

2. Tour du monde de la situation conjoncturelle



États-Unis : une relance disproportionnée ?

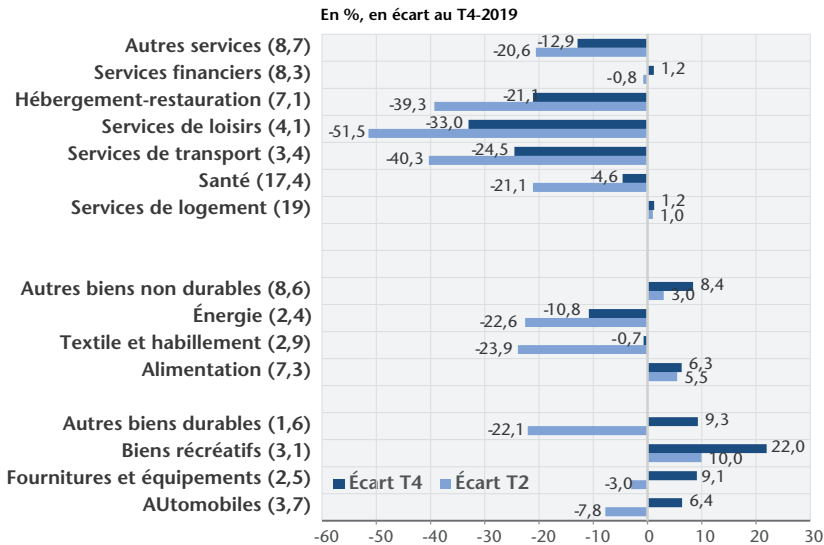
Le changement de président à la tête des États-Unis n'aura pas modifié le cap de la politique budgétaire américaine. Après les mesures prises sous l'administration Trump en mars-avril 2020, le nouveau président élu, Joe Biden, a proposé à son tour un plan d'aide. Ce plan, voté par le Congrès, complète les mesures adoptées en décembre, ce qui apportera un soutien de 2 800 milliards de dollars supplémentaires à l'économie américaine pour 2021 et 2022. En cumul, l'ensemble des mesures de soutien atteint donc 5 200 milliards de dollars, soit l'équivalent de 24 points de PIB de l'année 2019. En l'espace de deux ans, l'impulsion budgétaire cumulée atteindrait un record et favoriserait largement le rebond de l'activité. Le nouveau plan s'appuie notamment sur un soutien massif au revenu des ménages qui continueront à accumuler de l'épargne, créant ainsi les conditions d'une forte croissance en 2022 sous l'hypothèse que ces ménages consommeront au moins une partie de cette épargne. Cela pourrait cependant conduire l'économie américaine vers la surchauffe, une augmentation des déséquilibres budgétaires et surtout financiers avec l'émergence ou le renforcement de bulles boursières et immobilières.

L'État fédéral absorbe le choc économique de 2020...

L'économie américaine a poursuivi son rebond au quatrième trimestre 2020 avec une progression du PIB de 1,1 % après 7,5 % au troisième trimestre. Sur l'ensemble de l'année, le recul du PIB s'élève à 3,5 %. Étant donné la nature de la récession, les secteurs à forte interactions sociales ont été bien plus fortement touchés tout au long de l'année et restaient de fait encore contraints par les mesures prophylactiques au quatrième trimestre 2020. Ainsi, la consommation domestique en hébergement et restauration était inférieure de plus de 20 % à son niveau de fin 2019. Le rebond de l'été a cependant permis d'atténuer la chute de la consommation qui atteignait 39 % au deuxième trimestre. La consommation de services de transports et de

loisirs restait fortement réduite en fin d'année. La consommation de biens a été moins touchée, à la fois parce que ces dépenses étaient moins contraintes mais aussi peut-être parce que les ménages ont pu reporter une partie des dépenses qu'ils auraient autrement faites sur certains services. Ainsi, les consommations de biens durables et non durables étaient, au quatrième trimestre 2020, supérieures à leur niveau du quatrième trimestre 2019 (graphique 1).

Graphique 1. La consommation en biens et services en volume aux États-Unis



Les nombres entre parenthèses indiquent le poids des différents biens ou services dans la consommation totale.
Source : BEA (tableau NIPA 156).

Du côté de l'investissement privé, la contraction globale a été de près de 17 % au deuxième trimestre. Elle fut particulièrement marquée dans les équipements de transport tandis que les équipements informatiques augmentaient fortement : +16,6 % au deuxième trimestre. Dès le quatrième trimestre, l'investissement était repassé au-dessus de son niveau de fin 2019 avec notamment un rebond marqué de l'investissement résidentiel qui se situait 14 % au-dessus du niveau du quatrième trimestre 2019.

Ces évolutions de la demande intérieure privée se sont largement reflétées dans celle de la valeur ajoutée (VA) sectorielle puisqu'au quatrième trimestre 2020, la VA du transport aérien et des spectacles de loisirs était de 61 et 49 points plus bas que celle de la fin d'année 2019. L'hébergement chute de 37 % et la restauration de près de

25 %. Inversement, la VA dans les services financiers et les services d'information a progressé de respectivement 5,6 % et 2,8 %. Par ailleurs, si l'on considère le commerce de détail dans son ensemble, la baisse de valeur ajoutée n'est que de 1,2 % confirmant que les restrictions ont surtout concerné des secteurs spécifiques et non l'ensemble du commerce.

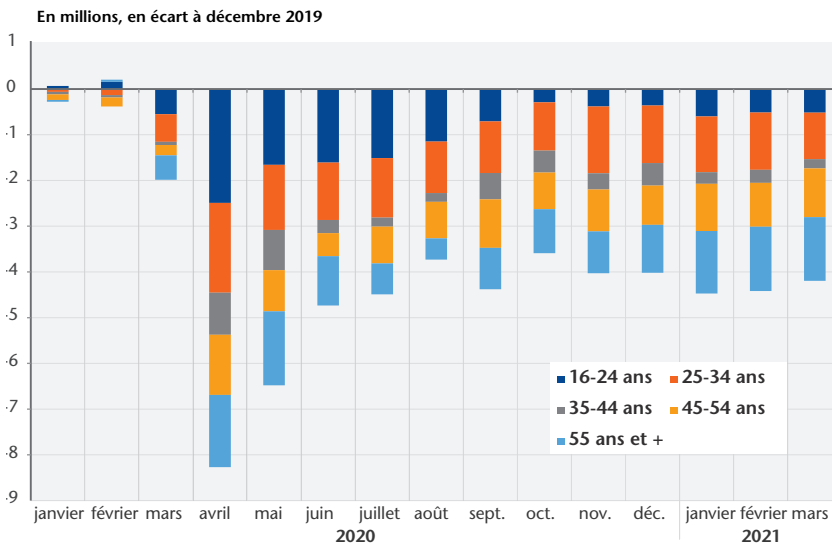
Sur l'ensemble de l'année, le PIB américain recule de 3,5 %, la plus forte récession depuis 1946. La contraction de l'activité est cependant moins forte que dans la zone euro, (6,8 %) ou dans l'ensemble des pays industrialisés hors États-Unis (près de 6 %). Les restrictions ont été dans l'ensemble moins drastiques aux États-Unis même si la plupart des États ont pris des mesures de confinement de la population au printemps. Au-delà des mesures prophylactiques, cette différence s'explique par la spécialisation sectorielle et par le degré d'ouverture. L'économie américaine est effectivement relativement fermée, ce qui l'a moins exposée aux chocs de VA mondiale. Enfin, la politique budgétaire a été bien plus expansionniste que dans les autres pays de l'OCDE.

En l'absence de dispositif d'activité partielle, le choc de VA s'est rapidement répercuté sur l'emploi et le taux de chômage. Au mois d'avril 2020, le taux de chômage bondissait de 11,3 points par rapport à février pour atteindre 14,8 % de la population active. Toutefois, l'allègement des mesures prophylactiques pendant l'été a permis à de nombreux salariés, qui avaient été licenciés temporairement, de retrouver leur emploi¹. Dès le mois de d'octobre, le taux de chômage repassait sous la barre de 7 %. La baisse s'est poursuivie depuis mais de façon moins rapide et, un an après le début de la crise, le taux de chômage atteignait 6 % en mars 2021, contre 3,5 % en février 2020. L'amélioration du chiffre du chômage masque cependant l'ampleur de la dégradation de la situation sur le marché du travail, caractérisée certes par le dynamisme des créations d'emplois mais aussi par un recul important de la population active. En effet, au deuxième trimestre 2020, l'économie américaine détruisait plus de 20 millions d'emplois

1. En pratique, l'enquête du BLS menée auprès des salariés distingue les pertes d'emploi qualifiées de temporaire lorsque le salarié envisage une reprise d'activité dans les 6 mois. L'employeur n'a cependant pas l'obligation de reprendre le salarié. Cette mention permet cependant de signaler que la perte d'emploi résulte d'une baisse d'activité supposée temporaire. Mais une dégradation des perspectives sur le marché du travail peut conduire à transformer ces licenciements temporaires en licenciements définitifs. En pratique, un salarié dans cette situation n'est pas contraint de rechercher un emploi pour être déclaré chômeur. Ainsi, entre février et avril 2020, le nombre de personnes en « licenciement temporaire » a augmenté de 17,3 millions alors que les pertes d'emploi considérées comme définitives augmentaient de 700 000. En octobre, il n'y avait plus que 3,3 millions d'individus en licenciement temporaire mais 4,4 millions déclaraient une perte d'emploi définitive.

mais le nombre de chômeurs n'augmentait que de 14,4 millions. Ce sont donc plus de 5,6 millions de personnes qui s'étaient mises en retrait d'activité ; les retraits ayant même dépassé 8 millions de personnes en avril (graphique 2). Cette situation est aussi la conséquence logique des mesures de confinement locales qui ont découragé les individus de chercher activement un emploi. Malgré la création de plus de 12 millions d'emplois, la population active a baissé de près de 4 millions de personnes entre la fin de l'année 2019 et mars 2021. Si l'on ajoute le nombre de chômeurs supplémentaires (3,8 millions), il ressort que la sous-activité reste massive.

Graphique 2. Population active par tranche d'âge en 2020-2021 aux États-Unis



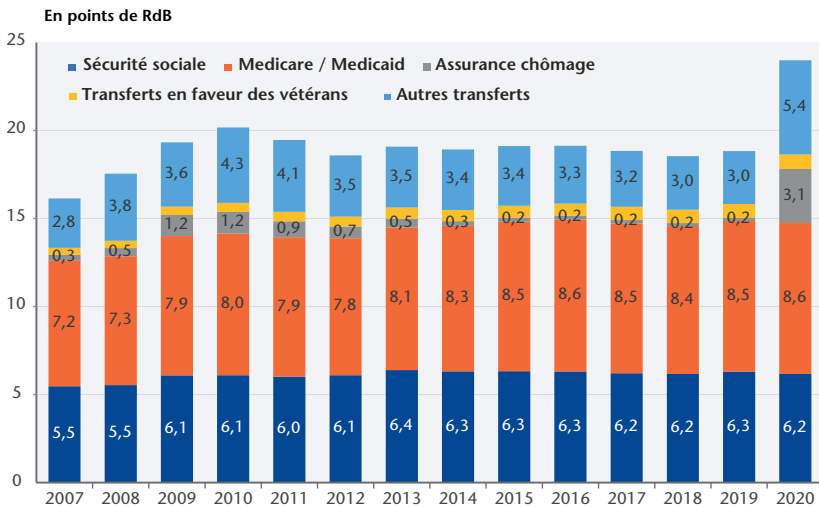
Source : BLS.

Malgré la montée brutale du taux de chômage, le revenu disponible des ménages a progressé de 7 % en 2020 du fait de la forte augmentation des transferts reçus par les ménages, ce qui a plus que compensé la baisse de la masse salariale. Cette hausse des transferts résulte principalement de la mise en place d'une allocation chômage additionnelle versée par l'État fédéral et des chèques versés aux ménages. Entre avril et juillet 2020, les chômeurs éligibles à l'assurance chômage de leur État ont reçu une allocation forfaitaire supplémentaire de 600 dollars par semaine. Le dispositif fut prolongé jusqu'en décembre mais pour un montant maximum de 400 dollars maximum. Par ailleurs, chaque individu dont le revenu annuel était inférieur à 75 000 dollars a reçu un

chèque de 1 200 dollars auquel étaient ajoutés 500 dollars par enfant². Le poids des transferts – en pourcentage du revenu disponible – a ainsi augmenté de 5 points pour passer à 24 % (graphique 3). En 2020, le plan CARES (Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act) a donc permis de verser directement aux ménages 620 milliards d'aide, soit l'équivalent de près de 3 points de PIB 2019. Ces mesures discrétionnaires ont été globalement plus conséquentes que celles versées par les pays européens. L'importance de ces mesures discrétionnaires est aussi le corollaire de la faiblesse relative des filets de protection sociale et donc d'une moindre stabilisation automatique de l'activité.

Si l'on ajoute les mesures en faveur des entreprises, les transferts aux États et les autres dépenses discrétionnaires, le plan de soutien budgétaire voté en 2020 s'élève à 2 400 milliards de dollars (11 points de PIB), dont une grande partie a été dépensée en 2020.

Graphique 3. Part des transferts dans le revenu disponible des ménages aux États-Unis



Source : BEA.

... et prépare la reprise

La situation sanitaire ayant contraint les dépenses des ménages, le taux d'épargne a fortement augmenté en 2020 pour atteindre 16,1 % du revenu disponible brut (RdB) sur l'année, soit 8,5 points de plus

2. Le montant diminuait progressivement au-delà de 75 000 dollars de revenu.

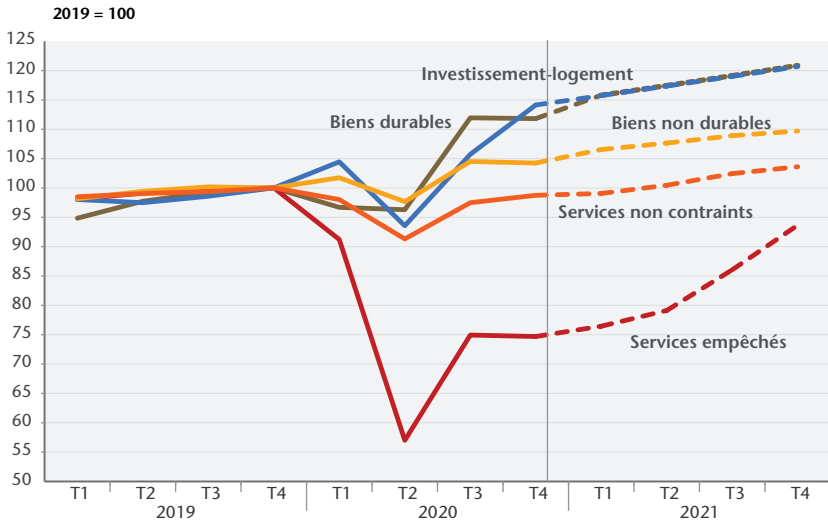
qu'en 2019. En supposant qu'une partie de cette épargne a été accumulée pour un motif de précaution, on peut estimer que l'épargne liée aux mesures sanitaires pour 2020 s'élèverait à 1 260 milliards de dollars (soit 7,2 points de RdB)³. Ce montant non dépensé en 2020 constitue donc une réserve potentielle de consommation pour les ménages. Nous anticipons cependant qu'il ne serait déséparagné qu'à partir de 2022. En effet, même si les mesures ont été allégées, des contraintes subsistent notamment sur les dépenses en restauration, transports et services de loisirs. Ces contraintes se lèveront progressivement en 2021. L'avancement de la campagne de vaccination aux États-Unis a déjà permis de réduire fortement le nombre contaminations au coronavirus, passé de plus de 200 000 par jour en moyenne en décembre 2020 et janvier 2021 à moins de 60 000 en mars, même si le nombre de cas repart légèrement à la hausse depuis la fin du mois⁴. La ré-ouverture se fera progressivement de telle sorte que la consommation totale retrouverait son niveau de fin 2019 dès le deuxième trimestre 2021 et accélèrera plus nettement encore au deuxième semestre du fait du dynamisme de la consommation de services qui avait été jusqu'ici fortement contrainte : hébergement-restauration, services de loisirs et services de transports (graphique 4). La consommation des ménages augmenterait de 1,6 % en moyenne sur les deux premiers trimestres puis de 2,4 % sur le reste de l'année. Cette dynamique se reflèterait également dans les dépenses d'investissement-logement des ménages qui s'élèvent à 20 % au-dessus de leur niveau de fin 2019. Pour les services « empêchés », il faudrait attendre le mi-2022 pour retrouver le niveau d'avant-crise.

L'épargne accumulée s'accroîtrait encore en 2021, non pas tant à cause des contraintes de consommation que des nouvelles mesures budgétaires votées en décembre 2020 et janvier 2021 et qui prévoient de nouveaux transferts aux ménages. En effet, en décembre, après de longues semaines de négociations, le Congrès a trouvé un accord pour un plan de 900 milliards de dollars. L'objectif de ces mesures était surtout de prolonger certaines dispositions votées en mars-avril 2020 – allocation chômage fédérale et aides aux entreprises – dans l'attente du plan de soutien proposé par Joe Biden (American Rescue Plan Act) et

3. Le motif d'épargne de précaution s'explique généralement par l'incertitude. Les ménages épargnent davantage pour faire face à un risque de baisse de leurs revenus. Cette incertitude est généralement évaluée en fonction de l'évolution du taux de chômage.

4. Début avril, 175 millions d'Américains avaient reçu une première dose de vaccin et 20 % de la population était complètement vaccinée.

Graphique 4. Évolution des dépenses des ménages américains



Note : les services « empêchés » incluent l'hébergement-restauration, les services de transport et les services de loisirs.

Source : BEA (tableau NIPA 156), prévision OFCE.

qui a pu être adopté dès janvier. Les ménages américains, dont le revenu annuel est inférieur à 75 000 dollars, recevront un nouveau chèque d'un montant de 2 000 dollars par personne plus 1 400 dollars par enfant à charge⁵. L'allocation chômage de 300 dollars par semaine est également prolongée et devrait permettre de soutenir le revenu des personnes perdant leur emploi jusqu'à l'été et faire face aux besoins de dépenses alimentaires et de santé. Si l'on tient compte des autres mesures – congés maladie, aides alimentaires et au logement, autres réductions d'impôts – les ménages recevront 1 375 milliards (6,4 points de PIB) de dollars en 2021. Les contraintes sanitaires seront certes moins fortes en 2021 mais les ménages seront loin de consommer l'intégralité des aides reçues d'autant plus que l'amélioration de la situation sur le marché du travail permettra également de soutenir la croissance des revenus primaires. Il en résultera une nouvelle épargne. Sur l'ensemble de l'année, le taux d'épargne atteindrait 16,5 % alors qu'il était de 16,1 % en 2020 et 7,6 % en 2019.

5. Le montant du chèque versé décroît ensuite rapidement au-delà de ce seuil. En 2019, 53,6 % des individus percevaient un revenu inférieur à 75 000 dollars selon le rapport « Income and Poverty in the United States : 2019 » du *Census Bureau*. Le revenu médian s'élevait à 69 000 dollars.

Le plan Biden prévoit également d'augmenter les transferts fédéraux (350 milliards) et de financer de nouvelles dépenses de santé – campagne de dépistage et de vaccination – et d'éducation. Le cumul des nouvelles mesures s'élève alors à 2 800 milliards, ce qui accroît l'impulsion budgétaire calculée *ex-ante* dont le cumul sur 2020-2021 atteint 12,6 points de PIB.

En 2021, la consommation serait principalement conditionnée par la levée des restrictions sanitaires et le rattrapage sur les dépenses qui ont été contraintes en 2020. La croissance dépasserait 6 % en 2021, soutenu aussi par ces mesures budgétaires. Leur effet se ferait cependant sentir au-delà de 2021. En effet, le choix d'une relance massive crée les conditions du maintien d'une croissance dynamique en 2022. La demande intérieure serait stimulée par ces impulsions budgétaires. Mais l'ampleur précise de ce soutien dépendra du comportement d'épargne des ménages américains.

Risque de surchauffe ?

Fin 2021, nous estimons que cette surépargne de la période « Covid » atteindrait près de 3 000 milliards de dollars, soit plus que le montant des mesures d'urgence votées au printemps 2020. Une analyse menée sur les premières mesures prises sous l'administration Trump suggère que pour un dollar reçu, les ménages ont en moyenne dépensé entre 0,25 et 0,30 dollar, la propension marginale à consommer est d'autant plus élevée que le revenu des ménages est faible⁶. À partir de questionnaires adressés aux ménages, Coibion, Gorodnichenko et Weber (2020) indiquent que près de 42 % des chèques seraient utilisés par les ménages pour la consommation, principalement en alimentation, santé et en produits domestiques. Le solde serait soit épargné soit utilisé pour rembourser leur dette⁷. Il s'agit cependant ici de la réponse immédiate aux transferts reçus pendant la pandémie. On observe effectivement une légère baisse de l'endettement des ménages. Le ratio des crédits à la consommation sur le RdB est passé de 25,3 % au quatrième trimestre 2019 à 24,2 % un an plus tard. Mais cet effet pourrait aussi refléter la consommation empêchée. L'endettement résidentiel est resté stable en 2020 (63,3 % du revenu).

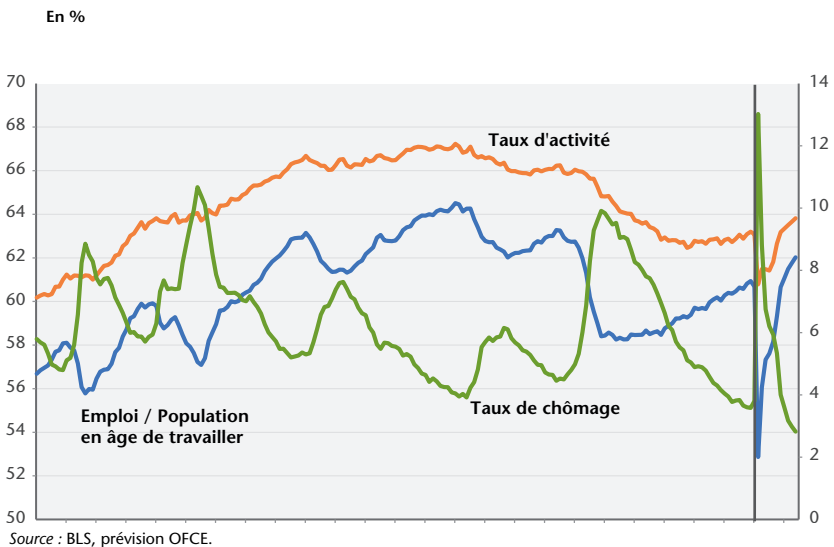
6. Voir Baker *et al.*, 2020, « Income, liquidity, and the consumption response to the COVID-19 pandemic and economic stimulus payments », *VOXeu.org* du 17 juin.

7. Notons que dans les deux cas, cela se traduit macroéconomiquement par une hausse du taux d'épargne. Voir « How Did US Consumers Use Their Stimulus Payments? », *NBER Working Paper*, n°27693 pour plus de détails sur la réponse des ménages.

L'évolution de l'épargne en 2020 et 2021 n'est pas uniquement liée à la politique budgétaire et au motif d'épargne de précaution. Une fois que les contraintes seront levées, une partie de la surépargne financera la consommation future stimulant la demande en 2022⁸. Dans ces conditions le taux d'épargne des ménages reviendrait à 7,3 % en 2022, un niveau légèrement inférieur à ce qu'il était en 2019 (7,6 %) et qui serait donc loin d'épuiser l'ensemble du patrimoine accumulé pendant deux ans. Sous cette hypothèse, la consommation progresserait de plus de 8 % sur l'année, ce qui aurait aussi pour contrepartie une forte augmentation des importations et du taux de pénétration. Il en résulterait une contribution négative du commerce extérieur à la croissance : à hauteur de 1,5 point. Comme en 2021, la croissance du PIB serait alors proche de 6 %.

En supposant que la durée du travail retrouve rapidement son niveau pré-crise et que la productivité horaire croît également au même rythme tendanciel, le taux de chômage atteindrait 3,1 % en 2022. Non seulement, le chômage serait inférieur au point bas de 2019, mais cette situation se traduirait par un taux d'emploi et un taux d'activité plus élevés (graphique 5).

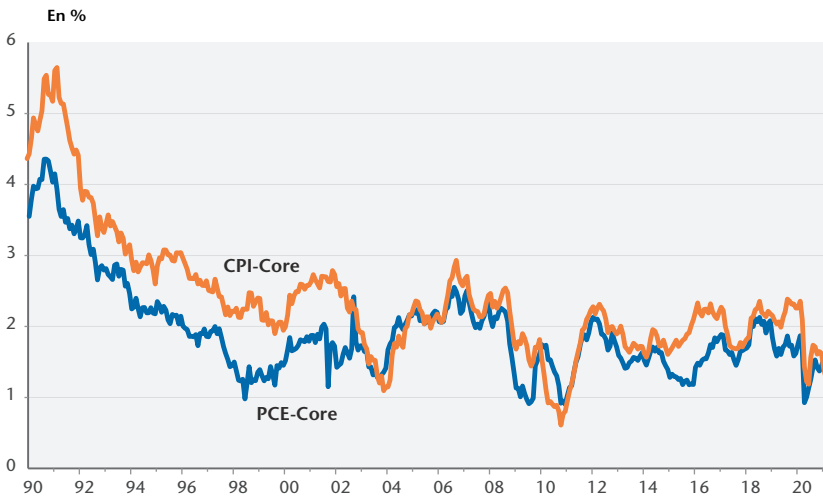
Graphique 5. Taux de chômage, taux d'emploi et taux d'activité aux États-Unis



8. Nous supposons qu'1/5^e de la surépargne Covid sera dépensé en 2022. Voir la partie France pour plus de détails sur cette hypothèse.

Un tel niveau de chômage n'aurait pas été observé depuis le début des années 1950, ce qui pose la question d'un risque de surchauffe de l'économie américaine. Selon l'hypothèse de PIB potentiel du Congressional Budget Office, notre scénario de croissance implique un écart de croissance positif de plus de 3 points de PIB et donc un risque d'accélération de l'inflation. L'estimation du potentiel est cependant fragile et fait l'objet de nombreuses révisions *ex-post*. Des stratégies alternatives d'identification, qui s'appuient sur une estimation des chocs d'offre, suggèrent cependant que le niveau de l'écart d'activité prévalant avant la crise Covid serait surestimé⁹. Par ailleurs, les précédents pics d'activité de 1999, 2006 et 2019 n'ont pas forcément entraîné une forte accélération de l'inflation (graphique 6). De fait, il faut retourner au boom de la fin des années 1980 pour voir une inflation hors énergie et alimentation dépasser 4 %. D'ailleurs, même dans ce scénario de croissance, le taux d'emploi serait inférieur de plus de 2 points au pic de 2000.

Graphique 6. Taux d'inflation aux États-Unis



Source : BLS.

Dans ces conditions, la relance pourrait être excessive mais le risque d'une surchauffe de l'économie *via* la boucle prix-salaire ne doit pas être surestimé. Pour autant, on peut s'interroger sur la pertinence du plan qui aurait pu cibler les ménages les plus pauvres. En faisant le

9. Voir Coibion, Gorodnichenko et Ulate (2018): « The Cyclical Sensitivity in Estimates of Potential Output », *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall, pp. 343-434.

choix d'un soutien aussi large vers les classes moyennes, le soutien budgétaire risque de se déverser sur les marchés financiers, alimentant de nouvelles bulles boursières et immobilières. La volonté de mettre de nouveau en avant le rôle de la politique budgétaire et de rétablir une plus forte équité sociale devrait s'accompagner d'une réglementation financière permettant de limiter ces risques qui ont des répercussions importantes sur les classes moyennes et populaires américaines.



Allemagne : reprise sous contraintes

Alors que l'Allemagne avait été plus épargnée – sanitaire et économiquement – par la première vague de Covid-19 que les grands pays européens, la deuxième vague intervenue fin 2020 s'est révélée plus violente et a donné lieu à des mesures drastiques. Certes, avec un taux de croissance du PIB de 0,3 % au quatrième trimestre 2020, l'économie allemande a fait preuve de résilience. Cependant, le durcissement et l'extension des restrictions laissent présager une contraction au premier trimestre 2021 en raison d'un confinement strict qui touche particulièrement le secteur des services.

Grâce à la levée graduelle des restrictions liée à la progression de la vaccination, au soutien budgétaire massif aux entreprises et aux ménages et surtout à la reprise de la demande dans les pays partenaires, la reprise allemande devrait être dynamique à partir du deuxième trimestre 2021. Cependant, certains secteurs d'activité (loisirs, culture, hôtellerie-restauration, transports) resteront contraints jusqu'à la fin de l'été 2021¹⁰, et les ménages continueront d'accumuler un surplus d'épargne eu égard à ces restrictions. La situation sur le front de l'emploi devrait rester dégradée. Il faudra ainsi attendre le dernier trimestre de 2021 pour retrouver le niveau pré-Covid-19 en termes de niveau d'activité. Avec un déficit budgétaire atteignant 3,8 % du PIB, et un regain d'inflation lié aux prix du pétrole (2,2 %) et à la hausse de TVA, la dette publique stagnerait autour de 69 % du PIB.

Pour 2022, nous simulons deux scénarii. Le premier prévoit que 20 % de la surépargne accumulée en 2020 et 2021 sera dépensée, ce qui devrait soutenir la consommation. Cela entraînerait une forte dyna-

10. L'Union européenne s'est fixé comme objectif de vacciner au moins 70 % de sa population d'ici la fin de l'été 2021, et nous considérons que les mesures de restriction intérieures en Allemagne pourront être entièrement levées à partir de cette date.

mique de croissance, essentiellement tirée par la demande intérieure. On devrait également assister à une embellie sur le marché du travail avec une baisse du taux de chômage qui atteindrait 3,8 % en 2022. Le second scénario ne prévoit pas de désépargne : le taux d'épargne reviendrait progressivement en 2022 à son niveau de 2019, hors effet de précaution. Sous cette hypothèse, la croissance serait réduite de 1,4 point par rapport au premier scénario et le taux de chômage ne baisserait « que » de 0,8 point, pour atteindre 4,4 % de la population active. Dans le premier scénario, la dette publique baisserait pour atteindre 63 % du PIB contre 65 % dans le scénario sans désépargne.

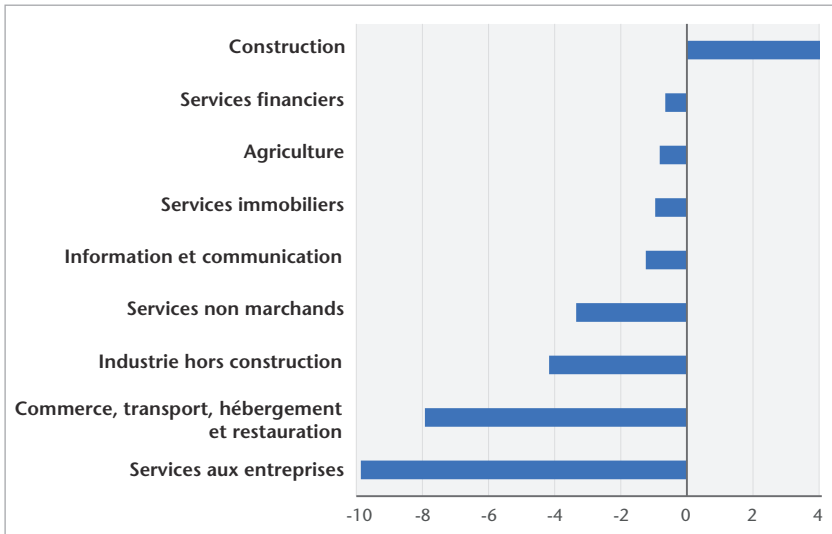
Second semestre 2020 : une reprise dynamique avant la deuxième vague

Après un deuxième trimestre marqué par une chute historique du PIB (-9,7 %) sous l'effet des mesures de confinement et de l'effondrement du commerce mondial, le PIB allemand a rebondi au troisième trimestre, affichant une hausse de 8,5 %, sous l'effet de la demande interne mais également d'une forte reprise du commerce international. Cette embellie n'aura pourtant pas fait long feu.

Confronté à une flambée des cas de Covid-19 à partir d'octobre 2020, le pays a dû se résoudre à adopter progressivement de nouvelles mesures de restriction à partir du 2 novembre 2020, ce qui n'a pas empêché l'Allemagne d'afficher une croissance positive (0,3 %) au quatrième trimestre 2020. Il ne faut pourtant pas se méprendre : cette croissance s'explique par la dynamique du commerce extérieur et par le fort mouvement de stockage, masquant la contraction de la demande intérieure. En réalité, on observe une dichotomie entre l'industrie et les services, ces derniers pâtissant à la fois des mesures de confinement interne et d'un moindre soutien de la demande extérieure. Au quatrième trimestre 2020, par rapport au niveau pré-Covid-19, la valeur ajoutée dans le secteur de l'industrie manufacturière n'a baissé que de 4,5 % (graphique 7), contre un recul de 7,9 % dans le secteur du commerce-transport-hôtellerie-restauration, de 9,9 % dans les services aux entreprises et de 18,2 % dans les autres services aux ménages (loisirs, culture, ...). Mentionnons la bonne santé du secteur de la construction qui a peu pâti de la crise et qui affiche une valeur ajoutée en hausse de 4 % par rapport au niveau pré-crise.

Graphique 7. Variation de la valeur ajoutée par branche en Allemagne

En %, en volume entre le quatrième trimestre 2019 et le quatrième trimestre 2020



Source : Destatis.

Le recul de la demande interne est néanmoins resté limité grâce aux mesures de budgétaires massives de soutien adoptées en 2020 à travers les différents plans d'urgence et le plan de relance du 3 juin 2020. Ces mesures totalisent 119 milliards d'euros, soit 3,4 points de PIB. En réalité, la consommation et l'investissement ont affiché des trajectoires différenciées au cours du deuxième semestre 2020 : la consommation des ménages, ayant une forte élasticité aux mesures de confinement, a largement rebondi au troisième trimestre (+10,8 %), avant de se replier au quatrième trimestre (-3,3 %), alors que l'investissement a continué son lent rattrapage au quatrième trimestre.

Les entreprises ont bénéficié des mesures budgétaires sous la forme d'aides directes de 30 milliards d'euros – aides d'urgence *Soforthilfe* à destination des indépendants et TPE¹¹, aides relais *Überbrückungshilfe I* (juin-août 2020) et *Überbrückungshilfe II* (septembre-décembre 2020) –, des investissements publics de 31 milliards d'euros et de l'aide à l'activité partielle de 35 milliards d'euros. Cependant, le taux de marge reste

11. L'aide d'urgence fournit des subventions non remboursables aux travailleurs indépendants, professions libérales et PME : pour leur assurer un soutien de trésorerie sur une durée de trois mois, ces professionnels peuvent recevoir de la part de l'État fédéral un paiement unique non remboursable jusqu'à 9 000 euros pour les entreprises ayant entre 1 et 5 employés et jusqu'à 15 000 euros entre 6 et 10 employés.

toujours, fin 2019, inférieur à son niveau pré-Covid-19 de 1,2 point et illustre la dichotomie entre industrie et services. Ainsi, le taux de marge de l'industrie manufacturière, qui avait baissé de 9 points de valeur ajoutée au deuxième trimestre, n'est plus que de 0,4 point inférieur au niveau pré-Covid-19 fin 2020, contre 4,1 points pour les services aux entreprises.

Au niveau revenus des ménages, au quatrième trimestre 2020, les mesures contracycliques (baisse de la TVA, aides aux personnes vulnérables, primes pour les enfants *Kinderbonus*, doublement de l'aide aux parents isolés, accès à la sécurité de base, ...), couplées aux mesures de chômage partiel ont continué à soutenir le revenu disponible (+0,4 % de croissance trimestrielle). La baisse de la consommation, conjuguée à la progression du revenu disponible, s'est traduite par une hausse de 2,4 points du taux d'épargne, pour atteindre 17,7 % du revenu disponible. Au total, sur l'année 2020, le surplus d'épargne accumulé atteint 111 milliards d'euros.

Du côté de la demande extérieure, la deuxième vague étant marquée par une moindre synchronisation des mesures de confinement entre pays que la première vague, les exportations allemandes ont continué leur rétablissement au quatrième trimestre.

2021 : levée progressive des restrictions sanitaires mais croissance bridée par l'épargne des ménages...

Pour calibrer le scénario de sortie de crise, nous raisonnons, pour l'année 2021, au niveau des branches d'activité. Nous faisons l'hypothèse d'une levée des contraintes – sauf les jauges et autres mesures de distanciation sociale – à l'été 2021, à l'exception du tourisme et des transports internationaux, pour lesquels le retour à la situation d'avant-crise n'aurait lieu qu'un an plus tard, à l'été 2022. Ainsi, tous les secteurs retrouveraient leur niveau pré-Covid-19 au plus tard au quatrième trimestre 2021, à l'exception des secteurs du transport et du tourisme. À partir de ces hypothèses de demande interne par produit pour chacun des pays ou des zones du monde, nous utilisons ensuite le modèle WIOD, qui permet, à partir des tableaux entrées-sorties, d'estimer la demande extérieure et d'en déduire la valeur ajoutée par produit et par pays¹².

12. Voir Dauvin, Malliet et Sampognaro, 2020, « Impact du choc de demande lié à la pandémie de la COVID-19 en avril 2020 sur l'activité économique mondiale », *Revue de l'OFCE*, n° 166.

Le premier trimestre 2021, marqué par le durcissement et l'extension des restrictions et par un confinement strict, devrait enregistrer un recul du PIB (-2 %). Les premiers indicateurs montrent un tassement de 2 points de l'indice de production industrielle entre le quatrième trimestre 2020 et le mois de février 2021. Au premier trimestre, nous anticipons un recul de la consommation des ménages de 3,1 % en raison de la fermeture des commerces non essentiels, à l'instar du premier confinement, et du retour de la TVA à son taux normal¹³ qui a entraîné une anticipation des ventes en fin d'année. L'investissement devrait également se tasser étant donné le repli des taux de marge dans le secteur des services, et la dichotomie devrait s'accroître entre l'industrie, qui affiche une certaine résilience, et les services. Notons que le secteur automobile, en crise depuis 2018, connaît une situation difficile : le nombre de voitures neuves immatriculées au premier trimestre 2021 est en baisse de 25 % par rapport au premier trimestre 2019, et 16 % en dessous de la moyenne sur 10 ans (chiffres de la KBA). Par ailleurs, en janvier-février 2021, les exportations de voitures neuves sont en baisse de 34 % par rapport à janvier-février 2019. Le commerce extérieur ne devrait pas permettre de servir de relais de croissance, en raison des confinements réinstaurés dans plusieurs pays qui apportent un nouveau coup d'arrêt au commerce international en ce début 2021.

Un rebond devrait avoir lieu dès le deuxième trimestre. L'allègement des restrictions à partir du 7 mars¹⁴ va de pair avec des signes d'embellie dès le mois de mars : l'indice de climat des affaires de l'IFO retrouve son niveau de février 2020, et le solde d'opinions se redresse en particulier dans le secteur manufacturier. Cela augure d'une reprise dynamique à compter du deuxième trimestre 2021 (2 %), sous l'hypothèse que les mesures sanitaires soient progressivement levées.

13. Au deuxième semestre 2020, le taux de TVA avait été abaissé de 3 points pour le taux normal et de 2 points pour le taux réduit. Il est revenu à son taux normal au 1^{er} janvier 2021, à l'exception du domaine de la restauration où le taux normal de TVA sera exceptionnellement réduit de 19 % à 7 % jusqu'au 31 décembre 2021.

14. Le 3 mars 2021, le gouvernement fédéral et les Länder ont décidé d'une stratégie d'assouplissement en cinq étapes. Outre les assouplissements pour les écoles et les crèches ainsi que pour les salons de coiffure, déjà en vigueur depuis le 1^{er} mars 2021, d'autres domaines du commerce de détail et des services à la personne peuvent être progressivement ouverts. L'élaboration de la valeur d'incidence sur 7 jours est déterminante pour la levée des restrictions. Si elle reste inférieure à 50 cas pour 100 000 habitants, les assouplissements se poursuivent. Les quatrième et cinquième étapes prévoient des ouvertures dans les secteurs de la restauration, de la culture et des loisirs si l'incidence de l'infection est stable au cours des deux semaines précédentes. Si le niveau d'incidence dépasse 100 pendant trois jours consécutifs, les restrictions qui étaient en vigueur jusqu'au 7 mars 2021 reviendront en vigueur le deuxième jour ouvrable suivant.

Le rebond de la consommation privée apparaît néanmoins très limité par rapport à l'ampleur des mesures budgétaires en direction des ménages et de l'ampleur du surplus d'épargne accumulé en 2020 dont le montant atteint 111 milliards d'euros. Comment expliquer cette épargne record ? D'abord, par la progression du revenu disponible (+0,7 % en 2020) grâce aux mesures de soutien, puis par l'incidence des contraintes d'offre (fermeture des commerces non essentielles et contraintes de mobilité), mais également par une épargne de précaution liée au risque de chômage ou de perte partielle du revenu pour certaines catégories de population. Ainsi, le taux d'épargne de 2020 (16,2 %) est la somme du taux d'épargne « standard » de 2019 (10,9 %), de l'épargne de précaution (0,4 %) et de l'épargne Covid-19 (5 %). En 2021, les mêmes causes produiront les mêmes effets : malgré la progression du revenu disponible (+0,7 %), le taux d'épargne baisserait faiblement pour atteindre 15,5 % – dont 3,9 points d'épargne Covid-19. Ainsi, après avoir chuté de 6,3 % en 2020, la consommation privée ne devrait croître que de 1,6 % en 2021, ce qui explique un rebond limité de la croissance (3 %) en 2021.

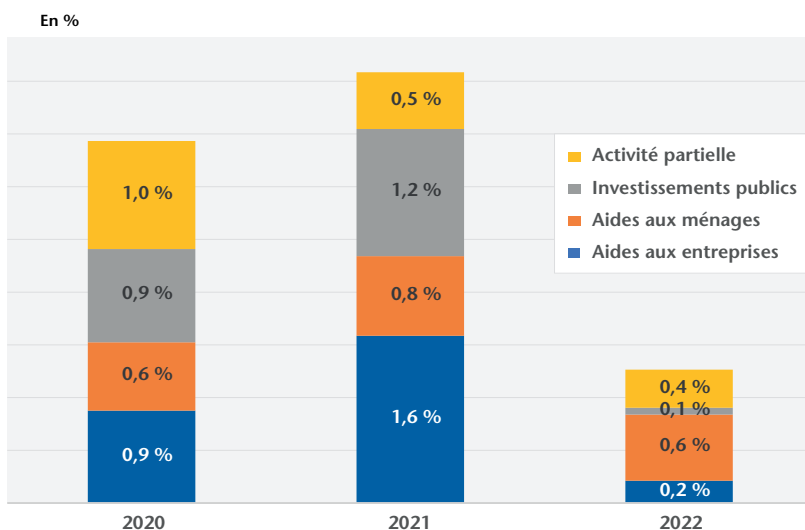
... malgré une politique budgétaire toujours expansionniste

Comme en 2020, les mesures budgétaires continueront à jouer un rôle crucial dans le schéma de reprise (graphique 8). En 2021, le soutien continuera d'être massif (4,1 points de PIB), notamment à destination des ménages (0,8 point), mais surtout des entreprises (1,6 point). Pour les entreprises, une troisième aide à la transition¹⁵ (*Überbrückungshilfe III*) prolongera les dispositifs existants au premier trimestre 2021, et une aide exceptionnelle pour les mois de novembre et décembre sera versée aux entreprises, indépendants et associations concernés par les fermetures du 2 novembre 2020. Par ailleurs, plusieurs mesures fiscales d'allègement bénéficient aux entreprises en 2021 : extension du report des pertes fiscales, report de la date de paiement de la TVA à l'importation, suramortissement, réduction de la surtaxe de solidarité. Ces différentes mesures permettraient de préserver l'appareil productif. Les entreprises bénéficieront également de l'investissement public massif qui pourrait atteindre 42 milliards

15. Cette aide supplémentaire englobe notamment une aide au démarrage pour les travailleurs indépendants (*Neustarthilfe für Soloselbstständige*) dont l'activité économique est limitée en raison du Covid-19 pendant la période de financement du 1^{er} janvier au 30 juin 2021, mais qui n'ont que des coûts fixes opérationnels faibles et pour lesquels le remboursement des coûts fixes au titre de l'*Überbrückungshilfe III* est donc exclue.

d'euros en 2021, notamment avec le plan hydrogène, le soutien à la recherche, à la culture, aux transports.

Graphique 8. Décomposition des mesures budgétaires, 2020-2022 en Allemagne



Sources : Documents budgétaires, calculs des auteurs.

Les ménages, quant à eux, continueront à percevoir les aides prévues par le plan de relance (primes pour enfants, aide aux parents isolés) et bénéficieront également de nouvelles aides aux familles, d'une augmentation des allocations familiales, d'un allègement de la fiscalité et de l'impôt sur le revenu, et d'une baisse du coût de l'électricité. Les mesures de chômage partiel se poursuivront également tout au long de l'année 2021 et pourraient atteindre 18,6 milliards d'euros.

Sous l'effet de l'impulsion budgétaire pour 2021, le solde public resterait creusé, atteignant -3,8 %, et la dette publique amorcerait une légère décroissance (68 % du PIB).

La normalisation du marché de l'emploi et la hausse du chômage

La crise de la Covid-19 a laissé des stigmates sur le marché du travail. Le taux de chômage au sens du BIT atteint 4,6 % de la population active en février 2021, contre 3,4 % en janvier 2020. Le niveau d'emploi a continué à baisser au cours de l'année 2020 et, par rapport au niveau d'avant-crise, la baisse atteint 777 000 emplois au quatrième trimestre 2020 – dont 567 000 pour l'emploi salarié.

La ligne « effet d'activité » reflète l'impact qu'aurait eu la baisse de l'activité globale sur l'emploi, à productivité inchangée. Sans l'effet des mesures de soutien à l'emploi, la contraction de l'activité aurait conduit à une perte de 2,3 millions d'emplois salariés (tableau 1). La ligne « effet de structure sectorielle » montre les destructions additionnelles liées à l'effet sectoriel de la crise. Cet effet sectoriel explique 429 000 pertes supplémentaires d'emplois salariés. Ces deux effets ont été en partie compensés par la mise en place du chômage partiel qui concerne encore 2,3 millions de salariés au quatrième trimestre 2020.

Tableau 1. Décomposition de l'emploi par rapport au niveau pré-Covid-19 en Allemagne, 2020-2021

Écart par rapport au quatrième trimestre 2019, en milliers d'emplois et en %

	T4 2020		T4 2021	
	en milliers	en %	en milliers	en %
Emploi salarié expliqué	-567	-1,4	-549	-1,3
Effet d'activité	-2292	-5,6	-436	-1,1
Effet de structure sectorielle	-429	-1,0	-113	-0,3
Effet de l'activité partielle	2155	5,2	0	0,0
Résidu	17	0,0		
Emploi salarié réalisé	-550	-1,3		

Source : calculs OFCE.

La croissance prévue pour 2021 entraînera de nombreuses créations d'emplois d'ici le quatrième trimestre 2021 grâce à l'amélioration des effets d'activité et de structure sectorielle, même si le niveau d'emploi reste encore inférieur au niveau pré-Covid-19. Cependant, en parallèle, les mesures de chômage partiel devraient connaître une attrition au cours de l'année 2021 en lien avec l'amélioration du moyen terme, et nous faisons l'hypothèse d'un retour au niveau de chômage partiel pré-crise fin 2021. Sous l'effet de ces deux forces antagonistes, l'emploi stagnerait au cours de l'année 2021, et le niveau d'emploi fin 2021 resterait toujours inférieur de 1,3 % au niveau pré-Covid-19. Par ailleurs, nous anticipons un effet de flexion de la population active à partir du deuxième semestre 2021 ; cette dernière croîtrait ainsi de 0,45 % par trimestre, contre une moyenne trimestrielle de 0,2 % entre 2015 et 2019). En conséquence, le taux de chômage (au sens du BIT) progresserait au cours de l'année pour culminer fin 2021 à 5,6 %.

2022 : une croissance soutenue par la désépargne

Comme nous l'avons analysé supra, le surplus d'épargne cumulé en 2020 et 2021 atteindrait 9 points de revenu disponible en Allemagne. On anticipe que les ménages augmentent leurs dépenses de consommation afin de réduire progressivement la surépargne Covid-19. Étant donné le caractère exceptionnel de la situation, l'incertitude sur cette désépargne nous conduit à analyser deux scénarios pour 2022 (tableau 2). Le premier scénario suppose qu'une partie de la surépargne Covid-19 - 20 %, soit 1,8 point de revenu disponible - accumulée en 2020 et 2021 sera consommée en 2022. Cela conduirait à une croissance du PIB de 5,5 % en 2022, qui permettra un rattrapage rapide de l'économie vers sa trajectoire potentielle et la fermeture de l'écart de production (+0,2 point de PIB en 2022). C'est exclusivement la demande intérieure qui contribuerait à la croissance, en particulier la consommation des ménages qui croîtrait d'environ 9 %. Le taux de chômage baisserait rapidement de 1,4 point pour atteindre 3,8 % en moyenne en 2022.

Le second scénario ne prévoit pas de désépargne : le taux d'épargne reviendrait progressivement en 2022 à son niveau de 2019, hors effet de précaution. Sous cette hypothèse, la croissance de ces pays serait réduite de 1,4 point par rapport au scénario 1 et le taux de chômage ne baisserait « que » de 0,8 point, pour atteindre 4,4 % de la population active.

Tableau 2. Taux de croissance et taux de chômage en 2022 selon l'hypothèse d'épargne en Allemagne

	Scénario 1 : Avec désépargne	Scénario 2 : Sans désépargne
Taux de croissance du PIB	5,5	4,1
Taux de chômage	3,8	4,4
Taux d'épargne	9,4	11,6

Source : prévisions OFCE, avril 2021.



Italie : la Covid-19 marque le rythme de la croissance

Le bilan sanitaire de la pandémie de la Covid-19 a été particulièrement lourd en Italie en 2020. Selon les données rassemblées par le site web *Our world in data*¹⁶, au 31 décembre 2020 l'Italie compte 1 226 décès pour 1 000 000 d'habitants, constituant ainsi le cinquième plus fort bilan dans le monde selon cette métrique¹⁷. Pourtant, selon France Stratégie, l'excès de mortalité pour raison de Covid-19 serait largement sous-estimé en Italie¹⁸. Dans ce contexte sanitaire dégradé, l'économie transalpine a été fortement affectée. Le PIB italien a chuté de 8,9 % en 2020, bien au-delà de la baisse du PIB mondial (-3,4 %) et plaçant l'Italie parmi les pays ayant souffert des plus fortes pertes d'activité. Seuls le Royaume-Uni et l'Espagne affichent des reculs plus importants parmi les principales économies avancées. Si la crise de la Covid-19 a eu un impact particulièrement sévère en Italie, ce chiffre s'explique aussi par la croissance potentielle nulle en Italie qui, en dehors de tout choc lié à la pandémie, aurait déjà suggéré une sous-performance transalpine par rapport aux autres économies avancées. Pour tenir compte de cet effet, on peut comparer le PIB de 2020 avec notre prévision datée d'octobre 2019. Dans ce cadre, l'Italie ferait légèrement mieux que la France.

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'épidémie progressant rapidement, l'Italie a dû mettre en œuvre des mesures sanitaires drastiques à l'échelle nationale. Ceci s'est traduit par une baisse du PIB de 5,5 % au premier trimestre et de 13,0 % au deuxième trimestre. Si pendant l'été la situation sanitaire semblait stabilisée, permettant un fort rebond de l'activité (+15,9 %), celle-ci restait précaire. Avec l'arrivée d'une nouvelle vague épidémique, l'activité a rechuté de 1,9 % au quatrième trimestre. Selon les dernières données disponibles, fin-2020 le PIB transalpin s'établit 6,6 points en dessous de son niveau d'avant-Covid-19.

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

17. Chiffre dépassé uniquement en Saint-Marin, Belgique, Slovaquie et en Bosnie-Herzégovine.

18. Les décès attribués à la Covid-19 ne représentent que 62,5 % de l'excès de mortalité constaté. Voir Rousselon (2021), « Comparaison internationale : au-delà des décès identifiés Covid, combien de morts en plus ? Point d'étape « un an après », *Point de vue*, France Stratégie.

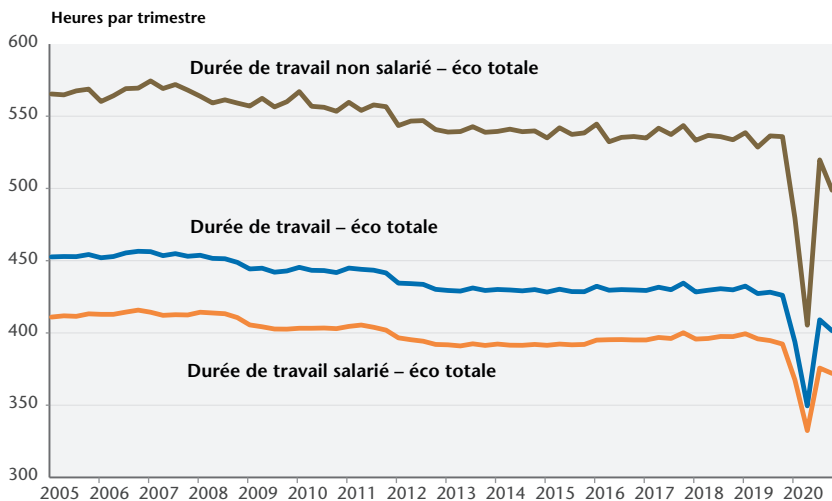
En 2020, l'emploi résiste malgré une chute historique de l'activité

Avec la fermeture des commerces non essentiels, les restrictions à la mobilité et le développement des comportements de prudence, la consommation des ménages a diminué de 10,7 % au cours de l'année 2020. L'investissement est aussi en fort recul (-9,1 %), chute qui atteint 15 % pour l'investissement productif. Si l'effondrement de la demande intérieure se traduit par une baisse des importations, la chute des exportations est encore plus prononcée. Le commerce extérieur a donc accentué l'ampleur de la crise (contribution à la croissance de -0,8 point). Enfin, l'évolution des stocks a contribué de façon négative à la croissance du PIB (-0,3 point de contribution), signe des fortes contraintes pesant aussi sur la production.

Malgré une baisse de l'activité d'une ampleur historique, l'emploi transalpin a résisté relativement bien en 2020 : les 475 000 emplois détruits fin-2020 représentent seulement 1,9 % de l'emploi prévalant pré-Covid-19, un recul modéré comparé à celui de la valeur ajoutée.

La résistance de l'emploi masque la baisse massive des heures travaillées au cours de l'année (-11 %), plus en ligne avec l'évolution de l'activité. Comme dans les autres économies européennes, l'ajustement du marché du travail transalpin s'est fait à travers la baisse des heures travaillées par employé. L'ampleur des ajustements observés dans la durée de travail est inédite, y compris relativement aux autres crises sévères, comme celle des *subprime* ou de la zone euro (graphique 9).

Graphique 9. Durée du travail-total de l'économie italienne



Source : Istat.

Cet ajustement a été favorisé par le déploiement massif des différents mécanismes d'activité partielle et notamment le dispositif spécifique créé pour répondre à la crise de la Covid-19 (*Cassa Integrazione in deroga*). En 2020, les heures travaillées par les salariés auraient reculé de 3,1 milliards alors même que 4 milliards d'heures d'activité partielle (tous dispositifs confondus) ont été autorisées et que, selon les premières évaluations de l'INPS, 1,5 milliard d'heures d'activité partielle auraient été effectivement utilisées (portant le taux de recours selon les premières données de l'INPS à près de 40 %). Au total, près de 46 % de la baisse des heures travaillées par les salariés aurait été compensés par les mécanismes d'activité partielle au cours de l'année 2020, constituant ainsi un levier majeur de l'ajustement du marché de travail transalpin.

Selon nos calculs détaillés dans l'encadré 1, en l'absence d'ajustement de la durée de travail et de la productivité, les baisses sectorielles de production auraient dû aboutir à une destruction de 1,6 million d'emplois salariés au quatrième trimestre 2020 en glissement annuel. Or, la baisse massive de la durée de travail par salarié a permis de préserver 1,1 million d'emplois et la baisse de la productivité 0,1 million de postes. Enfin, les spécificités de la crise en cours et un probable biais des dispositifs de soutien en faveur des emplois salariés ont soutenu l'emploi sous statut salarié de 0,1 million de postes supplémentaires. Ainsi, fin-2020, 304 000 emplois salariés (1,6 % de l'emploi salarié du quatrième trimestre 2019) auraient été détruits malgré un choc historique sur l'activité.

Il est impossible de comprendre les évolutions de l'emploi en Italie sans le déploiement massif des différentes mesures de soutien aux agents privés. Face à un choc de nature et d'ampleur exceptionnel, le gouvernement italien a mis en place un plan d'urgence d'envergure. Les mesures d'urgence décidées au cours de l'année 2020 avec un impact immédiat sur le déficit public s'établissent à 75 milliards d'euros (4,2 points du PIB de 2019). Les mesures pour préserver les revenus des salaires et des indépendants s'établissent à 30 milliards, dont 19 milliards de dépenses en activité partielle. Le pouvoir d'achat des ménages les plus pauvres a été soutenu avec quasiment 6 milliards d'euros en prestations d'urgence. Par ailleurs, le gouvernement transalpin a mobilisé 25 milliards pour préserver les marges des entreprises (subventions directes aux firmes, exonérations de cotisations sociales et baisse ponctuelle des taxes locales). Enfin, le gouvernement a mobilisé 14 milliards pour investir dans les services publics, dont notamment le

système sanitaire (5,4 milliards). Si le gouvernement transalpin a fortement soutenu les bilans privés, ceci s'est fait au détriment d'un fort déficit public (9,5 points de PIB après 1,6 point en 2019) et d'accepter une forte poussée de l'endettement public (+21 points de PIB à 155,6 %).

La résistance de l'emploi et la mise en place de mesures de soutien massives ont permis de limiter les pertes de pouvoir d'achat à 2,5 % (en contrôlant par l'évolution du déflateur de la consommation) pour les ménages transalpins. Si les pertes de revenus primaires expliquent un recul du pouvoir d'achat de 8 points, les mesures socio-fiscales de soutien mises en place et le jeu des stabilisateurs automatiques ont permis de limiter la chute de 5,2 points de revenu disponible brut (RDB). Avec une consommation en berne et un pouvoir d'achat relativement bien préservé, le taux d'épargne atteint des niveaux historiques tout au long de l'année 2020 (avec un pic à 19,8 % au deuxième trimestre). En moyenne annuelle, il affiche une hausse de 7,6 points par rapport à son niveau de 2019 pour atteindre 15,8 % du RDB.

Du côté des sociétés non financières il faut remarquer une légère hausse du taux de marge de 0,7 point de valeur ajoutée au cours de l'année 2020. Ce chiffre masque la forte baisse de l'excédent brut d'exploitation de 28 milliards d'euros (1,5 point de PIB de 2019).

Un scénario 2021 encore marqué par l'évolution épidémique

En 2021, l'évolution conjoncturelle italienne restera fortement liée à l'évolution de l'épidémie. La situation sanitaire s'est nettement dégradée en début d'année 2021. Ainsi, les mesures prophylactiques strictes qui s'appliquaient fin-2020 ont été renforcées par un nouveau confinement à partir du 15 mars 2021 et ce au moins jusqu'à la fin du mois d'avril. Pour les zones classées rouges, où habitent plus de 75 % de la population italienne, ces mesures impliquent la fermeture de tous les commerces non essentiels, des lieux de culture et de tous les bars et restaurants. Par ailleurs, tout le système scolaire est fermé dans ces zones et les services publics administratifs sont exclusivement accessibles avec prise de rendez-vous préalable. Il est ici supposé que ce calendrier sera tenu et que la levée des mesures sera progressive et aboutira à des mesures prophylactiques comparables à celles qui prévalaient fin-2020 jusqu'à la fin du deuxième trimestre. Avec la progression de la campagne de vaccination et l'atténuation de l'épidémie, sous l'hypothèse qu'il n'y aura pas de nouvelle vague associée à des variants qui échappent à l'immunité déjà acquise, la levée

des mesures sanitaires les plus strictes peut être envisagée, même si la mobilité internationale des personnes peut rester durablement limitée.

Dans ce contexte, les perspectives de croissance sont moroses pour le premier semestre 2021. L'activité devrait diminuer au cours du premier trimestre (-1 %) et aucun signe de reprise n'est attendu au deuxième trimestre (0 %). Même si l'activité touristique – notamment l'accueil des touristes étrangers – restait toujours en-dessous de son niveau d'avant-Covid-19, le PIB devrait rebondir à la fin de l'année (+3 % prévu au troisième trimestre et +4 % au quatrième trimestre). La levée des restrictions pesant sur les secteurs les plus affectés par la pandémie devrait permettre d'atteindre une croissance de 4 % en moyenne annuelle en 2021. Malgré le fort rebond attendu pour la fin de l'année, le PIB resterait toujours 1 point en dessous de son niveau du quatrième trimestre 2019 à l'issue de l'année 2021.

Les dépenses des ménages constitueront le principal moteur à la reprise (+4 % par rapport à 2020). D'une part, si on exclue la consommation de produits pétroliers raffinés (amputée par les limitations à la mobilité du premier semestre), la consommation en biens s'établirait légèrement au-dessus de son niveau pré-Covid-19 (+1 point). Ceci ne permettra pas de compenser les baisses des dépenses en services contraints (loisirs, services de transport, hôtellerie et restauration). Dans ces secteurs, la consommation restera dégradée tant que la circulation du virus restera active (-32 points en 2021 par rapport à la situation pré-Covid-19). Ce chiffre masque un scénario de reprise fort dès la levée des contraintes au cours de l'été. Selon nos prévisions, à la fin de l'année deux tiers du choc seraient définitivement absorbés dans ces secteurs. Ces prévisions sont compatibles avec le retour « à la normale » du taux d'épargne des ménages italiens au cours du quatrième trimestre 2021. De pair avec la reprise de la demande intérieure, la FBCF devrait augmenter de 7 %. Le rebond de l'investissement serait d'autant plus fort que le plan de relance devrait soutenir l'investissement public et subventionner certaines dépenses d'investissement du secteur privé. Enfin, la meilleure tenue de la croissance mondiale, particulièrement forte dans certains pays émergents, notamment asiatiques, devrait permettre de redynamiser les exportations transalpines (+11 %) alors que les importations suivraient la demande intérieure italienne (+9 %). Après l'année noire qu'a constitué 2020, la contribution du commerce extérieur à la croissance redeviendrait favorable (+1 point).

Avec la normalisation progressive de l'activité prévue notamment à partir du second semestre 2021, l'économie italienne devrait recommencer à créer des emplois. Ainsi, 131 000 emplois devraient être créés en 2021 (après -475 000 en 2020). Le rebond de l'emploi peut apparaître modeste (+1 % avec une croissance à +4 %) mais ceci est le corollaire d'un ajustement qui se fait d'abord par la normalisation de la durée du travail et le retour à la normale du niveau de la productivité des salariés. Dans ce contexte, la hausse de la durée de travail et les moindres besoins de salariés par unité de valeur ajoutée limiteront l'ampleur du rebond de l'emploi.

Les budgets publics toujours au secours des agents privés

Dans la continuité des décisions prises en 2020, la politique budgétaire devrait rester accommodante en 2021 malgré une dette publique de 155,6 % de PIB fin-2020 (+21 points en un an). En dépit de cette poussée de l'endettement public, le gouvernement transalpin maintiendra des marges de manœuvre budgétaires en partie grâce au plan de relance européen. En effet, l'Italie devrait bénéficier de 203 milliards d'euros sur la période 2021-2026 en lien avec le *RFF* et le Budget React EU. Selon les projections du gouvernement, l'Italie mobiliserait 25 milliards d'euros de fonds européens en 2021. Avec la décision d'un nouveau confinement début-2021, le gouvernement Draghi a été obligé d'ajouter de nouvelles mesures de soutien aux agents privés avec la promulgation du décret-loi *Sostegni* du 29 mars 2021. Selon le gouvernement italien, ces nouvelles mesures s'établissent à 32 milliards d'euros. Ainsi, avec le début de la mise en place du Plan de relance européen, des nouvelles mesures budgétaires, d'un montant de 55,4 milliards d'euros (3,2 points de PIB de 2019), viendraient accompagner le scénario de normalisation de l'activité.

En 2021, le soutien aux marges des entreprises devrait rester important – de l'ordre de 20 milliards – et le soutien au revenu des salariés des secteurs affectés par la crise resterait proche de 9 milliards (dont 5 milliards d'activité partielle). La politique sociale serait alimentée par 6 milliards d'euros. Enfin, un vaste plan d'investissement est annoncé (7 milliards d'euros) concentré sur les secteurs liés à la transition environnementale, conforme aux objectifs du plan de relance européen. Enfin, les dépenses dans les services publics (notamment liés à la santé, l'éducation et la recherche publique) bénéficieront de 14 milliards d'euros en nouveaux budgets, montant incluant les dépenses liées à la gestion de l'épidémie et de la campagne de vaccination.

Si le scénario de normalisation de l'activité se confirme au second semestre, ce qui implique aussi de ne plus alimenter les fonds de soutien, alors une décreue du déficit public pourrait être vue en 2021. Après un déficit de 9,5 % de PIB en 2020, le déficit pourrait diminuer à 8 % du PIB ce qui permettrait – à la faveur d'un regain de la croissance et de l'inflation – de stabiliser la dette (à 154 % de PIB). Toutefois, ce chiffre est à prendre avec prudence. D'une part, il ne tient pas compte des transferts de fonds effectifs du plan de relance européen et d'autre part, cette prévision n'intègre pas d'éventuelles annulations de reports de créances fiscales et sociales ni de l'activation de garanties publiques. Cette prévision de finances publiques reste par conséquent sujette à des nombreux aléas difficilement quantifiables, mais qui sont de sens inverse.

Avec plus d'emplois et des mesures de soutien toujours ambitieuses, le pouvoir d'achat des ménages augmenterait de 1,6 % en 2021 malgré une légère accélération de l'inflation prévue (le déflateur de la consommation devrait augmenter de +0,7 % en moyenne annuelle après -0,2 %) – en particulier en début d'année avec le rebond des prix des matières premières et notamment du pétrole (le glissement annuel devrait s'établir à +1,1 % à la fin du premier semestre avant d'entamer sa décreue). En 2021, le pouvoir d'achat des ménages s'établirait 1 point en dessous de son niveau de 2019.

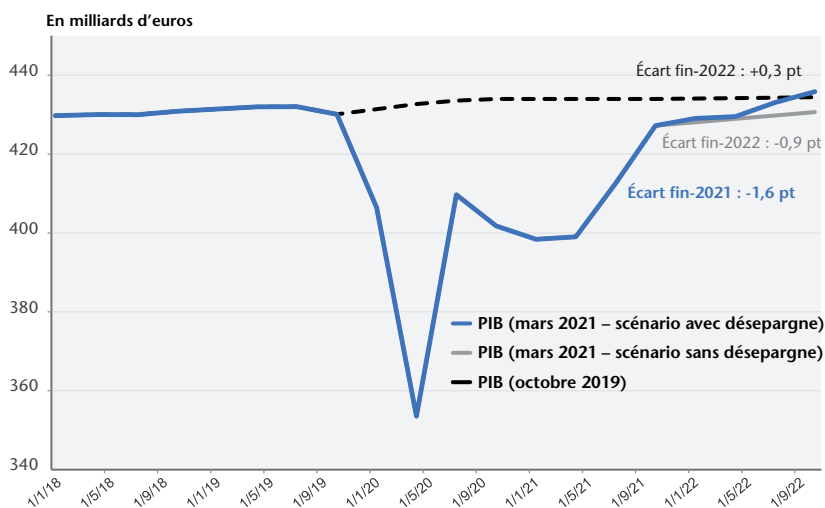
Le scénario 2022 largement dépendant de l'utilisation de « l'épargne Covid »

Au cours des années 2020-2021 la consommation des ménages aurait été fortement empêchée par les mesures prophylactiques mises en œuvre et des comportements de prudence des ménages (-11 % en 2020 et +4 % en 2021). En parallèle, le pouvoir d'achat des ménages a globalement été préservé par les mesures de soutien massives mises en œuvre (-2,5 % en 2020 puis +1,6 % en 2021). Dans ce contexte, le taux d'épargne des ménages a atteint en 2020 des niveaux historiquement élevés et ceci resterait la norme jusqu'au quatrième trimestre 2021. Le cumul de ces deux évolutions aboutit à la constitution d'une importante « épargne Covid ». Selon nos calculs, tenant compte de comportements d'épargne de précaution face à l'incertitude sanitaire et macroéconomique, le montant de cette épargne exceptionnelle serait proche de 140 milliards d'euros, soit 12 points de RDB annuel de 2019. La façon et la vitesse dont cette épargne sera mobilisée constituera une des clés du scénario macroéconomique pour 2022.

Quelle que soit la part de l'épargne Covid qui sera consommée une fois l'épidémie maîtrisée, la croissance transalpine serait soutenue par deux facteurs supplémentaires à horizon 2022 : la montée en puissance du plan de relance européen (37,5 milliards d'euros de nouveaux fonds prévus pour 2022) et la normalisation de la mobilité internationale au cours de l'été 2022 (pour rappel en 2019, le solde touristique transalpin était de 1,3 point de PIB). Dans ce contexte, la croissance devrait être au rendez-vous en 2022 en Italie, avant même de considérer l'utilisation de l'« épargne Covid ». Selon nos calculs, en l'absence de désépargne, la croissance italienne serait à nouveau de +4 % en 2022, croissance qui permettrait au taux de chômage de revenir à son niveau pré-Covid-19 (9,9 %). À cet horizon, en l'absence de toute contrainte prophylactique pesant sur l'activité, les dispositifs d'activité partielle n'auraient plus d'effet sur les ajustements de l'emploi.

Sous l'hypothèse d'une désépargne de 1,8 point de RDB (soit 15 % de « l'épargne-Covid » évaluée) alors la croissance transalpine pourrait s'établir à 5,5 % en 2022. Dans ces conditions, le PIB transalpin dépasserait son niveau d'avant-Covid-19 au cours de l'année 2022 et finirait même 1,3 point au-dessus de son niveau du quatrième trimestre 2019. Dans ce scénario où l'épargne exceptionnelle commence à être purgée et où le plan de relance européen se déploie à un rythme compatible avec les attentes du gouvernement transalpin, le PIB italien pourrait s'établir fin-2022 à un niveau comparable avec nos prévisions datées de la fin-2019 (graphique 10).

Graphique 10. Prédiction de PIB en volume (prix-chaînés) en Italie



Source : Istat. Prévisions OFCE.

Encadré 1. Comment expliquer la résistance de l'emploi salarié en Italie en 2020 ?

Le choc associé à la Covid-19 présente des caractéristiques uniques dans l'histoire récente. Face à un choc d'une ampleur inédite, les réponses furent elles aussi inédites. Des pertes de PIB jamais observées se sont traduites par des destructions d'emplois relativement modestes (-304 000 emplois salariés). Au-delà de son caractère massif, le choc de la Covid-19 se caractérise par une forte composante sectorielle qu'il est nécessaire de prendre en compte. En effet, les différents secteurs ont des technologies à différente intensité en main-d'œuvre et n'ont pas les mêmes capacités d'adaptation. Or, les différents secteurs ont répondu de façon hétérogène, soit en adaptant leur durée de travail, soit en réorganisant leur activité afin de respecter les différentes contraintes qui s'appliquent ou encore en réorientant leur activité (par exemple, avec le développement de la vente à emporter ou des alternatives de *click-and-collect*).

Afin de comprendre l'ampleur des adaptations, l'évolution de l'emploi salarié en 2020 est décomposée en quatre effets : (i) l'effet de l'évolution de l'activité par secteur ; (ii) l'effet de l'ajustement de la durée de travail ; (iii) l'effet de l'évolution du contenu en emplois des processus ; et enfin (iv) un terme représentant l'effet de la montée de la salarisation au cours de l'année. Pour réaliser la décomposition de l'évolution de l'emploi salarié d'une branche, deux équations servent de cadre théorique :

$$VA_t^S = \gamma_t VA_t$$

$$h_t L_t = \alpha_t VA_t^S$$

Où VA_t^S représente la valeur ajoutée créée par les salariés de la branche pendant le trimestre t , VA_t est la valeur ajoutée de la branche et γ_t le taux de salarisation de la branche (représenté par la part des heures travaillées par les salariés dans le total des heures travaillées). h_t représente la durée de travail des salariés de la branche, L_t l'emploi salarié de la branche et α_t le contenu en emplois de la branche (soit l'inverse de la productivité horaire).

La première équation mesure la part de l'activité de la branche qui n'est pas réalisée par des indépendants qui ont particulièrement souffert pendant l'année 2020. La deuxième équation peut être interprétée comme une demande de travail salarié, dépendante du niveau de l'activité et de facteurs technologiques.

En combinant les deux équations précédentes, l'emploi salarié peut être écrit de la façon suivante :

$$L_t = \frac{\gamma_t \alpha_t}{h_t} VA_t$$

Dans ce contexte, l'évolution de l'emploi salarié entre une date t et une date de référence 0 peut être décrite par l'équation suivante :

$$L_t - L_0 = \left[\frac{\gamma_t \alpha_t}{h_t} (VA_t - VA_0) \right] + \left[\gamma_t \alpha_t \left(\frac{1}{h_t} - \frac{1}{h_0} \right) VA_0 \right] \\ + \left[\left(\frac{\gamma_t (\alpha_t - \alpha_0)}{h_0} \right) VA_0 \right] + \left[(\gamma_t - \gamma_0) \frac{\alpha_0}{h_0} VA_0 \right]$$

Le premier terme entre parenthèses représentant l'effet de l'évolution de l'activité, le deuxième terme l'effet de la durée de travail, le troisième l'effet du changement de productivité et enfin le dernier terme représentant l'effet du partage d'activité entre les salariés et les indépendants.

Entre le quatrième trimestre 2019 et le quatrième trimestre 2020, 304 000 emplois salariés ont été détruits (tableau 3). Toutes choses égales par ailleurs, la baisse de l'activité aurait dû aboutir à 1,6 million emplois salariés détruits, notamment dans les services. Or, la baisse de la durée du travail par salarié a permis de préserver près de 1,1 million d'emplois. Au global, l'évolution de la productivité horaire a permis de préserver 73 000 emplois salariés avec des évolutions contrastées entre l'industrie et les services. Il semblerait qu'après une adaptation difficile au cours du premier confinement, l'industrie aurait retrouvé la tendance à réaliser des gains de productivité au cours du second semestre de l'année. *A contrario*, les services ont mis en place des processus productifs plus intensifs en main-d'œuvre, ce

Tableau 3. Décomposition de l'évolution de l'emploi salarié en Italie
(en écart au T4 2019)

	T1 2020	T2 2020	T3 2020	T4 2020
Emploi salarié total	-90	-549	-345	-304
Effet d'activité	-1 276	-5 007	-1 068	-1 610
<i>dont industrie manufacturière</i>	-354	-1 423	-113	-129
<i>dont services</i>	-824	-3 177	-965	-1 447
Effet durée de travail	1 287	3 793	861	1 095
<i>dont industrie manufacturière</i>	358	1 055	131	211
<i>dont services</i>	809	2 387	709	839
Effet productivité	-366	217	-111	73
<i>dont industrie manufacturière</i>	-24	297	-29	-89
<i>dont services</i>	-298	-41	-59	175
Effet salarisation de l'activité	266	448	-27	138
<i>dont industrie manufacturière</i>	13	39	-13	-21
<i>dont services</i>	238	348	-12	156

Source : Istat.

qui se traduit par la préservation de 175 000 emplois. Probablement à niveau d'activité donné, le respect des protocoles sanitaires nécessite un plus grand contenu en emplois (nettoyages plus fréquents par exemple). Enfin, le choc d'activité de 2020 semble avoir redistribué l'activité entre les indépendants et les entreprises embauchant des salariés, notamment dans les services. Cette réorientation de l'activité aurait permis de préserver 138 000 emplois salariés. Il apparaît donc que de multiples variables expliquent l'évolution de l'emploi salarié en Italie au cours de l'année 2020, mais il apparaît clairement que face à un choc d'activité massif l'adaptation de la durée de travail a été le principal levier d'ajustement – grâce au déploiement massif de l'activité partielle – permettant de limiter les destructions d'emplois, mais probablement aussi d'entraver certaines transitions entre secteurs pendant une crise à forte hétérogénéité sectorielle qui commence à durer.

L'Espagne doublement frappée

Avec une chute du PIB de 10,8 % en 2020, l'Espagne figure en tête des pays les plus affectés par la pandémie de la Covid-19, suivie par l'Argentine, la Grande Bretagne et l'Italie. La violence du choc est historique, la crise des *subprime*, puis celle de la zone euro avaient conduit à un recul du PIB de « seulement » 3,8 % en 2009 et 5,1 % en cumulé sur la période 2011-2013. Après la découverte des premiers cas d'infection fin janvier 2020 et l'instauration du plan d'alarme le 14 mars, des mesures sanitaires pour empêcher la diffusion du virus se sont imposées à l'économie. Le profil de l'activité a donc été très heurté en 2020, soumis à l'alternance des phases de durcissement/relâchement des mesures de confinement. Le choc le plus violent enregistré au deuxième trimestre a été suivi par un fort rebond de l'économie pendant l'été 2020 à la faveur du déconfinement. Mais la reprise d'une nouvelle vague a obligé à un nouveau durcissement des contraintes à l'automne. Un deuxième pic de contaminations a été atteint fin octobre (22 000 nouveaux cas par jour). Mais à la différence d'autres pays, l'Espagne a échappé à la récession. Le début de l'année 2021 est marqué par l'émergence d'une troisième vague de contaminations qui a atteint son point haut la troisième semaine de janvier (35 000 nouveaux cas). À nouveau, les mesures prophylactiques se durcissent et annoncent un premier semestre très morose. L'enjeu de la vaccination comme sortie de la crise est crucial. L'objectif du gouvernement

espagnol est d'atteindre les 70 % de personnes vaccinées à la fin de l'été pour avoir l'immunité collective et permettre le retour à la normale. La croissance en 2021 devrait rester modeste au regard de la récession passée et ne pas dépasser 5,5 %. À la fin de l'année, le PIB resterait 2,1 % inférieur à son niveau de fin 2019.

En 2020, l'envolée du chômage a pu être évitée malgré la violence de la récession

L'ampleur de la récession espagnole est liée à plusieurs facteurs, dont au premier chef le degré de contraintes des mesures sanitaires sur l'économie. Les mesures appliquées par les différentes communautés autonomes sont souvent allées très au-delà de ce qu'imposait le gouvernement de Madrid, surtout à partir du mois de juin et encore davantage en fin d'année. Selon une étude de la Banque d'Espagne, les restrictions à la mobilité expliqueraient 70 % de la chute du PIB entre avril et décembre 2020, mais l'impact aurait été plus intense les premiers mois de l'année que les suivants du fait, selon les auteurs, d'un processus d'apprentissage (meilleure adaptation au télétravail, nouveaux modèles de consommation en ligne, ...).

Mais pour autant, ces restrictions ne suffisent pas à expliquer pourquoi la récession espagnole a été plus forte qu'ailleurs. Un des éléments tient à la structure productive espagnole qui fait la part belle aux activités à forte interaction sociale. Les branches commerce-transport-hébergement et la branche activités récréatives-services aux ménages représentent, en cumulé, 28 % de la VAB totale et 37 % de l'emploi contre respectivement 21 et 27 % en France, 25 et 33 % en Italie, 21 et 28 % au Royaume-Uni et en Allemagne. Or ce sont précisément ces activités qui ont été fermées ou les plus contraintes. Le deuxième élément est l'importance du tourisme international dans l'économie. La fermeture des frontières a marqué un coup d'arrêt aux recettes touristiques. Or, 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.

De fait, les secteurs qui ont le plus souffert sont les services liés au transport-commerce-hôtellerie /restauration et ceux liés aux activités culturelles et de loisirs. La valeur ajoutée a reculé de 25 % dans chacun de ces secteurs en 2020. Dans ceux de la construction et des services aux entreprises, elle a reculé de 15 %. Enfin, l'industrie, moins sujette aux fermetures administratives, a été relativement épargnée puisque la VA a baissé de 10 % sur l'année.

Si le choc a été violent sur la production, il apparaît très atténué sur le revenu des ménages et des entreprises. À la différence des chocs précédents, l'État est intervenu massivement pour préserver l'emploi et le tissu productif. Le taux de chômage qui avait augmenté de 18 points entre 2007 et 2013 (dont 10 entre 2007 et 2009) n'a crû que de 1,4 point en 2020. Les revenus primaires des ménages ont reculé de 7 % sur un an. La masse salariale a chuté de 5,5 %, le revenu des EI de 8,5 % et les revenus tirés de la propriété, du fait des moratoires, de 25 %. Mais la prise en charge par l'État et la collectivité *via* le chômage partiel et les aides aux EI a atténué les effets. Le revenu disponible des ménages a baissé de seulement 25 milliards d'euros, soit de 3,3 % par rapport au RDB de 2019. Du côté des entreprises, en considérant la mise en chômage partiel et les allègements de charges, l'EBE a baissé de 48 milliards d'euros, entraînant une baisse de près de 4 points du taux de marge, et le revenu disponible a baissé de 36,5 milliards. L'ajustement repose donc en grande partie sur l'État dont les besoins de financement ont augmenté significativement en 2020. Le déficit du secteur public est passé de 2,9 % du PIB en 2019 à 11 % en 2020, avec une rallonge du besoin de financement de 87 milliards par rapport à 2019.

Si les revenus des agents domestiques ont été relativement protégés, les dépenses ont été largement contraintes par les restrictions (fermetures administratives, confinement domiciliaire en mars et géographique...), la fermeture des frontières et la baisse de la demande étrangère. La consommation des ménages a baissé de 12,1 % par rapport à 2019, soit presque quatre fois plus que le RDB. Cette surépargne liée aux conditions sanitaires s'élève à près de 61 milliards en 2020, soit 8 points de RDB. Les exportations de biens et services qui représentent en moyenne 35 points de PIB, ont reculé de 20,2 % : 8,9 % pour les biens et surtout 43,7 % pour les services, à mettre au compte de l'effondrement du tourisme international (-76 % par rapport à 2019). En 2019, les recettes liées au tourisme étranger étaient de 56 milliards d'euros, soit 4,7 % du PIB. En 2020, elles n'ont représenté que 13,5 milliards. Si l'on considère les résidents espagnols qui n'ont pu se rendre à l'étranger (dont les dépenses se montaient à 1,6 % du PIB en 2019) et qui donc ont consommé en Espagne, la part des exportations touristiques nettes est moindre. Mais la suspension quasi-totale du tourisme international en Espagne en 2020 explique à elle seule près d'un quart de la récession espagnole : 2,5 points des 10,8 % de chute du PIB sur l'année entière. Hors tourisme, la contribution du commerce extérieur à la croissance du PIB est positive

de 0,4 point sur l'année. Dans ce contexte, l'excédent de la balance des biens et services a quasiment disparu puisque c'est le poste tourisme qui assurait en grande partie ce surplus. La chute de l'activité dans la construction illustre celle de 11,4 % de l'investissement en bâtiment (dont 16,6 % pour ce qui concerne l'investissement résidentiel). Toutefois, les projets d'investissements hors bâtiment ont plutôt bien résisté. Le taux d'investissement est resté élevé au deuxième semestre.

Le contexte sanitaire se dégrade fin 2020 et pèse sur l'activité

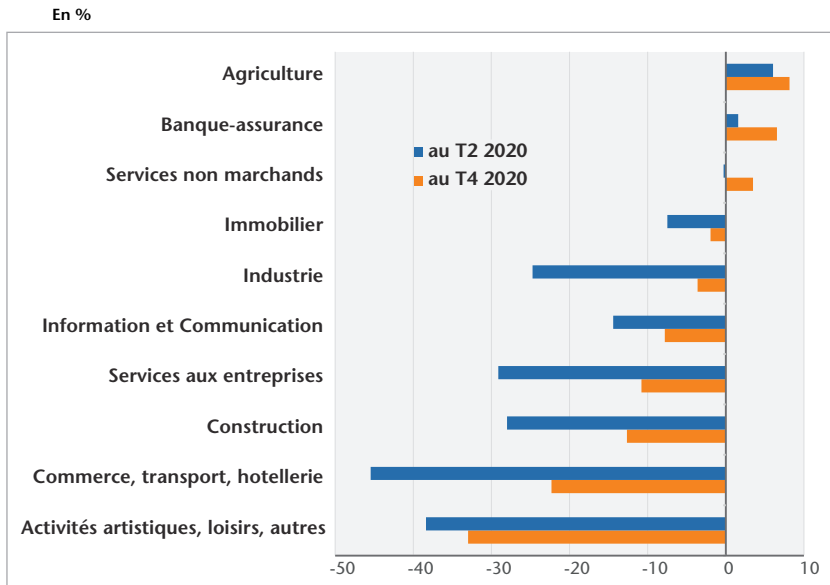
Après un an de Covid, la situation reste très tendue au tournant de l'année 2020-2021. La deuxième vague est venue interrompre le rebond de l'été. Le 25 octobre, l'état d'alarme est à nouveau décrété. Un nouveau confinement à l'échelle nationale est décrété, en même temps que l'instauration d'un couvre-feu de 23 heures à 6 heures (+/-1 heure laissé à discrétion aux communautés autonomes). Mais l'amélioration qui s'en est suivie a été de courte durée, laissant place à une troisième vague en décembre, et un durcissement des mesures sanitaires, plus ou moins strictes selon les communautés, et qui apparaissent beaucoup plus localisées qu'en France. Dans la plupart des lieux, les commerces non essentiels ont pu rester ouverts la journée, les services de l'hôtellerie-restauration ont également ouvert la journée, voire seulement en terrasse. Les déplacements géographiques ont par contre été très contrôlés : interdits entre communautés autonomes et souvent limités au sein de territoires bien délimités (provinces, municipalités...). Les rassemblements sociaux ont été limités à 6 personnes mais le plus souvent à 4 personnes. Certaines communautés sont allées plus loin dans les restrictions. Mais malgré la violence de cette troisième vague, le confinement domiciliaire a été évité et les écoles sont restées ouvertes. L'amélioration de la situation sanitaire a permis une légère détente des restrictions, mais la vigilance demeure.

Une fin d'année qui résiste plutôt bien mais marque l'arrêt du rebond engagé

Le rebond économique engagé à l'été dernier s'est interrompu à la fin de l'année alors que l'activité était loin d'avoir retrouvé son niveau d'avant-crise. Au quatrième trimestre, le PIB est 8,9 % plus bas que fin 2019 (11,2 % dans le secteur marchand). La consommation des ménages est 9,2 % plus faible et si les achats de biens durables n'ont baissé que de 2,1 %, les autres biens et services restent inférieurs de près de 15 %.

En fin d'année, les secteurs les plus affectés restent ceux sur lesquels pèsent les contraintes les plus fortes : ceux liés aux loisirs et aux spectacles et les commerces-transport-hôtellerie-restauration qui accusaient la plus forte chute de la valeur ajoutée sur le premier semestre (-38 et -45 % respectivement entre la fin 2019 et le deuxième trimestre 2020) restent les plus en retrait en fin d'année (graphique 11). Ces secteurs représentent près de 35 % du PIB marchand. À la différence de l'industrie qui a presque retrouvé son niveau d'avant-crise.

Graphique 11. Évolution de la valeur ajoutée par secteur d'activité depuis fin 2019 en Espagne



Source : INE.

Concernant l'organisation du travail dans les entreprises, l'emploi a continué de progresser en fin d'année mais reste 4,5 % inférieur à son niveau de fin 2019. L'ajustement au sommet du choc s'étant fait principalement par la baisse du temps de travail dans le secteur marchand, le rebond du deuxième semestre se traduit prioritairement par la hausse du nombre d'heures travaillées par salarié, notamment au troisième trimestre. À la fin de l'année, la durée du travail était 1,6 % inférieure à fin 2019 (et 2,7 dans le secteur marchand). Le nombre de salariés en chômage partiel, qui atteignait 3,5 millions au moment le plus fort de la crise, a été réduit à 700 000 à la fin de l'année.

2021 : une année encore sous le joug de la pandémie

Notre scénario 2021 est conditionné à l'évolution de la situation épidémiologique et à l'avancement de la vaccination, seul pare-feu à la diffusion du virus. Au 19 avril 2021, 20 % de la population avait reçu au moins une première injection et 7,2 % avait reçu les deux doses (soit 3,412 millions de personnes). Le gouvernement mise sur une accélération en avril, avec un objectif de 33 millions de personnes (5 millions début mai, 10 début juin et 25 fin juillet). En l'absence d'impondérables sur la vaccination et les variants, l'objectif semble atteignable. Pour le moment, les mesures sanitaires s'imposent.

À ce jour, le gouvernement n'a pas prévu de prolonger l'état d'alarme au-delà du 9 mai, ce qui remet en cause la possibilité d'appliquer certaines mesures de restriction des libertés dans un cadre légal. Les mesures sanitaires seront discutées au sein du Conseil interterritorial de la Santé publique, où siègent gouvernement et communautés autonomes. Il est à noter cependant que, depuis le 14 mars, le taux de reproduction du virus (R) est repassé au-dessus de 1 et que les mesures ont été durcies dans certaines régions (Catalogne, Pays Basque).

Les hypothèses de déconfinement que nous posons à l'horizon de la fin 2021 s'appuient sur le calendrier sanitaire officiel annoncé. Le premier semestre 2021 déjà bien entamé resterait contraint et une levée progressive des restrictions sur les secteurs empêchés serait attendue au début de l'été. À la fin de l'été, l'immunité collective accélérerait cette phase de transition et un retour à la normale de l'activité pourrait être atteint à la fin de l'année. Seule exception, le secteur du tourisme international qui reprendrait lentement au second semestre à travers le tourisme intra-UE retrouverait une dynamique solide à la fin du premier semestre 2022, avec le retour de la confiance et la fin des barrières aux frontières hors UE.

Ce préalable nous conduit à définir un profil de reprise de la demande interne par produit qui, combiné aux hypothèses des autres pays, et à l'aide de la matrice WIOD d'Input-Output multisectorielle disponible au niveau mondial, nous permet de calculer les exportations de l'Espagne, hors consommation touristique territoriale nette (sous l'hypothèse de stabilité de parts de marché par produit) et de définir la valeur ajoutée par secteur. Ce profil de valeur ajoutée nous permet alors de prévoir le besoin en quantité de travail (emploi et durée du travail par tête), sous l'hypothèse d'un objectif de productivité sectorielle souhaité par les entreprises.

La récession du début d'année ne pourra être évitée

Les indicateurs conjoncturels disponibles sur les premiers mois de l'année 2021 montrent une nette dégradation de la situation économique par rapport à ce qui prévalait fin 2020. La production industrielle a reculé en moyenne sur janvier-février, de 0,6 % par rapport au quatrième trimestre 2020. Sur la même période, les ventes au détail ont reculé de 5 % et la baisse est encore plus marquée si l'on exclut les achats alimentaires. Les immatriculations de voitures neuves ont été divisées par 2 en janvier par rapport à décembre et ont baissé de 34 % sur les trois premiers mois de l'année par rapport au trimestre antérieur. Ces indicateurs corroborent les prévisions de PIB de l'AIReF (Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal) calculées en temps réel à partir d'un modèle dans lequel figurent entre autres, des données d'emploi, de production et de consommation d'électricité. Le modèle inscrit une récession au premier trimestre qui a évolué entre 1,5 % et 0,5 % par rapport au trimestre précédent.

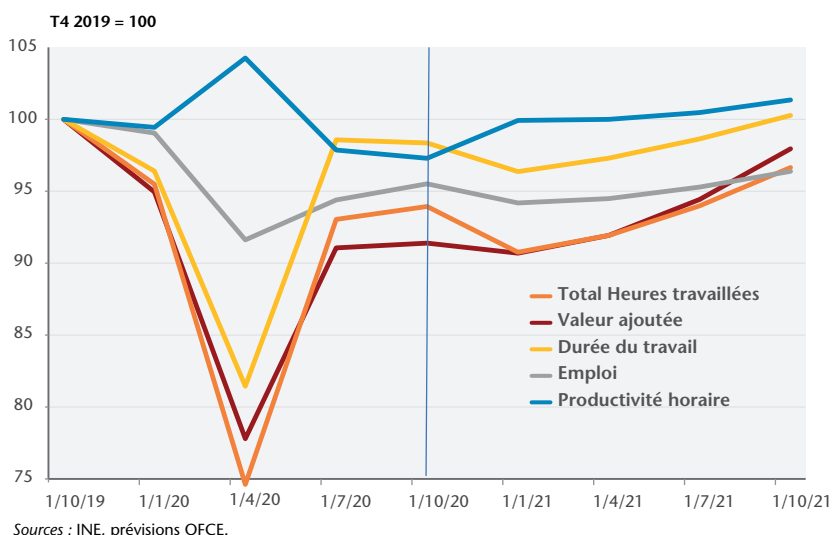
La reprise en 2021 ne permettra pas de compenser les pertes de 2020

Compte tenu de l'ampleur de la récession en Espagne en 2020, de la situation conjoncturelle sur les premiers mois 2021 et des contraintes sanitaires qui perdureront jusqu'à la fin de l'année, l'activité dans son ensemble ne devrait pas retrouver fin 2021 son niveau d'avant-crise, ni *a fortiori* le niveau qu'elle aurait eu dans une situation sans Covid-19. Le PIB pourrait être encore 2,1 % plus bas à la fin 2021 qu'à la fin 2019 (4,5 % si l'on se réfère à nos prévisions de fin 2021, prévues en octobre 2019). La situation sera différente selon les secteurs. L'activité dans l'industrie pourrait avoir dépassé son niveau d'avant-crise de presque 2% en fin d'année. Dans les services marchands les moins affectés par les restrictions (information et communication, activités financière et assurantielles, promotion immobilière, services aux entreprises), l'activité pourrait être proche de son niveau d'avant-Covid-19. Le secteur de la construction devrait bénéficier, notamment au second semestre, des effets du plan de relance pour revenir à son niveau d'activité antérieur. Par contre, les services à forte interaction sociale et ceux dépendants du tourisme, soit les derniers à revenir à une situation non contrainte, pourraient enregistrer une valeur ajoutée inférieure de plus de 10 % à celle de fin 2019.

Le retour des productivités horaires (et par tête) sectorielles vers leur niveau de moyen terme (d'avant-Covid) d'ici à la fin de l'année passe

par l'ajustement de la durée du travail, et donc la fin du chômage partiel (graphique 12). Après un pic à 3,4 millions en mai 2020, le nombre de salariés mis en chômage partiel oscille depuis la fin de l'été 2020 entre un point bas à 706 000 en août et des hausses ponctuelles à 851 000 début novembre et 878 000 en février 2021, dont près de 60 % dans le secteur du tourisme. Le gouvernement a prolongé jusqu'au 31 mai le mécanisme de prise en charge du chômage partiel ainsi que la prestation exceptionnelle pour les entrepreneurs individuels mais il a annoncé qu'il l'étendra tant que dureront les contraintes administratives sur l'activité des entreprises et dans le secteur sinistré du tourisme.

Graphique 12. Décomposition de la productivité horaire dans l'économie espagnole



Dans ce contexte, l'emploi baisserait au premier trimestre de plus de 1 % (le nombre d'affiliés à la sécurité sociale a baissé en février et chuté en mars) avant d'augmenter légèrement au printemps et plus franchement au deuxième semestre. Le taux de chômage qui a augmenté de 2,3 points entre fin 2019 et fin 2020 à 16,1 % devrait connaître de nouvelles hausses dans le courant de l'année 2021 et terminerait l'année autour de 16,7 %. L'engagement des entreprises bénéficiaires du dispositif chômage partiel à ne pas licencier dans les 6 mois qui suivent la reprise d'activité devrait malgré tout limiter la montée du chômage.

À la différence de 2020, la croissance des revenus primaires des ménages devrait donc être dans le positif en 2021, portée par la hausse de 1,7 % de la masse salariale à prix constant tandis que le revenu des entrepreneurs individuels retrouverait tout juste son niveau de 2020 et les revenus de la propriété resteraient freinés par les mesures de protection pour les locataires fragiles (moratoire sur les loyers et les expulsions) en vigueur au premier semestre. Les transferts continueraient de jouer leur rôle de stabilisateurs. Au final, le revenu disponible des ménages progresserait de 1,6 % en 2021 (et de 4,4 % en fin d'année sur un an).

Bien que moins empêchées qu'en 2020, les dépenses des ménages resteront encore contraintes en 2021, surtout au premier semestre. Comme en 2020, le taux d'épargne resterait supérieur à son niveau moyen de 2019, considéré ici comme « normal ». Les ménages continueraient d'accumuler une épargne excédentaire. Ce stock d'épargne lié à la consommation « empêchée » de 2020 (puis de 2021) est estimé comme la différence entre l'épargne issue du taux de 2019 et celle observée en 2020 (et prévu en 2021), à laquelle on a retranché une épargne de précaution (liée à la montée du chômage, incertitudes, ...) estimée à 58 milliards d'euros en 2020 et 24 milliards en 2021, soit 82 milliards aux mains des ménages espagnols à la fin de l'année (6,9 % du PIB). L'utilisation de cette épargne-Covid sera l'un des enjeux majeurs de la croissance en 2022.

... malgré le soutien budgétaire non négligeable

Au-delà des contraintes sanitaires qui pèsent sur la croissance, l'arme budgétaire a été largement utilisée en 2020 et devrait l'être en 2021 avec le plan de relance financé en partie par Bruxelles. En 2020, face à l'ampleur de la crise, les autorités ont débloqué près de 50 milliards d'euros pour faire face aux mesures d'urgence (4 % du PIB) dont plus de la moitié pour protéger l'emploi et le revenu des entrepreneurs individuels, et près de 4 milliards pour soutenir des secteurs particulièrement sinistrés (transport, tourisme...). En 2021, l'intervention publique sera moindre (2,8 % du PIB) bien que conséquente : 34,4 milliards d'euros. Sur la période 2021-2023, 80 milliards doivent être versés à l'Espagne au titre du programme NextGenerationEU dont 26,6 milliards demandés pour l'année 2021. Parmi ces subventions, 5,6 milliards sont destinés au secteur de l'énergie et de l'industrie (transition énergétique), 4,7 milliards à l'innovation et la Recherche, autant dans les infrastructures, 3 milliards dans le secteur

de la santé et 1,8 dans l'éducation. À cela viennent s'ajouter 7 milliards d'aides directes à la trésorerie des PME. Ce programme s'inscrit dans un programme plus large de soutien de 11 milliards dont 3 milliards pour aider à la restructuration des prêts garantis par l'ICO et 1 milliard de recapitalisation. Ce plan vient s'ajouter à la décision de prolonger jusqu'au 31 décembre le moratoire sur les procédures de faillites.

En 2021, ce sont donc principalement les entreprises qui bénéficieront des aides, à hauteur de 16 milliards d'euros (tableau 14). Les mesures destinées aux ménages et celles en faveur du chômage partiel et de l'emploi baisseront sensiblement.

Tableau 4. Mesures d'urgence et de relance pour 2021-2022 en Espagne

Type de mesures	2020		2021	
	Milliards	% du PIB de 2019	Milliards	% du PIB de 2019
Aides aux entreprises	7,3	0,6	15,8	1,3
Aides aux ménages	5,9	0,5	5,0	0,4
Investissements publics	4,3	0,3	5,0	0,4
Activité partielle, Emploi	19,3	1,5	1,2	0,1
Autres (dont mesures sanitaires)	17,1	1,4	7,4	0,6
Total	53,8	4,3	34,4	2,8

Sources : Commission européenne, Ministerio de Hacienda presse.

2022 : l'année des possibles

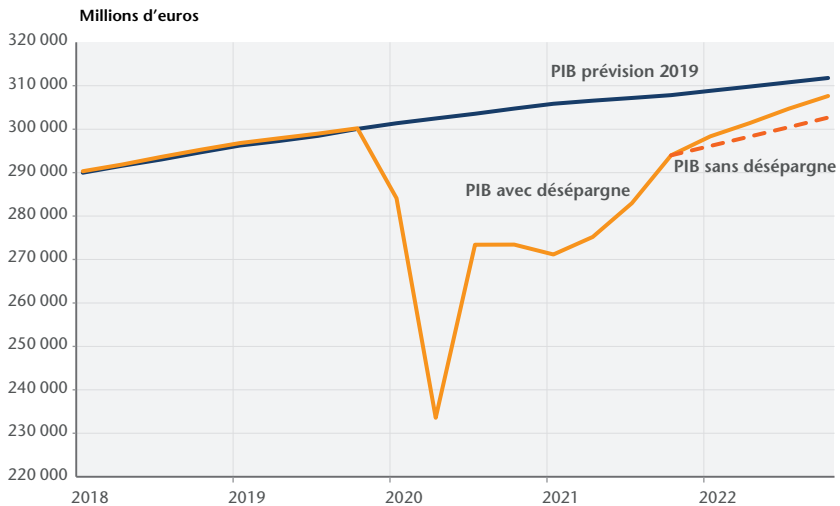
L'année 2022 devrait être marquée par la fin de la pandémie, ce qui ouvre de fortes perspectives de croissance :

- Tout d'abord, le mouvement de rattrapage n'est pas terminé, et en l'absence de contraintes sur les facteurs de production et de tensions inflationnistes, la croissance espagnole devrait bénéficier d'un effet rebond en 2022 ;
- Les dernières mesures concernant la fermeture des frontières hors UE devraient être levées au premier semestre 2022 et la confiance des touristes étrangers se raffermir progressivement ;
- Le recours aux fonds européens devrait être bien lancé et une nouvelle tranche de 25 milliards d'euros pourrait être débloqué ;
- Enfin, la manne financière liée à l'épargne-Covid accumulée en 2020 et 2021 et estimée à 82 milliards d'euros, soit plus de 11 % du RDB des ménages, constitue le bas de laine de la croissance à venir.

En prenant comme première hypothèse que les ménages maintiennent une épargne de précaution liée notamment à la hausse du chômage mais ne profitent pas de leur richesse financière pour consommer davantage (le taux d'épargne serait donc légèrement supérieur au niveau de 2019), on estime que la croissance pourrait être de l'ordre de 6 % en 2022. Si par contre, on considère que les ménages puisent dans ce stock l'équivalent de 1,8 point de RDB pour consommer davantage, la croissance espagnole se trouverait renforcée et atteindrait alors presque 8 %. Le taux de chômage baisserait de près d'1 point.

Toutefois, même dans ce scénario plus optimiste, le PIB ne parviendrait à revenir sur la trajectoire qui était prévue en 2019, à la veille de la pandémie. Il resterait encore 1,3 % inférieur au niveau prévu (graphique 13).

Graphique 13. Différents scénarios de croissance de l'économie espagnole pour 2022



Sources : INE, prévisions OFCE.



Chine : sur les routes de la reprise

Après avoir chuté de 9,7 % au premier trimestre 2020, le PIB chinois a rebondi de 11,6 % au deuxième trimestre, puis a augmenté de 3 % au troisième trimestre et de 2,6 % au quatrième, portant la croissance à 2,3 % en moyenne sur un an (contre 6 % en 2019). Le PIB affichait une hausse de 6,5 % en glissement sur un an au quatrième trimestre 2020 et avait donc 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).

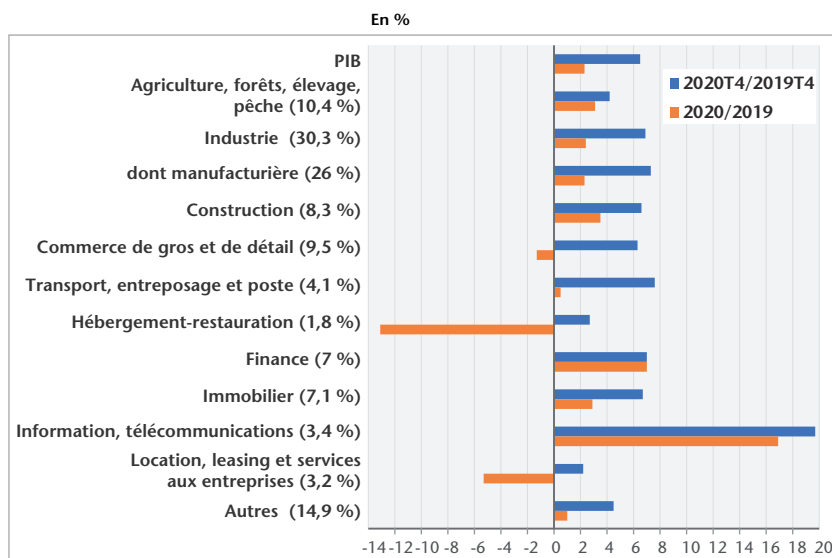
Un peu plus d'un an après l'émergence du coronavirus, la Chine présente toujours un bilan singulier sur le plan sanitaire. Frappée en première par l'épidémie, la Chine a réagi fortement et rapidement en confinant la ville de Wuhan en janvier 2020, puis au fil des mois, des villes entières ou des quartiers, comme à Pékin l'été dernier, dès l'apparition de cas de Covid-19 et en testant, traçant et isolant massivement les populations ; en ne permettant l'entrée sur le territoire qu'aux voyageurs de nationalité chinoise et en leur imposant des quarantaines strictes à l'arrivée. Les mesures sanitaires semblent avoir stoppé la progression du virus sur le sol chinois. Selon les statistiques officielles publiées par l'Université John Hopkins, à la date du 10 avril 2021, le coronavirus n'aurait causé que 4 843 décès en Chine (soit 35 décès pour 1 million d'habitants) contre plus de 2,9 millions dans le monde (500 décès pour 1 million d'habitants, pour la population mondiale hors Chine).

L'économie chinoise poursuivrait en 2021 sa route sur les chemins de la reprise. Le gouvernement chinois s'est fixé l'objectif d'une croissance d'au moins 6 % en 2021. Selon notre prévision, l'objectif serait dépassé : la croissance serait de près de 9 %, en incorporant un léger passage à vide au premier trimestre (0,5 % de croissance), compte tenu des indicateurs conjoncturels disponibles, puis un retour progressif à un rythme de 6 % l'an. Mais l'année 2021 ne serait pas celle de la mise en œuvre de la politique de « circulation duale » souhaitée par le gouvernement chinois, c'est-à-dire d'un rééquilibrage de la croissance en faveur de la demande intérieure, dans une situation où les exportations seront fortement tirées par une demande extérieure dynamique, notamment en provenance des États-Unis et des pays émergents d'Asie du Sud-Est, et la poursuite de gains de parts de marché.

2020 : une reprise rapidement enclenchée

Au quatrième trimestre 2020, dans la plupart des secteurs, la valeur ajoutée était en hausse d'environ 6,5 % en glissement sur un an, avec trois exceptions majeures (graphique 14). La valeur ajoutée a fortement progressé dans le secteur des services d'information et de télécommunications (près de 20 % de hausse sur un an) ; à l'opposé, celle du secteur hébergement-restauration était en hausse de 2,7 % seulement sur un an (-13 % en moyenne annuelle), secteur particulièrement frappé par les mesures de confinement en début d'année, mais qui ne représente que 1,8 % de la valeur ajoutée ; enfin la valeur ajoutée n'était en hausse que de 2,2 % sur un an dans le secteur de location, leasing et services aux entreprises (-5,3 % en moyenne annuelle).

Graphique 14. Évolution de la valeur ajoutée par secteur en Chine



Source : National Bureau of Statistics of China.

Indicateurs d'activité

En février 2021, la production industrielle chinoise était près de 16 % supérieure à son niveau de décembre 2019 (graphique 15). Après une chute cumulée de 25 % en janvier et février 2020, la production industrielle avait rebondi de plus de 36 % en mars 2020 ; elle augmente depuis octobre 2020 à un rythme annualisé d'un peu plus de 8 %.

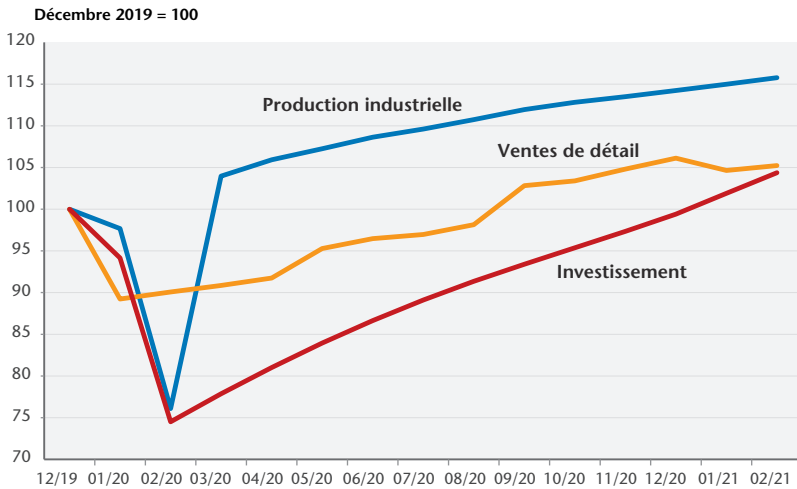
Les indices des directeurs d'achat (PMI) publiés en janvier et février 2021 signalaient un certain tassement de l'activité dans l'industrie manufacturière, plus marqué dans les services et la construction. Les indices PMI publiés en mars signalent une amélioration de l'activité dans ces trois secteurs, suggérant que le ralentissement du début de l'année n'aurait été que passager. Ainsi, en mars 2021, l'indice PMI manufacturier avait retrouvé son niveau de la fin 2020 (à près de 52). L'indice PMI des services, qui avait chuté de 5 points en janvier et en février (passant de 55 à près de 50), a nettement rebondi en mars (retrouvant un niveau de 55). Dans la construction, l'indice PMI, qui avait chuté en février (de 60 à 55) avait dépassé en mars son niveau de janvier (à un peu plus de 62). Dans ces trois secteurs, les indices PMI étaient en mars, soit proches de leur niveau moyen depuis un an (industrie manufacturière), soit un peu au-dessus (services et construction). Ces données décrivent donc un léger passage à vide au premier trimestre, puis une croissance plus satisfaisante.

Du côté de la demande, les indicateurs mensuels d'activité, qui avaient aussi connu une forte chute au début de l'année 2020, ont aussi recommencé à croître à partir de février pour les ventes de détail et de mars pour l'investissement des entreprises. Ventes de détail (en valeur) et investissements (en valeur) étaient en février 2021 supérieurs d'environ 5 % à leur niveau de décembre 2019.

Le taux de chômage officiel (qui sous-estime le niveau du chômage¹⁹) était de 5,2 % en décembre 2019 ; il était monté à 6,2% en février 2020 pour revenir à 5,2% en décembre. Il était cependant remonté à 5,4 % en février 2021, signe, là aussi, d'un ralentissement de l'activité en début d'année. En moyenne sur l'année 2020, le revenu réel par habitant a progressé de 2,1 %, tandis que leur consommation par habitant était en baisse de 0,7 %, la forte baisse du rythme de croissance de la consommation comme la hausse du taux d'épargne (de l'ordre de 2 points) s'expliquant par les contraintes sur les déplacements et les achats, particulièrement en début d'année, ainsi que par les incertitudes sur l'avenir.

19. L'appareil statistique chinois souffre de nombreuses faiblesses parmi lesquelles la mesure du taux de chômage. Le seul taux de chômage disponible, publié par le NBS, est un taux de chômage urbain, qui ne porte que sur les personnes officiellement inscrites comme étant à la recherche d'un emploi. Ce taux de chômage, qui est loin de couvrir l'ensemble de la population, fluctue par ailleurs très peu, quelles que soient les évolutions de la croissance. Pour une présentation critique de la mesure de ce taux de chômage, voir par exemple Feng *et al.* (2015): « Long run trends in unemployment and labor force participation in China », *NBER Working Paper*, n° 21460, 2015.

Graphique 15. Indicateurs mensuels d'activité en Chine



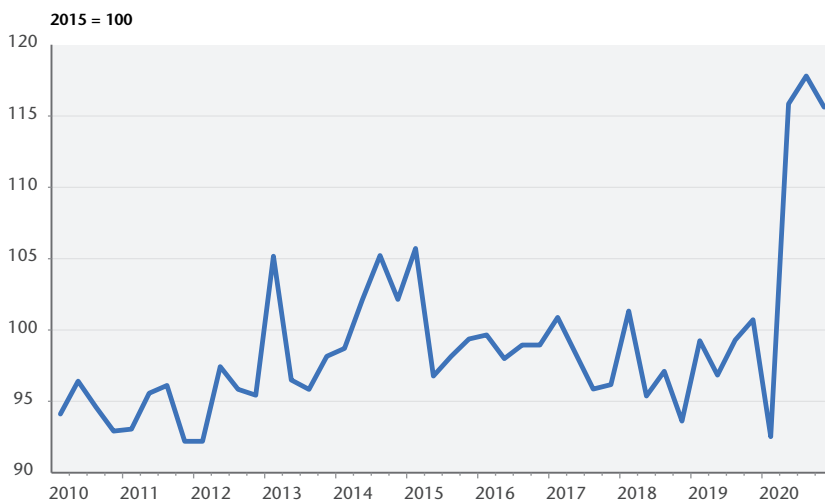
Selon les données mensuelles de commerce de marchandises publiés par le *World Trade monitor* du CPB, les exportations chinoises étaient, en volume, supérieures de près de 30 % en janvier 2021 à leur niveau du quatrième trimestre 2019²⁰, soit une hausse nettement plus forte celle du commerce mondial : les importations mondiales en janvier 2021 n'étaient supérieures que de 3 % à leur niveau de la fin 2019. Les importations chinoises étaient pour leur part supérieures de 17 % en janvier 2021 à leur niveau de la fin 2019.

Les exportations de marchandises chinoises ont augmenté de 2,8 % en moyenne annuelle en 2020 alors que les importations mondiales, pondérées par la structure des exportations de la Chine baissaient de 7,5 %. Cela fait apparaître, au niveau agrégé, des gains de parts de marché importants pour les exportations chinoises, de l'ordre de 10 points en moyenne annuelle, tranchant après plusieurs années de tendance au tassement (graphique 16). Les exportateurs chinois ont bénéficié de l'essor de la demande de biens électroniques et d'équipements de protection médicale, amplifiée depuis le début de la

20. Les données du *World Trade Monitor* ont le grand avantage d'être disponibles sur une fréquence mensuelle et dans des délais rapides (les données du mois n sont publiées le mois $n+2$). Elles ne portent cependant que sur les échanges de marchandises et non sur le commerce de services. Cependant, dans le cas de la Chine, l'essentiel des exportations, comme des importations, sont des échanges de marchandises (en 2018, à hauteur de 90 % des exportations de biens et services et à hauteur de 80 % des importations). Les données du *World Trade Monitor* donnent donc une bonne indication des évolutions du commerce extérieur total.

pandémie. Les entreprises industrielles chinoises ont par ailleurs été moins durablement affectées par la pandémie que leurs concurrentes ; elles ont pu réorienter leur production plus rapidement. Enfin, les exportateurs chinois tirent les bénéfices d'une spécialisation géographique et sectorielle favorable : ils exportent vers des zones de croissance dynamiques, États-Unis (20 % des exportations chinoises), Asie émergente (27 %).

Graphique 16. Évolution des parts de marché chinoises à l'exportation des marchandises (en volume)



Sources : CPB World Trade Monitor, calculs OFCE.

Politique économique

Les mesures de soutien budgétaire prises par la Chine ont représenté 4,5 % du PIB en 2020, selon le FMI (voir *Policy tracker*, avril 2021 et *Fiscal Monitor*, avril 2021). Ces mesures ont porté sur des hausses de dépenses de santé (prévention et contrôle de l'épidémie), des dépenses d'assurance chômage, dont le bénéfice a été élargi aux travailleurs migrants, d'allègements d'impôts et de cotisations sociales, d'investissements publics. Le déficit public serait passé de 6,3 % du PIB en 2019 à 11,4 % du PIB en 2020. Le gouvernement chinois ne souhaite pas que le déficit se creuse davantage et durcirait légèrement la politique budgétaire en 2021. Selon les dernières prévisions du FMI, le déficit primaire corrigé de la conjoncture se réduirait de 0,7 point, le déficit public s'établissant à 8,9 % du PIB en 2021, pour une croissance du PIB prévue à 8,5 %. La dette publique brute, passée de 57,1 % du PIB en 2019 à 66,8 % du PIB en 2020, approcherait 70 % du PIB en 2021.

Du côté de la politique monétaire, les principales mesures ont consisté à injecter des liquidités dans le système bancaire *via* des opérations d'*open-market*, à étendre les capacités de prêts à de bas taux d'intérêt à destination des fabricants de matériel médical, des très petites, petites et moyennes entreprises, ainsi que du secteur agricole. S'y sont ajoutées une baisse de 30 points de base du taux directeur de la banque centrale et des baisses de 50 à 100 points de base des taux d'intérêt pour une grande partie des entreprises. Il s'agit d'alléger le poids des remboursements des emprunts (notamment pour les PME) et de limiter les faillites des entreprises. La situation est délicate, car la crise du coronavirus a surgi alors que le gouvernement chinois souhaitait faire baisser progressivement l'endettement des entreprises sans créer de choc majeur. Selon les statistiques de la Banque des règlements internationaux (BRI), l'endettement des entreprises non financières chinoises avait été ramené de son point haut de 160 % du PIB en 2016 à 150 % du PIB fin 2019. Mais, au premier trimestre 2020, le ratio a augmenté de 10 points, revenant à 160 % du PIB et était de 163 % du PIB aux deuxième comme au troisième trimestres 2020. Le niveau élevé d'endettement des entreprises continuera dans les mois à venir à contraindre les marges de manœuvre de la politique monétaire.

En 2020, la reprise a été vigoureuse en Chine, mais l'augmentation de la demande intérieure est restée en retrait par rapport à celles des exportations, selon les données infra-annuelles disponibles. En moyenne sur l'année, alors que le PIB a augmenté de 2,3 %, la consommation totale a contribué à faire baisser le PIB de 0,6 point, tandis que l'investissement contribuait à le faire augmenter de 2,2 points et les exportations nettes à le faire augmenter de 0,7 point.

2021 : poursuite de la reprise...

Notre scénario décrit la poursuite de la reprise engagée en 2020, sous les hypothèses de levée progressive des restrictions liées à la pandémie à l'échelle mondiale. En 2021, le PIB chinois augmenterait de 8,7 % en moyenne annuelle. La croissance soutenue à l'échelle mondiale, et en premier lieu aux États-Unis, contribuerait à maintenir une croissance dynamique des exportations et de la production industrielle chinoises. La spécialisation géographique des exportateurs chinois restera favorable en 2021, du fait de la vigueur des importations des États-Unis. Les entreprises chinoises continueront en outre à bénéficier de leur meilleure spécialisation sur des produits très demandés tant que la pandémie n'aura pas disparu (particulièrement

en biens d'équipements électroniques et de protection médicale) et de leur capacité à réagir rapidement aux variations de la demande. Au total, les exportations chinoises pourraient continuer à gagner des parts de marché. Le dynamisme de la production industrielle entraînerait l'emploi et l'investissement. La reprise de l'emploi et la levée progressive des contraintes sanitaires pesant encore sur certaines activités de services (notamment les voyages sur le sol chinois) permettraient une accélération de la consommation des ménages, sous une hypothèse du retour progressif du taux d'épargne à son niveau de 2019, soit une baisse de l'ordre de 2 points par rapport à 2020.

La consommation contribuerait à plus de 5 points à la croissance du PIB. L'investissement contribuerait à hauteur de près de 3 points à la croissance. La contribution du commerce extérieur à la croissance resterait positive (de 0,5 point).

Tableau 5. Résumé des prévisions pour la Chine

En %

	2019	2020	2021
PIB	6,0	2,3	8,7
Consommation	6,3	-1,1	9,8
Investissement	4,0	5,2	6,6
<i>Exportations</i>		<i>5,2</i>	<i>7,7</i>
<i>Importations</i>		<i>1,9</i>	<i>5,4</i>
Contributions à la croissance du PIB, en points			
Consommation	3,5	-0,6	5,3
Investissement	1,7	2,2	2,9
Exportations nettes	0,8	0,7	0,5
<i>Exportations</i>		<i>1,0</i>	<i>1,5</i>
<i>Importations</i>		<i>-0,3</i>	<i>-1,0</i>

Sources : National Bureau of Statistics of China, Estimations OFCE pour les exportations et les importations, prévisions OFCE avril 2021.

Risques

En 2021, comme partout dans le monde, le risque majeur est celui de l'évolution de la pandémie de Covid-19. La vaccination de la population est une étape indispensable pour lever les contraintes sur l'ensemble des activités, et dans le cas de la Chine, pour rouvrir les frontières, notamment à l'approche des jeux olympiques d'hiver de Pékin qui doivent se tenir en février 2022. Le gouvernement chinois s'est fixé l'objectif de 40 % de la population vaccinée à l'été, mais cette vaccination ne doit être effectuée qu'avec des vaccins chinois, qui

n'ont pour l'instant pas été homologués par l'OMS, en raison d'une efficacité jugée trop faible (au mieux de l'ordre de 50 %). Début avril, environ 150 millions de doses avaient été administrées (soit 10 % de la population, deux doses de vaccins étant nécessaires). La Chine a récemment accéléré sa campagne de vaccination. Mais pour que l'objectif de vacciner la population chinoise, uniquement avec des vaccins chinois, soit un succès, cela suppose que les vaccins soient efficaces (une troisième dose serait envisagée pour renforcer l'efficacité des vaccins, mais serait-elle suffisante ?).

Le deuxième risque est celui d'une montée des tensions sino-américaines. En 2020, la lutte contre la pandémie a fait passer à l'arrière-plan les tensions qui avaient pesé sur les exportations chinoises en 2019. Mais le déficit bilatéral des États-Unis vis-à-vis de la Chine, qui s'était fortement réduit en début d'année 2020 (passant de 30 milliards de dollars par mois à 17 milliards de dollars), a recommencé à se creuser dès le printemps et est estimé à 30 milliards de dollars, soit sa valeur moyenne de 2019. Les importations de la Chine en provenance des États-Unis ont certes augmenté en 2020, mais elles restent très en deçà des objectifs fixés dans l'accord « Phase one » signé début 2020 avec les États-Unis. La hausse de ces importations est par ailleurs loin d'avoir compensé celle des exportations chinoises vers les États-Unis (voir Bown, 2021²¹). Les premiers échanges entre la nouvelle administration Biden et les autorités chinoises signalent par ailleurs une situation pour le moins tendue tant sur le plan politique (situation des Ouïghours, tensions à Hong-Kong...) que sur le plan économique (les mesures contre Huawei ont été durcies).

Des tensions similaires existent avec le Royaume-Uni. En sens inverse, il faut noter que la Chine a réussi à signer un Partenariat régional économique global (RCEP) avec quinze pays d'Asie et du Pacifique en novembre 2020. En décembre 2020, l'UE et la Chine ont conclu un accord sur les investissements qui doit être encore validé par les États membres. D'un côté, l'accord peut être vu comme un succès pour la Chine qui sort du tête-à-tête avec les États-Unis. De l'autre, l'UE estime avoir obtenu des engagements de la Chine quant à l'ouverture aux investissements étrangers et au respect du droit du travail.

21. Voir « US-China phase one tracker: China's purchases of US goods », PIIE, avril 2021.

Au-delà de l'horizon de 2021

Le plan quinquennal 2021-2027, présenté en mars, reprend l'objectif de lutte contre la pauvreté, celui de l'amélioration de la qualité et de l'efficacité de la production nationale. Il affirme la volonté de la Chine de contribuer à la reprise de l'économie mondiale. Surtout, il met l'accent sur la « double circulation », visant un rééquilibrage de la croissance *via* la demande intérieure ; la Chine doit à la fois développer ses exportations, améliorer la qualité des produits destinés au marché chinois et s'ouvrir aux importations. Le thème de l'innovation technologique, central dans le programme *Made in China 2025*, semble passer au second plan, même s'il est toujours question d'auto-suffisance 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. Nul doute que l'innovation technologique restera un élément majeur de la stratégie chinoise, lancée à la conquête de la première place de l'économie mondiale.



Les pays émergents sous le poids du Covid

Les pays émergents sont frappés de plein fouet par la pandémie. Une deuxième, voire une troisième vague si tant est que la précédente ait marqué un véritable reflux, est apparue depuis mi-mars dans ces régions qui pour une partie d'entre elles entrent dans la période hivernale, plus propice à la propagation du virus. La situation est particulièrement dramatique en Inde et dans certains pays d'Amérique latine, notamment au Brésil avec la diffusion du variant P1. Ces deux pays sont après les États-Unis (où la situation s'améliore), ceux où les cas de contaminations sont les plus nombreux (15 millions à la mi-avril dans chacun d'eux sur une population de respectivement 1,4 milliard et 212 millions) et en pleine explosion. À l'exception de l'Inde, l'Amérique latine semble plus exposée que le reste de l'Asie. Le variant P1, dernière mutation du « variant brésilien » apparue récemment au Brésil (région de Manaus) est particulièrement contagieux et dangereux, et vient s'ajouter au variant P2 pour circuler dans plusieurs pays d'Amérique latine. Les campagnes de vaccination ont commencé dans de nombreux pays émergents mais, à l'exception du Chili, de

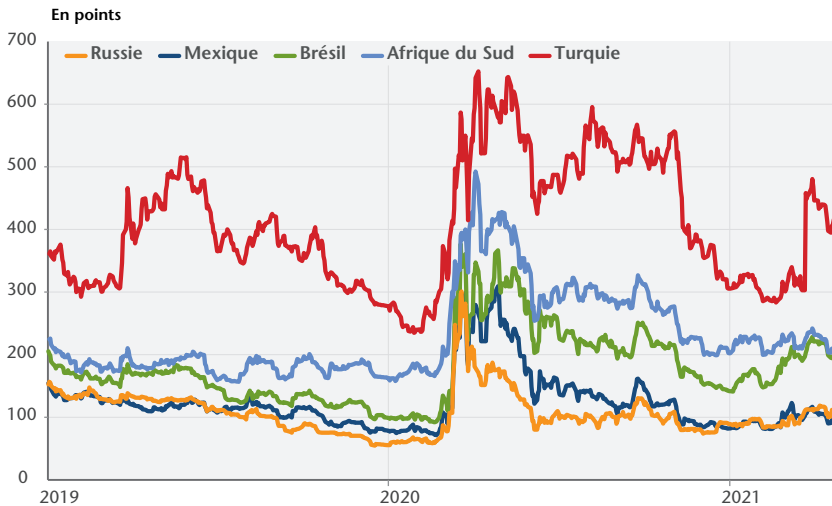
l'Uruguay et de Singapour où le taux de vaccination est de respectivement 41 %, 32 % et 22 % au 22 avril, la plupart des pays sont très en retard, notamment par rapport à la vitesse de propagation du virus. En Argentine, au Brésil, au Mexique et en Inde, le taux de vaccination est compris entre 8,5 et 13,5 %. Dans les autres pays d'Asie et d'Amérique latine, il est souvent très inférieur à 5 %. Une montée en puissance est observée dans plusieurs pays. Néanmoins, si une partie de la solution réside dans la vaccination, les nouveaux variants se montrent aussi plus résistants. Les règles sanitaires devraient donc rester en vigueur encore sur l'ensemble de l'année 2021.

Tous ces pays ont été marqués par une profonde récession en 2020. En moyenne, l'activité a reculé de près de 7 % en Amérique latine et de près de 5 % en Asie. Pour rappel, les prévisions de l'OFCE réalisées en octobre 2019 chiffreraient la croissance pour 2020 à respectivement 1,5 % et 5,3 %. Si la Corée et Taiwan s'en sortent plutôt bien avec une croissance du PIB nulle ou positive, le recul s'échelonne entre 2 % en Indonésie à 11,1 % au Pérou. À la différence des pays développés, la plupart de ces pays n'ont pas les moyens de mettre en place des mesures d'urgence suffisamment puissantes pour soutenir les revenus et éviter l'appauvrissement des populations. À la crise sanitaire, s'ajoute une crise économique et sociale qui pourrait se poursuivre en 2021. Le rebond devrait être plus élevé en Asie qu'en Amérique latine (+7,3 % contre 4,1 % respectivement).

En l'absence d'un resserrement monétaire de la Reserve fédérale des États-Unis, l'abondance d'épargne sur les marchés financiers en 2020 et encore probablement en 2021 devrait limiter, à l'exception de l'Argentine et du Venezuela, les tensions sur les marchés de refinancement de la dette en ces périodes de creusement des déficits publics et d'envolée des dettes souveraines. Néanmoins, les primes de risque se sont sensiblement élargies pour certains pays émergents qui ont une place financière importante, notamment le Brésil, mais aussi la Turquie et l'Afrique du Sud (graphique 17). Malgré la solidité des systèmes bancaires et financiers, la confiance se fragilise et les monnaies tendent à se déprécier. C'est le cas du real brésilien qui, entre sa moyenne de 2019 et avril 2021, a perdu près de 30 % de sa valeur face au dollar. Le peso colombien et le peso mexicain se sont raffermis au cours des derniers mois. Ils ont perdu sur la période respectivement près de 10 et 5 % face au dollar. Les monnaies asiatiques ont mieux résisté jusqu'alors, malgré un printemps 2020 quelque peu chahuté. Néan-

moins, des perturbations sont apparues récemment sur les marchés des changes de la Thaïlande et de l'Indonésie notamment.

Graphique 17. Prime de risque souverain (CDS à 5 ans)



Source : Refinitiv.

L'Amérique latine frappée par les variants

Dans tous les pays d'Amérique latine, l'activité a été meilleure que prévue au quatrième trimestre, ce qui a permis de poursuivre le rebond de l'été et d'atténuer le choc du premier semestre. En fin d'année, le PIB était revenu à son niveau de fin 2019 au Chili, et restait encore inférieur de 4,5% au Mexique et en Argentine (1,5 % environ au Brésil et au Pérou).

Après 6 années de récession sur les 9 dernières, l'économie argentine sort de l'année 2020 dans une situation exsangue. Pour éviter une trop forte fuite de capitaux et un emballement de l'inflation, le contrôle des capitaux a été restauré en octobre 2019. Malgré cela, la monnaie a chuté de plus de 35 % depuis la fin 2019 et le premier trimestre 2021 tandis que l'inflation approche 45 % en mars. Les perspectives de croissance ne permettent pas d'entrevoir une amélioration notable dans les prochaines années. Interdit de prêts sur les marchés financiers et avec un matelas de réserves internationales trop faible, le pays ne peut plus honorer ses engagements. Une renégociation est en cours sur le paiement de la dette de 45 milliards de dollars contractée auprès du FMI

(partie d'un emprunt de 57 milliards conclu sous la présidence de Macri) et de 2,4 milliards auprès du Club de Paris.

Au Brésil, la récession en 2020 a été moins profonde que prévue (- 4,4 %) mais les perspectives de croissance pour 2021 sont largement assombries par l'arrivée d'une nouvelle vague d'infections. Un programme d'urgence a été mis en place en 2020 mais malgré la pression pour une poursuite des mesures sanitaires, la forte dégradation des finances publiques en 2020 (le déficit public a atteint 13,7 % du PIB) et l'existence d'un plafond de dépenses inscrit dans la loi de responsabilité fiscale brésilienne réduisent la marge de manœuvre des autorités. Le retrait du soutien budgétaire combiné à la reprise d'un nouveau cycle de hausse des taux d'intérêt devrait encore davantage peser sur la croissance. En mars dernier, l'inflation a atteint 7 % contre 3,3 % un an plus tôt. Face à cette situation et aux dérives du président Bolsonaro sur la gestion politique des institutions, la confiance s'érode, le risque souverain s'accroît depuis janvier et la monnaie se fragilise, renforçant le risque inflationniste.

Le Chili se démarque des autres pays d'Amérique latine par l'efficacité de sa gestion vaccinale. Malgré tout, la virulence de la deuxième vague a obligé les autorités à recourir de nouveau à un reconfinement géographique. Comme plusieurs pays de la région, le Chili bénéficie de la hausse du prix des matières premières, et notamment du cuivre qui représente la moitié de ses exportations.

Malgré un déficit public à 2,9 % du PIB en 2020 et la reprise de la pandémie, la politique budgétaire du Mexique est restée peu active pour atténuer l'impact de la crise sur la population. Le pays compte davantage tirer parti du plan de relance des États-Unis pour soutenir la croissance à travers l'activité des secteurs industriels dépendant de la demande américaine mais aussi de l'envoi des transferts des travailleurs mexicains résidents aux États-Unis et enfin des exportations vers son voisin. Malgré une forte récession en 2020, la croissance ne devrait pas dépasser 5 % en 2021.

Asie : peu de pays en croissance en 2020

En raison de la pandémie de la Covid-19, l'Asie, comme la plupart des autres régions, a connu une année 2020 très perturbée. Fort heureusement les pays asiatiques ont généralement bien géré la première phase de cette crise sanitaire, ce qui a permis à leurs économies de se normaliser plus rapidement qu'en Europe ou en Amérique

latine. En tête, la Chine, foyer initial de la pandémie, a été sévèrement touchée au premier trimestre en raison des mesures drastiques prises pour contrôler l'épidémie. Ces mesures, apparemment très efficaces, ont permis à l'économie chinoise de retrouver son niveau d'avant la crise. Malgré la Covid-19 qui ravage encore certaines régions d'Asie en ce début d'année 2021, les perspectives économiques seront plus optimistes avec l'arrivée des vaccins. Certaines économies asiatiques plus avancées, notamment la Corée du Sud, Taiwan, Singapour et la Malaisie, peuvent s'attendre à une arrivée relativement précoce de vaccins en 2021. Cependant, même si les expéditions initiales sont arrivées au premier trimestre 2021, en Inde, aux Philippines, en Thaïlande et au Vietnam, l'inoculation à grande échelle ne pourra commencer qu'au deuxième trimestre, du fait de problèmes logistiques retardant le déploiement. La flambée de l'épidémie en Inde depuis mars risque de peser sur l'activité économique, même si les effets sont pour le moment difficiles à mesurer. Après la crise financière de 2008, le secteur manufacturier asiatique avait mené le rebond économique. En Thaïlande et à Singapour d'importants programmes de soutien du revenu des ménages ont été mis en place pendant la pandémie. En Inde, en Indonésie et aux Philippines, le soutien du revenu était relativement faible et les ménages devraient rester plus prudents. La production a à peine été interrompue permettant de combler les pénuries d'approvisionnement (y compris pour les produits liés la pandémie) et les exportations asiatiques ont rebondi rapidement après l'effondrement initial en 2020. Nous prévoyons une croissance du PIB de 8,7 % en Chine continentale cette année et de 11,0 % en Inde, mais ces forts taux de croissance reflètent l'ampleur des baisses de l'année dernière.

L'Inde connaît la pire récession économique de son histoire. En effet la pandémie de Covid-19 qui a terrassé son économie au moment du confinement national imposé sans préavis à partir du 25 mars 2020, a entraîné un chômage massif dans les petites et moyennes entreprises et l'appauvrissement des migrants. Déjà en ralentissement pendant huit trimestres consécutifs avant la pandémie, après une chute historique de près de 24 % au premier trimestre, le PIB devrait finalement connaître une contraction de 6,9 % au cours de l'exercice 2020-2021, qui s'est achevé fin mars. Seul secteur épargné, l'agriculture enregistre une croissance de 3,4 % grâce à un climat favorable et des mesures d'aides gouvernementales. L'indice PMI manufacturier a chuté à 35,1

en moyenne entre le premier trimestre 2020 et 2021. La production industrielle est passée de -36,3% en g.a. entre le premier trimestre 2020 et 2021 (contre une croissance de 3,5 % g.a. un an plus tôt).

La situation des finances publiques, déjà bien dégradée, risque d'empirer avec la crise. En effet le déficit des administrations centrales déjà en augmentation avant la pandémie devrait se creuser davantage passant de 4,6% du PIB pour l'exercice 2020-2021, contre 3,4 % du PIB en 2019.

Une politique monétaire accommodante pour faire face à la Covid-19 a été mise en place pour que l'inflation demeure dans la cible (4% avec +/- 2 %) après avoir atteint un pic en 2020 (6,6 % contre 3,7 % en 2019) en raison de la désorganisation des chaînes d'approvisionnement, des inondations dans l'est de l'Inde ainsi que des taxes intérieures sur les produits pétroliers.

L'économie **sud-coréenne**, la moins affectée de l'OCDE par les effets de la pandémie, a enregistré une contraction de 1 % de son PIB en 2020. Ce recul s'explique par une baisse de la consommation des ménages -5,9 % en 2020 contre +1,7 % en 2019 due au renforcement des mesures de distanciation sociale. La performance solide de la Corée du Sud a été soutenue par un rebond des exportations, son principal moteur de croissance, et par les dépenses du gouvernement pour soutenir la demande des agents privés. Après avoir chuté de plus de 16 % au deuxième trimestre 2020, les exportations coréennes ont progressé de 16 % en troisième trimestre, grâce à des commandes d'exportation à l'étranger pour les semi-conducteurs, les automobiles ainsi que des produits biochimiques et de santé.

L'économie **singapourienne**, indicateur de la santé du commerce mondial, a reculé de 5,8 % en 2020. Les mesures mises en place pour endiguer la propagation du coronavirus, les fermetures de frontières à travers le monde et le ralentissement de l'économie mondiale ont durement touché la ville très dépendante des échanges commerciaux.

Les **Philippines** enregistreraient en 2020 la récession la plus importante de la zone avec une contraction du PIB de 9,5 %, après celle de la Thaïlande (-6,4%). La consommation intérieure (70 % du PIB) s'est ainsi contractée de 7,4 % en 2020, contre +5,9 % en 2019. Cette contraction est principalement attribuable à la hausse du chômage, liée aux mesures très strictes de confinement qui ont provoqué une chute de l'activité économique, qui a pesé sur la consommation des ménages et conduit à la baisse des transferts financiers de la diaspora

philippine. En effet, le chômage a quasiment doublé pendant la pandémie, privant de nombreux ménages de leur unique source de revenu. Le chômage s'est établi à 10 % de la population en 2020 contre 5 % en 2019. Le taux de sous-emploi a lui aussi augmenté (+4 %) atteignant 16,2 % en 2020. Les revenus primaires des ménages ont diminué de 27 % sur la même année. La pandémie de la Covid-19 a entraîné dans la pauvreté 2,7 millions de personnes supplémentaires.

Grâce à une gestion efficace de la crise sanitaire, l'économie **taiwanaise** a continué de croître en 2020. La croissance principalement tirée par le commerce extérieur a atteint 3,1 % en 2020 ; la contribution du commerce extérieur à la croissance s'établit à 5,1 en 2020, avec une hausse des exportations de biens et de services de près de 6 % (forte demande d'équipement du télétravail, enseignement en ligne, réseaux 5G).

L'**Indonésie** a enregistré en 2020 une contraction modérée du PIB (-2,1%), sa première récession économique depuis la crise financière de 1998. L'activité économique a été impactée par l'épidémie avec une baisse de la consommation des ménages de -2,5 % en 2020 contre +5,0 % en 2019. Les mesures sanitaires relativement souples mises en place par les autorités indonésiennes (distanciation sociale, confinement) ainsi que l'adoption des politiques budgétaire et monétaire accommodantes, ont permis de soutenir l'activité économique et réduire l'ampleur de la récession en 2020.

L'économie **thaïlandaise** s'est contractée de 6,1 % en 2020. Sur l'ensemble de l'année 2020, la consommation des ménages a reculé de 1,5 % en glissement annuel et l'investissement de 8,4 %, incluant une baisse de l'investissement privé à hauteur de 5,9 %. Très dépendante du tourisme, la Thaïlande n'a accueilli que 6,7 millions de touristes étrangers – quasiment tous au premier trimestre – contre près de 40 millions d'arrivées en 2019.

Alors que le risque sanitaire persiste, les pays d'Asie mettent tout en place pour enrayer les blessures de l'année 2020. Certains pays prennent l'option de nouvelles mesures restrictives pour endiguer la progression de la Covid-19, comme la Corée du Sud, Hong Kong et la Thaïlande. D'autres comme la Malaisie reconfinent avec le risque de porter un sérieux coup de frein à une économie déjà fragilisée par la pandémie et l'insécurité politique. D'autres pays encore comme l'Inde ou les Philippines comptent sur les campagnes de vaccination pour sortir de la crise. La Thaïlande comme la Malaisie tablent sur des plans

de relance : 7 milliards de dollars pour la Thaïlande très pénalisée par la chute du tourisme et 3,7 milliards pour la Malaisie.

La Banque mondiale va déployer une enveloppe globale de 1,4 milliard de dollars destinés à aider les gouvernements d'Asie du Sud à faire face aux conséquences sanitaires immédiates de la pandémie et à protéger leurs populations.

Au total, l'Asie devrait connaître une croissance de + 8,2 % en 2021. Ce rebond tient notamment à la reprise économique en Chine, à Taiwan et en Inde. ■