite entre une activité en hausse et en baisse. Les indices PMI publiés par l'institut statistique chinois (National Bureau of Statistics of China, NBS) portent quant à eux sur 3 grands secteurs : industrie manufacturière, construction et services. Pour la première fois depuis janvier 2020, où il avait alors chuté à 35, l'indice PMI dans l'industrie manufacturière (laquelle représente 26 % de la valeur ajoutée) est passé sous la barre de 50 en septembre (à 49,1), suggérant un léger recul de l'activité industrielle. Dans la construction (8 % de la valeur ajoutée), l'indice PMI fluctue entre 57 et 60 depuis le début de l'année, indiquant la poursuite d'une activité soutenue. Mais dans les services (49 % de la valeur ajoutée), l'indice PMI qui avait augmenté de 51 en janvier à 55 en mars, est ensuite revenu autour de 52, avant de chuter à 45 en août puis de revenir à 52 septembre, en lien avec l'évolution des restrictions sanitaires.

Selon les données publiées par le *CPB World Trade monitor*, les exportations mensuelles de marchandises chinoises en volume, qui avaient fortement augmenté jusqu'en janvier 2021, se sont stabilisées en février 2021 et ont baissé depuis. En février 2021, les exportations chinoises étaient 32 % au-dessus de leur niveau du quatrième trimestre

2019, alors que la demande adressée à la Chine n'était supérieure que de 5 %. Les producteurs chinois ont engrangé de forts gains de parts de marché à l'exportation (27 points), pendant la crise sanitaire, grâce à leur bonne spécialisation sur des biens alors très demandés (biens d'équipement et de protection médicaux ; équipements électroniques et informatiques), tandis que les usines étaient fermées dans de nombreux pays. La réouverture des sites de production chez les concurrents chinois a fait baisser les parts de marché chinoises à partir de mars 2021 : les exportations chinoises n'étaient plus supérieures que de 15 % en juillet à leur niveau du quatrième trimestre 2019, alors que la demande adressée à la Chine s'était stabilisée depuis mars. Les difficultés liées à l'approvisionnement de certains composants et au fret ont par ailleurs contribué à freiner les exportations de marchandises au cours des derniers mois, mais cela n'a pas été spécifique à la Chine. Les importations chinoises de marchandises ont pour leur part commencé à ralentir à partir de mai 2021 ; en juillet, elles étaient 5 % au-dessus de leur niveau d'avant-crise (contre +19 % en avril).

Du côté de la demande intérieure, les ventes de détail (en valeur) ont, elles aussi, marqué le pas, en restant quasiment inchangées en juillet (-0,2 % sur un mois) et août (+ 0,2 %) et ne progressant plus que de 2,5 % sur un an. Les investissements (en valeur) ont à peine augmenté en juillet et août (+0,15 % par mois), et bien qu'ils affichent encore une hausse de 8 % sur un an en août, le ralentissement est en cours.

Ces différents indicateurs d'activité nous ont conduit à inscrire une croissance du PIB de 0,1 % seulement au troisième trimestre.

L'inflation, en termes de prix à la consommation, reste jusqu'à présent modérée. En septembre, la hausse des prix à la consommation n'était que de 0,7 % sur un an (contre 1,7 % un an plus tôt) ; hors produits alimentaires, la hausse des prix était de 2 % (contre 0 % un an plus tôt). Les prix alimentaires sont en baisse (-2,8 % sur un an en septembre), sous l'effet de la chute des prix de la viande de porc (-47 % sur un an), résultant de la fin de l'épidémie de fièvre porcine (qui avait précédemment conduit à une forte hausse des prix de la viande). Malgré la hausse des prix de l'énergie (+22 % sur un an pour les carburants), la hausse des prix à la consommation reste donc contenue.

La hausse des prix de l'énergie et plus généralement des matières premières a cependant conduit à une hausse des prix des consommations intermédiaires dans l'industrie : +14 % sur un an en septembre,

dont 30 % pour l'énergie et 23 % pour les métaux. L'indice des prix à la production industrielle, qui avait baissé en 2020, est en hausse de 10,7 % sur un an en septembre.

2021 : la montée des risques

À l'automne 2021, les ombres sont de plus en plus en plus nombreuses sur la croissance de l'économie chinoise, en dehors même des incertitudes liées à l'évolution de la pandémie. À très court terme, l'évolution des prix des matières premières est problématique. Dans notre prévision, la hausse récente des prix du pétrole à plus de 80 dollars le baril de Brent ne serait que passagère, le prix du baril s'établirait autour de 75 dollars au quatrième trimestre 2021, avant de redescendre à 65 dollars à partir du deuxième trimestre 2022 ; les prix des matières premières ralentiraient aussi. La hausse des prix des consommations intermédiaires, constatée au cours des derniers mois, ne serait que temporaire et pourrait être absorbée par les marges des entreprises.

Un troisième risque à court terme porte sur les difficultés d'approvisionnement en énergie, qui ont en septembre conduit à l'arrêt de la production de sites industriels, à des coupures d'électricité dans les commerces et chez les particuliers. Ces coupures avaient été décidées au niveau local par les collectivités qui souhaitaient respecter les objectifs de réduction des gaz à effet de serre fixés par le gouvernement chinois (dans le cadre de l'objectif de neutralité carbone en 2060). Le gouvernement a changé de cap, donnant des consignes d'achat de charbon « quel qu'en soit le prix », relançant l'utilisation des centrales au charbon, afin de supprimer le risque de coupures de courant pour les entreprises et d'assurer le chauffage des habitations à l'entrée de l'hiver.

Un quatrième risque concerne le secteur de la construction. Ce secteur a connu une forte croissance à partir de la fin des années 1980, conduisant à une forte hausse des prix de l'immobilier et à un fort niveau d'endettement des constructeurs et promoteurs immobiliers. En août 2020, le gouvernement chinois a durci les conditions d'accès au crédit des constructeurs et promoteurs en leur fixant trois « lignes rouges », correspondant à des seuils de ratio de dettes sur actif net, de dettes sur fonds propres et de dettes sur cash-flow, à ne pas franchir pour pouvoir continuer à s'endetter. Ce durcissement des règles d'accès au crédit, quelques mois après l'émergence de la pandémie, avait mis en difficulté un premier promoteur en novembre 2020 :

China Fortune Land³³. En septembre 2021, Evergrande – dont la dette s'élève à 300 milliards de dollars, soit 2 % du PIB chinois – n'a pas été en mesure d'honorer ses échéances de remboursement des dettes et a vu le cours de ses actions s'effondrer en bourse. Une faillite d'Evergrande, étant donné son poids, ferait courir un risque systémique, comme cela fut le cas avec Lehman Brothers en 2008. Evergrande n'est pas un cas isolé : selon le *Financial Times*, la moitié des 30 plus grands promoteurs ne respectaient pas fin septembre au moins une des trois lignes rouges. Nous faisons l'hypothèse que le gouvernement chinois ne prendra pas le risque de laisser Evergrande, ni aucun autre promoteur de la même taille, faire faillite et qu'un scénario de démantèlement organisé est le plus probable. Le gouvernement chinois et la Banque populaire de Chine parviendraient à limiter les risques de faillite (rachat d'actifs par les autorités locales, soutien des banques, ...). En tout état de cause, la dette d'Evergrande pourrait être absorbée par l'État, la dette publique chinoise n'étant que de 69 % du PIB. Mais, même en l'absence de faillite d'Evergrande, l'activité immobilière serait nettement ralentie.

Le poids de la construction est de l'ordre de 8 % de la valeur ajoutée en Chine. Mais Rogoff et Yang (2021)³⁴ estiment que le poids de l'ensemble des activités immobilières était proche de 30 % en 2017, à l'aide du dernier tableau-entrées-sorties publié par le NBS. Les auteurs soulignent que le poids dans le PIB des activités liées à l'immobilier avait alors dépassé en Chine celui de l'Espagne en 2007, avant l'éclatement de la bulle immobilière, poids qui était nettement supérieur à celui des États-Unis ou de l'Irlande. Les prix de l'immobilier dans les grandes villes chinoises (Pékin, Shanghai, mais aussi Xian, Chengdu...) ont atteint des niveaux historiquement élevés. Le risque immobilier est devenu un risque majeur, Rogoff et Yang estimant qu'une baisse de 20 % de l'activité immobilière serait susceptible de conduire, sur plusieurs années, à une baisse de 5 à 10 % du PIB.

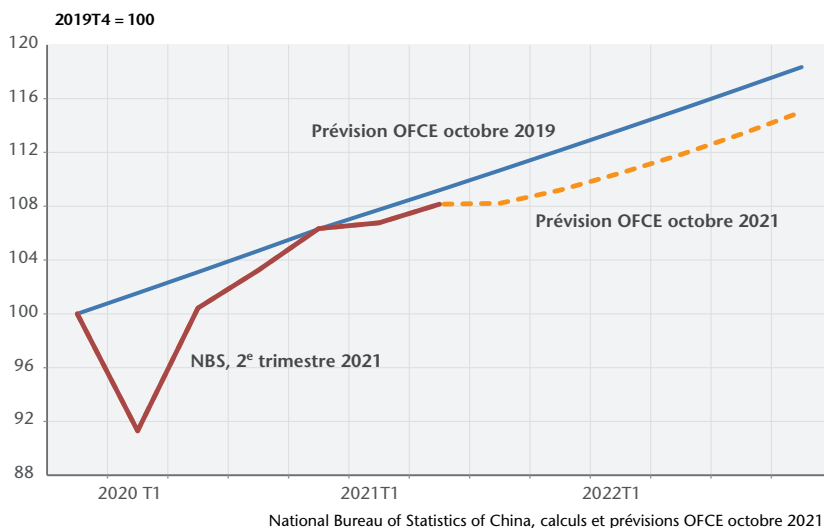
33. En février 2021, China Fortune Land se déclarait dans l'incapacité de rembourser 5,3 milliards de yuans de dette (800 millions de dollars) puis, en mars, 8,38 milliards de yuan (1,3 milliard de dollars). Le 30 septembre, l'entreprise annonçait un plan de restructuration de sa dette portant sur 41,7 milliards de dollars et le retour de sa cotation sur la bourse de Shanghai le 8 octobre, après deux semaines de suspension. <https://asia.nikkei.com/Spotlight/Caixin/Troubled-China-Fortune-Land-floats-restructuring-plan>

34. Rogoff K. et Y. Yang, 2021, « Has China's Housing Production Peaked? », *China and the World Economy* 21, n° 1, pp. 1-31 (earlier version available [here](#)).

Scénario à l'horizon 2022

Le ralentissement en cours conduirait à une croissance du PIB de 7,7 % cette année et de 4,2 % l'an prochain. Les chiffres de croissance annuels masquent cependant un coup d'arrêt net de l'activité en 2021 (avec 0,1 % de croissance au troisième trimestre, puis 0,9 % au quatrième trimestre), suivi d'un redémarrage en 2022, au rythme de 1,2 % au premier trimestre jusqu'à 1,5 % au quatrième trimestre. Le PIB chinois avait retrouvé dès le quatrième trimestre 2020 le niveau qu'il aurait atteint en l'absence de crise si la croissance s'était poursuivie en 2020 au rythme de 6 %, que nous anticipions dans notre prévision d'octobre 2019 (OFCE, 2019). Mais, selon notre scénario, le PIB serait, à la fin 2022, 2,8 points en dessous du niveau qu'il aurait atteint si la croissance s'était poursuivie au rythme de 5,8 % en 2021 et de 5,5 % en 2022, comme nous pouvions alors l'envisager (graphique 17).

Graphique 17. Évolution du PIB chinois

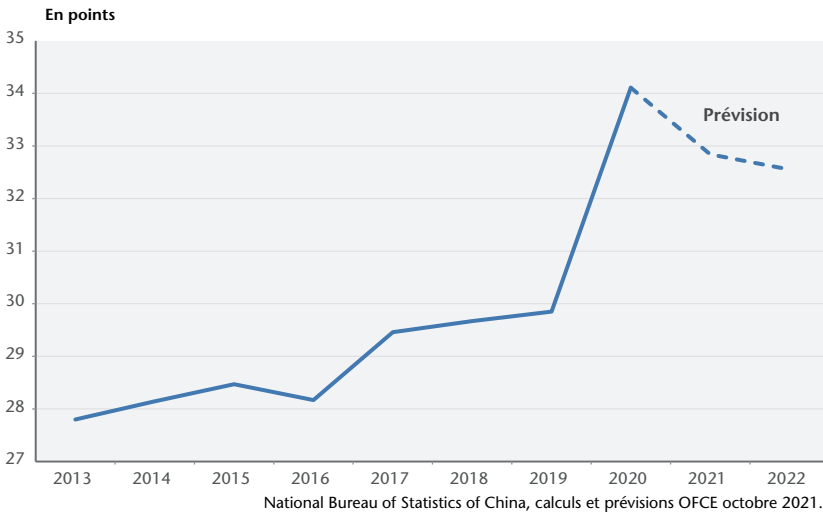


Nous avons indiqué plus haut les facteurs internes qui font ralentir la croissance chinoise aujourd'hui. De plus, les exportations ne soutiennent plus autant la croissance qu'au plus fort de la pandémie, en 2020. Les parts de marché chinoises continueraient de baisser au second semestre 2021, se rapprochant de leur niveau d'avant-crise, puis se stabiliseraient à l'horizon de la fin 2022.

La consommation, en hausse de plus de 6 % en 2019, avait chuté de 0,9 point en 2020, tandis que le taux d'épargne des ménages

augmentait de 4 points, passant de 30 à 34 % du revenu disponible (graphique 18). Nous faisons l'hypothèse que le taux d'épargne baisserait d'un point cette année et de 0,5 point l'an prochain, la baisse restant freinée par le maintien des risques sanitaires, le ralentissement de la croissance et de l'emploi, les incertitudes sur l'immobilier. La consommation augmenterait de 8 % cette année et de 5,1 % l'an prochain, mais, comme pour le PIB, les chiffres annuels masqueraient un ralentissement en 2021, suivi d'une légère reprise en 2022.

Graphique 18. Taux d'épargne des ménages chinois



De même la hausse de l'investissement ne serait que de 2,9 % en 2022 en moyenne annuelle, après 6,2 % en 2021. L'investissement serait freiné en 2022 par le ralentissement de la demande extérieure et intérieure, le désendettement des entreprises, et dans certains secteurs un durcissement des réglementations (dont l'immobilier).

La politique économique n'apporterait guère de soutien à la croissance. Selon les dernières prévisions du FMI (*Fiscal monitor*, automne 2021), la politique budgétaire serait restrictive en 2021 : le déficit primaire corrigé de la conjoncture serait réduit de 2,5 points en 2021, du fait de la fin de la plupart des mesures de soutien qui avaient été prises au début de la pandémie et d'une baisse de l'investissement public ; puis de 0,5 point en 2022. Le déficit public serait réduit de 11,2 % du PIB à 7,5 % en 2021 et 6,8 % en 2022. La dette publique augmenterait de 66 % du PIB en 2020 à 69 % en 2021 et 72 % en

2022. La politique monétaire serait légèrement restrictive cette année comme l'an prochain, le gouvernement souhaitant freiner l'endettement des entreprises, tout en limitant les risques de faillites.

Risques

Cette prévision est entourée de risques particulièrement élevés. Le risque le plus important à la baisse est aujourd'hui celui de l'immobilier. Il pourrait se matérialiser si le gouvernement décide de ne pas intervenir pour limiter les risques de faillite, mais cela nous semble peu probable.

Si les risques actuels (sanitaires, énergie, immobilier) ne se matérialisent pas, les ménages pourraient accroître leur consommation en ramenant leur taux d'épargne dès 2022 au niveau d'avant-crise, soit une baisse de trois points. C'est sans doute le principal risque à la hausse de notre prévision.

Les tensions commerciales sino-américaines pourraient s'accroître au cours des prochains mois. Selon Bown (2021)³⁵, la Chine n'avait atteint en août 2021 que 60 % de l'objectif d'achat de produits des États-Unis, soit environ 90 % pour les produits agricoles et alimentaires et 60 % pour les produits manufacturiers (moins pour les produits énergétiques et autres produits), objectif qu'elle s'est engagée à atteindre à la fin 2021 dans l'accord « phase one », signé avec le gouvernement Trump. L'accord, entré en vigueur en février 2020, n'a pas été remis en cause par le nouveau gouvernement américain. Par ailleurs, les tensions géopolitiques se sont accrues récemment entre la Chine et plusieurs de ses voisins de la zone pacifique – Taiwan, Australie et États-Unis. Cependant la Chine a présenté sa candidature d'adhésion au partenariat transpacifique global et progressiste (CPTPP) en septembre 2021, signe supplémentaire de sa volonté d'intégration économique avec les pays du Pacifique.

Sur le plan intérieur, le gouvernement chinois a inscrit dans le plan quinquennal 2021-2027 l'objectif de lutte contre la pauvreté, ainsi que celui de l'amélioration de la qualité et de l'efficacité de la production nationale. Le plan met l'accent sur la « double circulation », visant un rééquilibrage de la croissance *via* la demande intérieure. Le thème de l'innovation technologique, central dans le programme *Made in China*

35. Bown Chad P., « US-China phase one tracker: China's purchases of US goods, As of August 2021 », *PIIE*, 27 septembre 2021.

2025, semble passer au second plan, même s'il est toujours question d'autosuffisance technologique. La Chine se donne comme objectif de passer du stade d'« atelier du monde » à celui de leader dans les industries de haut de gamme comme les télécommunications, les technologies vertes ou les biens d'équipement médicaux. La Chine est lancée à la conquête de la première place de l'économie mondiale mais, à court terme, Xi Jinping a actionné un certain nombre d'instruments, destinés à freiner l'exubérance de certains secteurs de l'économie.



Émergents d'Asie et d'Amérique : reprise sur fond de tensions inflationnistes

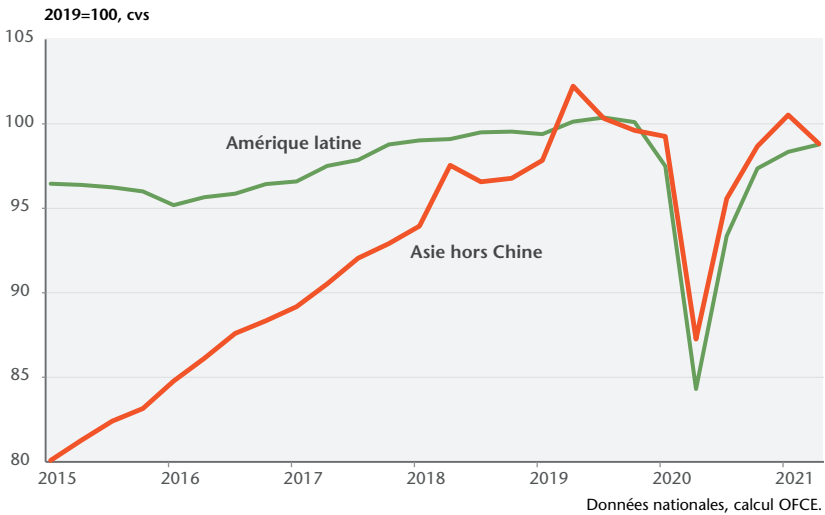
Comme les pays avancés d'Europe et d'Amérique du Nord, les pays émergents n'ont pas échappé aux différentes vagues de Covid-19 qui se sont propagées à travers le monde sur la première moitié de l'année 2021. Sur la base des statistiques sanitaires disponibles, les taux d'incidence sont remontés assez fortement dans certains pays, notamment d'Amérique latine. Le Pérou affiche le taux de mortalité dû au Covid-19 le plus élevé du monde (le nombre de décès Covid représente, au total sur la période de mars 2020 à mi-octobre, 0,6 % de la population). Le Brésil, l'Argentine, la Colombie, le Mexique et le Chili arrivent également en tête de ce triste palmarès avec un taux compris entre 0,2 et 0,3 % (comme les États-Unis et le Royaume-Uni). En Asie, la situation est moins mortifère, avec des taux inférieurs à 0,05 % (sauf en Malaisie où le taux se situe à 0,08 %).

Depuis quelques mois, la situation semble se stabiliser avec un meilleur contrôle de la propagation du virus et l'essor de la vaccination. À la mi-octobre, 65 % de la population d'Amérique latine a reçu au moins une première dose de vaccin (85 % au Chili, 73 % au Brésil et 68 % en Argentine) et 55 % de la population asiatique, certains grands pays ayant pris du retard dans la vaccination tels que le Bangladesh (23 %), l'Indonésie (39 %) et l'Inde (50 %).

Si les contraintes sanitaires sont moins prégnantes qu'en 2020, la situation économique est restée modeste au premier semestre 2021 (graphique 19) dans chacune des régions, avec notamment une baisse d'activité au deuxième trimestre en Asie. À la mi-2021, le PIB n'était pas

encore revenu à son niveau pré-Covid mais en était proche : -0,8 % pour la région d'Asie hors Chine (et hors Japon) et -1,3 % en Amérique latine. Mais paradoxalement, la situation est plus dégradée en Asie qu'en Amérique latine. Car même si la chute d'activité en 2020 a été moins forte en Asie, la perte de production par rapport à ce qui se serait passé si l'activité était restée sur sa tendance passée en 2020, est nettement plus forte en Asie qu'en Amérique latine.

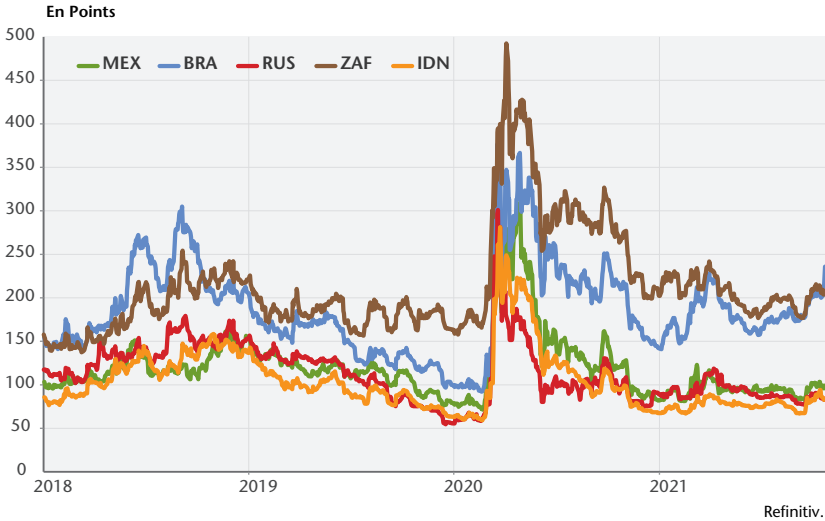
Graphique 19. PIB régional, en volume



Autre sujet d'inquiétude qui frappe surtout l'Amérique latine : l'inflation, alimentée par la hausse du prix des matières premières et les dépréciations en chaîne de certaines monnaies face au dollar, et le risque de laisser s'installer durablement des pressions sous-jacentes. Cette inquiétude se traduit par le resserrement des conditions d'accès aux marchés financiers. Les primes de risque ont augmenté, annulant ainsi toute la décade de 2019. C'est le cas dans les pays émergents où les places financières jouent un rôle important, au premier chef au Brésil, mais aussi au Mexique et en Russie. Après une envolée en mars 2020, les *spreads* sont redescendus mais restent à un niveau supérieur de 0,5 à 1 point par rapport à ce qu'ils étaient avant la crise (graphique 20). Pour soutenir les taux de change et enrayer la hausse des anticipations d'inflation, les taux directeurs ont recommencé à augmenter dans tous les pays d'Amérique latine. En Asie, seule la Corée a amorcé une très légère hausse en août.

Finalement, la croissance attendue en 2021 serait proche dans les deux régions : 6,8 % pour l'Asie hors Chine et 6,6 % en Amérique latine. En 2022, elle serait deux fois plus rapide en Asie hors Chine.

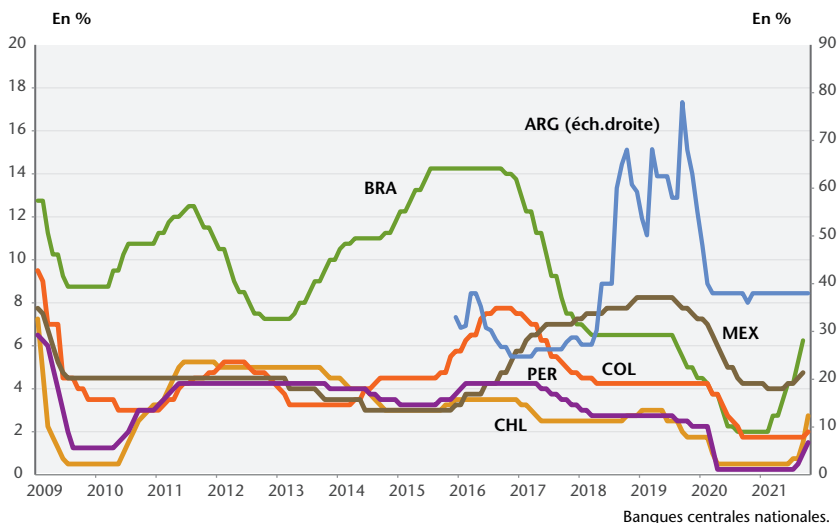
Graphique 20. Primes de risque souverain (CDS à 5 ans)



L'Amérique latine : le retour du risque inflationniste

Si certains pays ont particulièrement souffert de la crise en 2020, d'autres pays ont mieux résisté. Au Pérou, en Argentine et au Mexique, le PIB a chuté de respectivement 11 % et 9,9 % et 8,5 % tandis qu'il ne baissait 'que' de 4,1 % au Brésil. À la mi-2021, l'activité avait plus que retrouvé son niveau d'avant-Covid au Brésil et au Chili et restait encore légèrement inférieure dans les autres pays. Face à cette récupération fragile, une des difficultés pour les autorités est la conduite de la politique économique dans un contexte de poussée inflationniste forte. Pour stabiliser les anticipations nominales et ramener l'inflation dans la bande de fluctuations pré-définies par la plupart des banques centrales dans le cadre de leur politique d'*inflation targeting*, les taux directeurs ont partout été relevés (graphique 21). La politique monétaire devient donc de moins en moins accommodante. La politique budgétaire reste cependant très expansionniste, surtout en cette période électorale (Argentine, Chili) ou préélectorale (Brésil). L'autre facteur favorable à la croissance est la hausse des recettes d'exportations tirées du prix des matières premières et de la forte demande chinoise.

Graphique 21. Taux directeur des banques centrales en Amérique latine



Le **Brésil** a plutôt bien résisté à la crise sanitaire en 2020. Malgré tout, la sécheresse prolongée qui sévit dans le pays, les problèmes d'approvisionnement dans l'industrie et les risques de rationnement d'électricité dans le courant du second semestre pèsent sur la croissance de 2021. Mais surtout le pays reste très exposé au risque inflationniste et aux perturbations financières qu'il engendre. En septembre, l'inflation a atteint 10,8 % sur un an, pour une cible fixée par la banque centrale à 3,5 %. La hausse du prix des matières premières mais surtout la chute continue du réal (-25 % de sa valeur face au dollar entre fin 2019 et octobre 2021) ont alimenté ce cercle vicieux que tente de casser la politique monétaire. Depuis mars dernier, le taux SELIC a augmenté de 4,25 points mais pour l'instant sans effet sur l'ancrage des anticipations : depuis juillet, le taux de change est reparti à la baisse. Cette instabilité risque d'impacter les perspectives de croissance, mises à mal en plus par la détérioration du climat politique, à l'approche des prochaines élections présidentielle d'octobre 2022. Malgré un déficit à 13,7 % en 2020, la politique budgétaire devrait rester expansionniste en 2021 et 2022.

En **Argentine**, le rebond de croissance attendu en 2021 et 2022 intervient après 3 années de récession (-14 % du PIB entre 2017 et 2020). Malgré la baisse d'activité du deuxième trimestre liée au durcissement des mesures sanitaires en avril, les indicateurs d'activité annoncent une reprise soutenue au second semestre. Malgré tout, les

problèmes sont loin d'être résolus. L'inflation a atteint 52,5 % en septembre, soit le même taux qu'en septembre 2019 et le peso perdu plus de 80 % de sa valeur face au dollar depuis fin 2017. La mauvaise gestion macroéconomique a fait sombrer le pays dans une crise profonde qui en 2018 l'a conduit à se rapprocher du FMI pour un prêt de 57 milliards de dollars, dont 44 milliards ont été effectivement retirés. Aujourd'hui, la dette doit être renégociée avec le FMI sous peine de défaut de paiement. Une échéance de 1,9 milliard a bien été payée en septembre mais le pays doit encore verser 19,3 milliards en 2022 (19,5 en 2023 et 4,9 en 2024). Or malgré le contrôle des changes instauré en septembre 2019, les réserves internationales sont à un très bas niveau. En juin dernier, un accord avec le Club de Paris avait déjà été trouvé sur le versement de la dernière tranche de remboursement (2,4 milliards de dollars) d'un prêt de 2014. Les élections législatives de mi-mandat prévues le 14 novembre prochain pourraient encore alimenter cette instabilité chronique. La défaite du gouvernement de coalition péroniste aux primaires de septembre avait conduit à un remaniement ministériel et à l'introduction de nouvelles mesures électoralistes destinées à soutenir le pouvoir d'achat des ménages, avec le risque d'alimenter l'inflation et détériorer encore davantage les finances publiques.

Au **Chili**, les perspectives sont particulièrement favorables. Avec l'envolée des prix du cuivre (qui représentent plus de 50 % des exportations en 2020) et un marché chinois en pleine expansion (presque 40 % de la destination des exportations), le pays devrait connaître une croissance supérieure à 9 % en 2021 (après -5,8 % en 2020). L'inflation a accéléré jusqu'à 5,3 % en septembre, le taux directeur a été relevé de 2 points en deux mois. Le taux de change a bien résisté malgré une baisse depuis juin dernier, et les réserves de change ont même augmenté depuis la crise.

Après une récession sévère en 2020, le rebond de croissance attendu au **Mexique** en 2021 devrait rester modéré malgré la dynamique favorable du voisin américain. Les problèmes d'approvisionnement des chaînes de valeur dans l'industrie, notamment automobile, devraient freiner la production. Là aussi, l'inflation (6 % en septembre) est deux fois plus élevée que celle ciblée par la banque centrale mais la politique monétaire est restée jusqu'alors peu réactive car le risque d'une inflation importée via la baisse du taux de change, est moindre qu'ailleurs. Le Mexique est le pays où le déficit budgétaire s'est le moins dégradé en 2020 (à 2,9 % du PIB après 1,6 % en 2019),

signe d'une politique restrictive cette année-là malgré le contexte sanitaire éprouvant.

Asie : croissance fragile sur fond de pandémie

La reprise dans les pays émergents se poursuit mais reste fragile. En l'absence d'une deuxième vague d'infections et grâce à des mesures de relance économique sans précédent, l'activité économique en Asie devrait connaître un fort rebond avec une croissance de +7,2 % en 2021 après -1,4 % en 2020. Les pays asiatiques ont connu des fortunes diverses, reflétant des degrés de dépendance au commerce mondial différents, ainsi que des choix de politiques économiques et sanitaires différents. D'un côté, Taiwan s'en sort avec les honneurs, après avoir enregistré une croissance de + 3,1 % en 2020, tandis que d'autres pays comme l'Inde ou les Philippines comptent sur les campagnes de vaccination. Dans le même temps, la Corée du Sud, Hong Kong et la Thaïlande ont dû prendre de nouvelles mesures restrictives pour endiguer la progression du Covid-19, et ces mesures pourraient peser sur l'activité économique en 2021. Les exportations ont constitué le principal moteur du rebond de l'activité, permettant à certains pays (Vietnam) de retrouver leur niveau d'activité de fin 2019. Le total des échanges commerciaux devrait diminuer d'environ 22 % en 2021, en Inde et aux Philippines. Le modèle de croissance asiatique reste très dépendant de la demande mondiale, même si les pays ont mis en œuvre des mesures visant à recentrer l'activité économique sur la demande intérieure, car cette réorientation prendra du temps. Les pays asiatiques sont soumis à des degrés différents à un ensemble de chocs. D'un côté des pays comme l'Inde ou le Pakistan subissent de plein fouet la crise sanitaire et l'envolée du prix des matières premières, qui pèse lourdement sur la croissance, et risque de creuser les inégalités. D'autres pays comme la Corée du Sud, le Vietnam ont moins été touchés par la crise sanitaire du fait de mesures initiales plus restrictives, mais leur dépendance au tourisme international et au flux de devises étrangères les expose à des risques de sorties de capitaux et de dépréciation de leurs devises en cas de remontée des taux d'intérêt américains. De plus, dans la plupart des pays d'Asie, le tourisme a chuté et cette baisse impacte de nombreux secteurs comme l'hôtellerie ou les transports. Le tourisme intérieur de courte durée reste insuffisant pour compenser la chute du nombre de touristes étrangers.

Après un choc économique sévère, les économies de la région ont commencé à rebondir. Au début de l'année 2021 le taux de croissance est resté en moyenne inférieur aux taux d'avant la pandémie (le plus faible en Indonésie et le plus élevé aux Philippines).

En 2020, l'Inde a connu sa plus forte contraction depuis 1951 (-7,3 %). La dernière remonte à 1980 et s'établissait à -5,2 % (à partir du début des années 1980, l'Inde s'engage dans des réformes qui desserrent les contrôles pesant sur l'activité économique, ces progrès s'accompagnent néanmoins d'une aggravation du déficit budgétaire et du déficit des paiements courants.). En fin d'année, le recul de la pandémie avait permis un assouplissement des restrictions et une reprise de l'activité. Mais la deuxième vague épidémique, qui a touché l'Inde à partir de mars 2021, a poussé la majorité des régions à se reconfiner. L'ampleur et la vitesse de propagation de la seconde vague ont une nouvelle fois fait reculer l'économie. Entre janvier et mars 2021, la croissance s'est néanmoins redressée (+1,6 %) pour le deuxième trimestre consécutif, après une grave récession, grâce à l'intensification du rythme des vaccinations. Le gouvernement a récemment annoncé une stratégie d'achat centralisé des vaccins afin de renforcer la vaccination.

Tous les indicateurs ont connu un important recul : la production industrielle a reculé en avril et en mai (respectivement -12,9 % et -10,1 %). Les ventes automobiles ont reculé de 13,5 % au second trimestre 2021 après une hausse de +2,7 % au premier trimestre. Le taux de chômage reste élevé (13 % en juin 2021). Aucune région n'a été épargnée par l'épidémie, les plus touchées représentant 60 % du PIB indien.

L'inflation en Inde est à son plus haut niveau depuis trente ans. En effet, la hausse des prix à la consommation, qui était retombée autour de + 4 % en rythme mensuel depuis le début de l'année 2021, a atteint + 6,2 % aux mois de mai et juin, due notamment à l'envolée du coût des carburants. 75 millions d'Indiens sont passés sous le seuil de pauvreté : la grande majorité des emplois ne bénéficiant d'aucune forme de protection sociale, 97 % des ménages ont enregistré une baisse de leur pouvoir d'achat du fait de la perte de leur emploi et de la hausse des prix à la consommation.

L'économie coréenne s'est légèrement contractée de 0,9 % en 2020 ; c'est le premier recul annuel depuis la crise financière asiatique de 1997-1998. La croissance des exportations en fin d'année (+16,3 %

au troisième trimestre et +5,3 % au quatrième) et la hausse des investissements (+5,3 %) ont partiellement compensé la baisse de la consommation privée due aux mesures sanitaires mises en place. La croissance des exportations de semi-conducteurs reste robuste, en raison de la tendance séculaire de la transformation numérique et du rebond de l'activité au niveau mondial. Cette forte demande a poussé les entreprises à investir, notamment l'investissement en équipement qui est en forte hausse de 24,9 % par rapport aux investissements de 2020. Le gouvernement coréen prévoit un plan de relance de 2 milliards de dollars d'ici 2022 dans des projets liés à l'industrie du futur. Le but est de renforcer la productivité et la compétitivité du tissu industriel coréen, suivant les concepts des 4 i : intelligence, innovation, inclusion et interaction.

En 2020, des mesures de confinement strictes ont plongé les Philippines en récession (-9,6 %). Pour faire face à cette crise, le gouvernement a mis en place un plan de relance de 12 milliards de dollars, visant notamment à soutenir les ménages à faible revenu, les travailleurs vulnérables, les petites entreprises et les secteurs durement touchés comme l'agriculture, les transports et le tourisme. Le taux de chômage a atteint 10,4 % en 2020, aggravant les inégalités et le taux de pauvreté (3 millions de Philippins dans la pauvreté).

En Malaisie, la croissance devrait connaître une forte reprise en 2021 (+5,1 %). Un budget record de plus de 80 milliards de dollars et l'assouplissement progressif des interdictions de circulation devraient permettre une reprise de la consommation intérieure.

En 2020, le PIB de l'Indonésie a reculé de 2,1 %, une contraction modérée en comparaison de nombreux autres pays. En effet, pour éviter des conséquences économiques trop négatives, le gouvernement indonésien a tardé à prendre des mesures nationales pour contenir la propagation de la Covid-19 en 2020. Aucun confinement strict n'a été imposé, seules des restrictions souples des activités sociales ont été mises en place. Depuis début juillet 2021, des mesures de confinement plus restrictives ont été imposées. Le rebond des exportations a fortement contribué à la croissance du PIB (+ 6,9 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2021). La consommation reste soutenue (+5,9 %) au second trimestre 2021.

L'assouplissement des mesures sanitaires au quatrième trimestre 2020 a permis de limiter la contraction de l'économie de Singapour. Le PIB a néanmoins reculé de 5,4% en moyenne en 2020. C'est un indica-

teur de la santé du commerce international étant donné la forte intégration du pays aux flux commerciaux mondiaux. Au premier trimestre 2021, les industries de services se sont fortement contractées (-4,8 %). Depuis, le secteur manufacturier tire la croissance, avec une progression de +11 %. La baisse de chantiers dans les secteurs public et privé a pesé sur la construction qui s'est contractée de 23 % sur un an.

L'économie thaïlandaise devrait croître de 1 % en 2021 compte tenu de la propagation rapide du variant Delta et de son impact négatif sur la consommation privée et les entrées touristiques. La Thaïlande qui a accueilli près de 40 millions de visiteurs en 2019 (environ 49,2 milliards d'euros) prévoit de recevoir 500 000 touristes en 2021.

Le PIB de la Thaïlande a chuté de 2,6 % au premier trimestre 2021 mais cette baisse est inférieure à celle enregistrée au quatrième trimestre 2020 (-4,2 %). Premier secteur touché : le tourisme, fortement atteint par la propagation de l'épidémie dans le monde et par la nouvelle vague en Thaïlande.

Au premier trimestre 2021, le PIB taiwanais a crû de + 9,3 % par rapport à la même période de 2020. Il s'agit de la plus forte croissance de l'économie taiwanaise depuis le quatrième trimestre 2010. Les exportations de biens et de services ont bondi de +22 % en un an au premier trimestre 2021, alors que les importations augmentaient dans le même temps de +16 %. Les investissements restent vigoureux avec une hausse de + 12 % au second trimestre 2021.

L'Asie devrait connaître en 2021 et 2022 une croissance dynamique avec respectivement +7,2 % et + 5,2 %, sauf accident sanitaire comme l'apparition de nouveaux variants. Rares sont les pays à avoir évité la récession en 2020 : hormis la Chine, Taïwan et le Vietnam, tous les autres pays d'Asie ont connu un repli d'activité. La priorité reste de lutter efficacement contre la pandémie de Covid-19. Une réunion des membres de l'APEC (Asia-Pacific Economic Cooperation) s'est tenue le 16 juillet pour discuter d'une politique commune sur la fabrication et la distribution des vaccins. ■