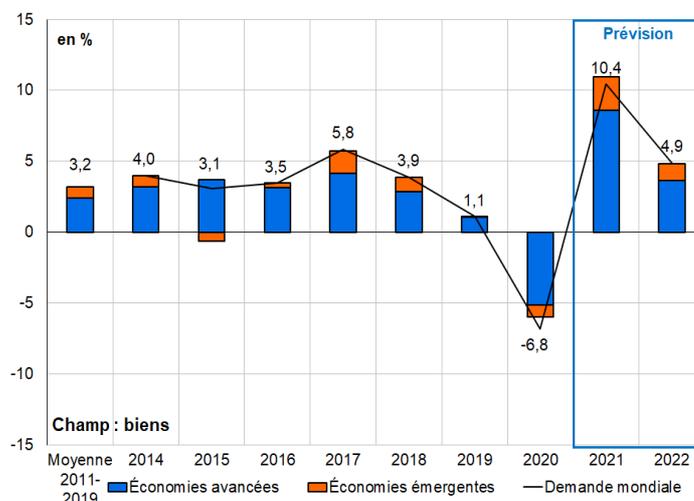


Perspectives mondiales à l'automne 2021 : un rattrapage hétérogène

Xavier COELN, Célia COLIN, Charles DENNERY, Niamh DUNNE, Valentin GIUST, Per Yann LE FLOC'H, Matthias LOISE, Mounira NAKAA, Chloé RAMET, Éloïse VILLANI

- En 2021, grâce au déploiement des campagnes de vaccination et aux mesures de soutien budgétaires et monétaires, l'économie mondiale rebondirait nettement (+6,0 %) et l'activité retrouverait son niveau pré-crise. En 2022, l'activité mondiale continuerait de croître à un rythme dynamique (4,5 %). Le rythme de la reprise serait inégal : les États-Unis et les grands émergents (Chine, Inde Brésil et Russie) retrouveraient, en moyenne annuelle leur niveau pré-crise dès 2021, les autres grandes économies avancées (Allemagne, Italie, Espagne et Royaume-Uni) seulement en 2022.
- Pénalisée par les mesures sanitaires mises en place en 2021, l'activité de la zone euro ne dépasserait son niveau pré-crise qu'en 2022 (+2,3 % par rapport au niveau moyen de 2019). L'activité se redresserait rapidement en Allemagne, l'Italie retrouverait aussi son niveau d'avant-crise tandis que l'Espagne le rattraperait tout juste.
- Le Royaume-Uni, fortement touché par l'épidémie et pénalisé par les effets du *Brexit* en 2020, bénéficierait d'une croissance forte en 2021 (+7,0 %) et dépasserait en 2022 son niveau d'activité moyen de 2019 (à hauteur de +1,5 %). Les États-Unis, qui ont connu une baisse de l'activité plus limitée que les pays européens en 2020, afficheraient une croissance élevée en 2021 (+6,2 %) et 2022 (+4,4 %), sous l'effet de soutiens budgétaires conséquents.
- Le commerce mondial en biens se redresserait en 2021 (+11,4 % après -6,7 %) soutenu par la reprise de l'activité mondiale, alors que les échanges de services demeuraient durablement pénalisés par le choc sur le tourisme. En 2022, les effets de rattrapage se dissiperait et les échanges de biens progresseraient à un rythme modéré (+5,0 %).
- Des aléas importants, à la hausse comme à la baisse, entourent ce scénario. Au-delà de l'évolution de la situation sanitaire, le rythme de la reprise dépendra du déploiement des plans de relance et du maintien de conditions financières favorables.

Croissance de la demande mondiale adressée à la France



Source : DG Trésor.

1. L'activité mondiale a nettement rebondi au 1^{er} semestre 2021

1.1 L'activité se rapproche de son niveau pré-crise en Europe et le dépasse aux États-Unis

En 2020, l'activité a reculé dans les principales économies avancées en raison de la pandémie et des mesures sanitaires prises pour la contenir, qui ont pesé sur toutes les composantes de la demande. Au Japon, qui a été moins touché par l'épidémie, et aux États-Unis, où les contraintes ont été moins fortes, les pertes d'activité ont été relativement limitées en 2020, respectivement de -4,7 % et -3,4 %. Les pays européens ont connu un recul plus marqué, en particulier l'Espagne (-10,8 %) et le Royaume-Uni (-9,8 %). L'Allemagne (-5,0 %) a été relativement épargnée, grâce à des contraintes sanitaires plus légères au printemps et à l'automne 2020, alors que la France a connu des confinements plus stricts (en témoigne un niveau de confinement effectif relativement faible, cf. Graphique 2) et à sa moindre dépendance aux services. La France (-8,0 % en 2020) et l'Italie (-8,9 %) occupent une position intermédiaire.

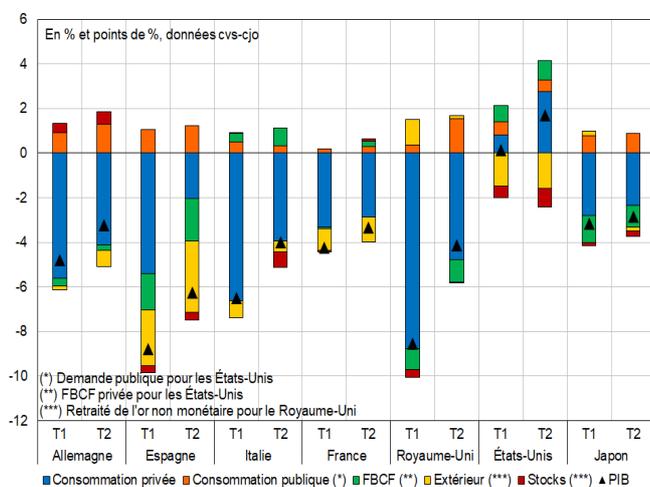
Au 1^{er} trimestre 2021, les confinements ont pesé sur l'activité des pays européens, notamment au Royaume-Uni, et dans une moindre mesure en Allemagne et en Italie. L'assouplissement des mesures sanitaires a permis un rebond de l'activité au 2^e trimestre, qui reste toutefois inférieure à son niveau pré-crise : -3,2 % en Allemagne par rapport à la moyenne 2019, -6,3 % en Espagne, -4,0 % en Italie et -4,1 % au Royaume-Uni.

La majeure partie de la perte d'activité des pays européens par rapport à 2019 s'explique par la baisse de la consommation privée. Ainsi, le taux d'épargne des ménages a nettement augmenté du fait des contraintes sanitaires et des comportements de précaution alors que leur revenu a été préservé grâce aux mesures de soutien public (cf. Encadré 1). Des facteurs nationaux ont en outre joué : c'est le cas de la dégradation du solde touristique en Espagne et, dans une moindre mesure, des perturbations à la frontière du Royaume-Uni après le *Brexit*.

L'activité a été plus dynamique aux États-Unis, qui ont retrouvé leur niveau pré-crise dès le 1^{er} trimestre (+0,1 % par rapport à 2019) et l'ont largement dépassé au 2^e trimestre (+1,7 %). La demande intérieure y a fortement crû grâce à l'important soutien public et à la réouverture de l'économie : l'investissement et la consommation privés – ainsi que la demande publique – surpassent leurs niveaux de 2019. En revanche, le solde extérieur demeure dégradé par rapport au niveau pré-crise.

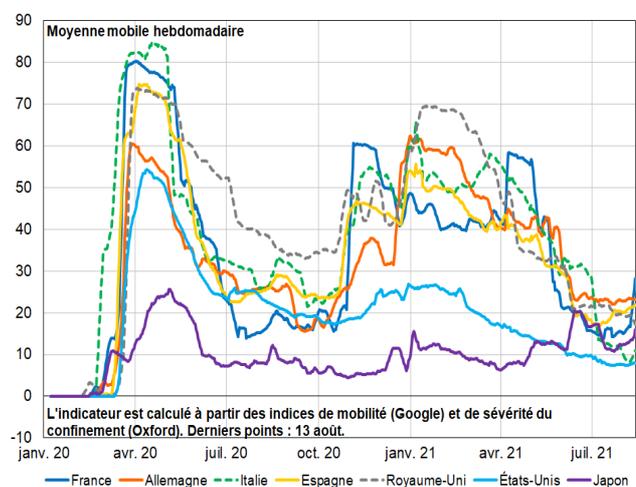
Au Japon, la situation s'est dégradée début 2021, le durcissement des mesures sanitaires pesant sur la demande intérieure. La perte d'activité par rapport au niveau pré-crise est un peu plus réduite que celle des pays européens, à -2,8 % au 2^e trimestre 2021 par rapport à la moyenne 2019.

Graphique 1 : Variation de l'activité au 1^{er} semestre 2021 par rapport à la moyenne 2019 et contributions des composantes de la demande



Sources : Comptes nationaux ; calculs DG Trésor.

Graphique 2 : Indice de confinement effectif



Source : Goldman Sachs.

Encadré 1 : Effets des plans de soutien budgétaires sur le PIB des économies avancées

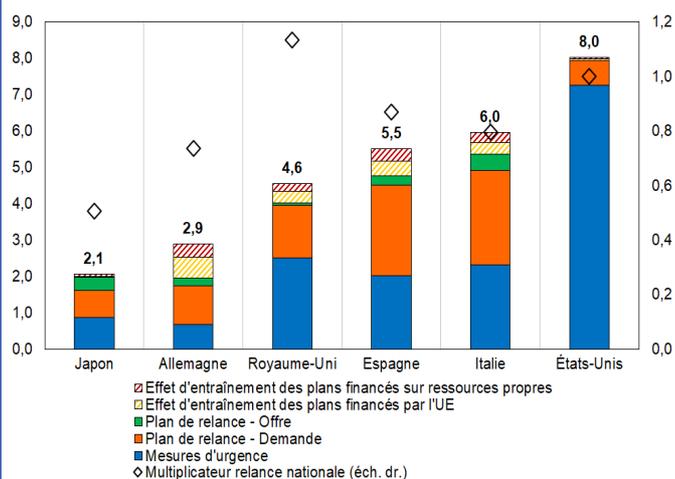
Les pays avancés mettent en œuvre d'importants plans de soutien budgétaires pour limiter les conséquences économiques et sociales de la crise sanitaire et relancer l'activité. Les mesures de soutien regroupent les mesures d'urgence^a, largement déployées dès 2020 pour pallier les conséquences à court terme de la crise^b et préserver la capacité de rebond, et les mesures de relance, qui visent à soutenir l'activité en phase de reprise et à moyen terme. Les mesures de relance soutiennent à la fois la demande (soutien au pouvoir d'achat des ménages, investissement public de transports...) mais aussi l'offre (soutien à l'innovation, aide à l'embauche, mesures de formation, baisse de fiscalité des entreprises...) ^c. En cumul sur 2021 et 2022, ces plans seraient compris entre 2,9 % du PIB en Allemagne et 10,5 % du PIB aux États-Unis^d.

L'effet estimé des mesures de soutien, en cumul sur 2021 et 2022, serait compris entre 2,1 % du PIB au Japon et 8,0 % aux États-Unis (cf. Graphique 3). Au Japon, la relative faiblesse des retombées sur le PIB s'expliquerait par des mesures d'urgence limitées, et par la prépondérance des mesures en faveur de l'offre dans le plan de relance alors que l'effet multiplicateur de ces dernières est plus faible à court terme. Aux États-Unis, du fait de la faiblesse des stabilisateurs automatiques, des mesures d'urgence conséquentes ont été mises en œuvre (notamment pour préserver le pouvoir d'achat des ménages) et soutiendraient fortement le PIB. En Espagne et en Italie, l'ampleur des plans de relance déployés grâce à la Facilité pour la reprise et la résilience^e ainsi que l'importance de leur contenu en investissement auraient des impacts significatifs, permettant des retombées des

plans de soutien dans leur ensemble de 6,0 % du PIB en Italie et 5,5 % du PIB en Espagne^f. Au Royaume-Uni, la quasi-totalité des mesures de relance soutiendraient la demande et notamment l'investissement avec un effet multiplicateur élevé et des retombées à hauteur de 1,5 % du PIB.

Un plan de soutien dans un pays a des externalités positives pour l'activité dans les pays partenaires. Ces effets d'entraînement sont particulièrement importants dans les pays européens, qui sont plus intégrés entre eux et où les plans de relance sont les plus conséquents^g, et mis en œuvre de façon simultanée. C'est en particulier le cas de l'Allemagne, où les plans de relance des partenaires européens expliqueraient près de 40 % de l'effet total des plans de relance sur l'activité outre-Rhin.

Graphique 3 : Effet cumulé estimé en 2021 et 2022 des mesures de soutien (% du PIB de 2019)



Sources : Calculs DG Trésor.

- Pour plus d'informations sur les mesures d'urgence pendant la crise en Europe, cf. Fatton H. et C. Ponton (2021), « Les mesures d'urgence mises en place pendant la crise en Europe », *Trésor éco* n° 289 à paraître.
- Comme par exemple les dispositifs d'activité partielle, le soutien à la liquidité des entreprises et aux secteurs les plus sinistrés.
- La classification de ces mesures permet d'appliquer des multiplicateurs différenciés par type de mesure pour estimer leur effet cumulé sur le PIB à horizon de 2 ans. L'estimation de la DG Trésor retient des multiplicateurs associés aux mesures de relance en ligne avec la littérature, plus élevés pour la demande que pour l'offre, car les retombées sur l'activité des mesures d'offre interviendraient principalement au-delà de l'horizon de 2 ans. Les multiplicateurs associés aux mesures d'urgence seraient généralement plus faibles, à l'exception des fonds débloqués pour le secteur de la santé. Les multiplicateurs associés aux mesures d'urgence retenus pour les États-Unis sont cependant plus élevés qu'en Europe, en ligne avec l'estimation du CBO, le soutien au pouvoir d'achat contribuant plus fortement à soutenir l'activité du fait de la faiblesse des stabilisateurs automatiques.
- Le soutien total hors stabilisateurs automatiques représente 2,9 % du PIB 2019 en l'Allemagne, 3,9 % au Japon, 5,6 % au Royaume-Uni, 5,8 % en Espagne, 9,0 % en Italie et 10,5 % aux États-Unis.
- La Facilité pour la reprise et la résilience de l'UE, dans le cadre du programme *Next Generation EU*, finance respectivement 100 et 86 % des plans espagnol et italien.
- Les effets multiplicateurs du plan de relance (mesures d'offre et de demande confondues) s'élèveraient à 0,9 en Espagne et 0,8 en Italie, contre 0,7 en Allemagne.
- Les plans de relance de l'ensemble des pays de la zone euro, financés majoritairement par le programme *Next Generation EU*, ont été pris en compte dans le calcul des effets d'entraînements (en plus des pays affichés sur le graphique). Ces effets résultent de la hausse des exportations induite par la demande additionnelle créée chez les partenaires commerciaux, à partir des élasticités estimées des échanges à la demande et de la décomposition géographique de la demande mondiale adressée à chaque pays.

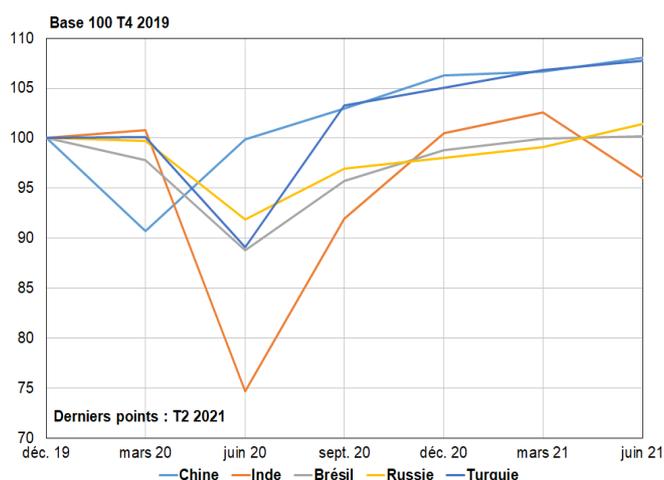
1.2 Une reprise des émergents hétérogène mais en moyenne plus forte que prévu

Dans les grandes économies émergentes, le rebond de l'activité début 2021 a été solide (cf. Graphique 4) et plus fort que prévu en mars¹. Cependant, la reprise s'essouffle significativement à mesure que les politiques monétaires et budgétaires se resserrent (Brésil, Turquie, Russie) ou que les restrictions sanitaires se durcissent (Turquie, Inde). En Chine et en Turquie, les effets de la crise sanitaire sur l'activité en 2020 ont été relativement contenus (croissances à respectivement 2,3 % et 1,8 % contre 6,1 % et 0,9 % en 2019) et le rebond très fort de l'activité a permis de dépasser nettement le niveau d'activité d'avant-crise : au 2^e trimestre 2021, le PIB se situe 8,1 % au-dessus de son niveau de 2019 en Chine, et 6,0 % en Turquie. En Russie (1,4 % de croissance entre la fin 2019 et le début 2021) et au Brésil (0,2 %), le rebond, déjà de

moindre ampleur, est désormais freiné par une politique monétaire durcie pour face aux pressions inflationnistes. En Inde, la reprise épidémique au printemps aurait fortement pénalisé l'activité (-6,4 % au 2^e trimestre, -3,9 % de croissance du PIB depuis 2019).

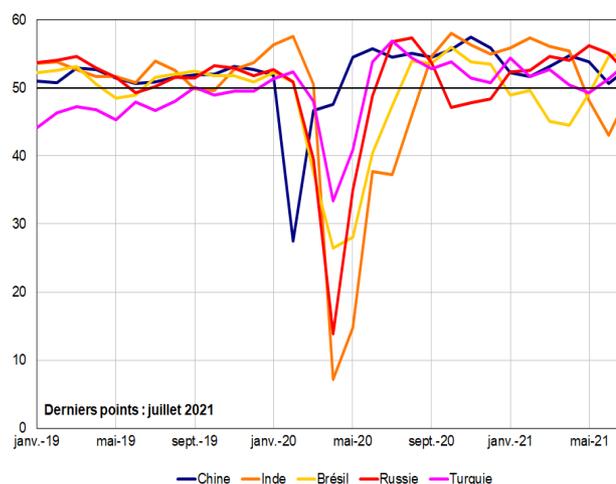
Les enquêtes de conjoncture montrent des perspectives divergentes entre les grandes économies émergentes (cf. Graphique 5). Après un recul marqué au printemps, les indices d'activité manufacturière PMI (*Purchasing Managers' Index*) repartent à la hausse en Chine et en Inde (mais toujours en zone de contraction, soit en-dessous de 50, dans ce dernier pays). À l'inverse, l'indice PMI recule en Russie depuis le mois de mai. Au Brésil et en Turquie, les indices PMI sont en hausse depuis le printemps, et se situent désormais largement en zone d'expansion (au-dessus de 50).

Graphique 4 : Évolution du PIB dans les principales économies émergentes



Sources : Instituts statistiques nationaux.

Graphique 5 : Climat des affaires dans les principales économies émergentes



Sources : Indice PMI (Markit) composite, sauf pour la Turquie (indice manufacturier).

2. Une reprise inégale et tributaire de l'évolution sanitaire

Le scénario à l'horizon 2022 est construit sous l'hypothèse d'une progression à un rythme soutenu des campagnes de vaccination dans la plupart des économies avancées, permettant une levée progressive des restrictions sanitaires à partir de l'automne 2021. Au Japon, malgré l'accélération de la vaccination après un démarrage tardif, un durcissement des mesures sanitaires est prévu au

3^e trimestre 2021, du fait d'une forte hausse du nombre de cas. Au sein des économies émergentes, le rythme de vaccination est plus disparate : alors que les campagnes de vaccination accélèrent en Chine, en Turquie et au Brésil, elles peinent à décoller en Inde et en Russie. Toutefois, aucun de ces pays émergents ne prendrait de nouvelles mesures fortes de restrictions sanitaires. Ce scénario suppose aussi une reprise de

(1) Voir Blanchet M. et al. (2021), « Perspectives mondiales au printemps 2021 : une reprise inégale à l'horizon », *Trésor-Éco* n° 281.

l'activité dans les économies avancées largement soutenue par (i) le déploiement des plans de relance (cf. Encadré 1) et (ii) des conditions de financement favorables, grâce à des politiques monétaires qui resteraient accommodantes (relèvement seulement progressif des taux d'intérêt directeurs d'ici fin 2022). Les tensions sur les approvisionnements (pénuries de

semi-conducteurs et goulots d'étranglement dans le fret maritime) persisteraient et les prix des matières premières se maintiendraient au-dessus de leurs niveaux pré-crise jusqu'à la fin 2022 avec des effets sur les prix à la consommation et sur l'activité de certains secteurs.

Tableau 1 : Prévisions de croissance^a

PIB (moyenne annuelle en %)	2018	2019	2020	2021	2022	Cumul 2020-2021	Cumul 2020-2022
	(prévisions, CJO)						
Croissance mondiale	3,6	2,8	-3,3	6,0	4,5	2,5	7,1
Économies avancées^b	2,3	1,6	-4,6	5,3	4,3	0,5	4,7
États-Unis	3,0	2,4	-3,4	6,2	4,4	2,5	7,1
Japon	0,6	0,0	-4,7	2,3	3,0	-2,5	0,4
Royaume-Uni	1,4	1,3	-9,8	7,0	5,3	-3,6	1,5
Zone euro	1,9	1,3	-6,5	4,9	4,4	-1,9	2,3
Allemagne	1,3	0,6	-5,0	3,2	4,6	-2,0	2,5
Italie	0,9	0,3	-8,9	5,8	4,5	-3,6	0,7
Espagne	2,6	2,2	-10,8	6,1	5,7	-5,4	0,0
Autres économies avancées	2,8	1,1	-2,8	5,1	4,2	2,1	6,4
Économies émergentes	4,5	3,7	-2,1	6,5	4,7	4,3	9,2
Brésil	1,8	1,4	-4,1	5,2	1,8	0,9	2,7
Chine	6,7	6,1	2,3	8,2	5,4	10,7	16,7
Inde ^c	6,6	4,2	-7,3	10,6	6,6	2,6	9,3
Russie	2,2	1,3	-3,0	4,4	2,5	1,3	3,8
Turquie	2,6	0,9	1,8	7,8	4,3	9,7	14,3
Autres économies émergentes	3,4	2,7	-3,7	4,5	4,6	0,6	5,3
<i>Commerce mondial en biens^d</i>	4,5	0,5	-6,7	11,4	5,0	4,0	9,2
<i>Demande mondiale - France^e</i>	3,9	1,1	-6,8	10,4	4,9	2,9	8,0

- a. Les prévisions prennent en compte les informations disponibles au 17 août 2021. Ces prévisions reposent sur l'hypothèse que le cours moyen du baril de pétrole serait de 68 dollars en 2021 et 69 dollars en 2022 et d'un taux de change moyen \$/€ de 1,19 en 2021 et 1,17 en 2022.
- b. Les prévisions des agrégats « économies avancées » et « économies émergentes » sont calculées à partir des prévisions du FMI (juillet 2021), retraités des prévisions de la DG Trésor sur les pays du tableau 1 ainsi que la France.
- c. Les prévisions sont présentées en année fiscale sur l'exercice budgétaire courant d'avril n à mars n+1.
- d. Le commerce mondial couvre le champ des biens. Il est calculé à partir des importations de 39 pays (Allemagne, Belgique, Italie, Espagne, États-Unis, Royaume-Uni, Pays-Bas, Chine, Suisse, Japon, Russie, Pologne, Turquie, Brésil, Suède, Corée, Hong-Kong, Singapour, Canada, Maroc, Portugal, Autriche, République Tchèque, Hongrie, Australie, Inde, Malaisie, Mexique, Thaïlande, Irlande, Danemark, Grèce, Slovaquie, Norvège, Taiwan, Finlande, Philippines et Argentine), en plus de celles de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et de la France.
- e. La demande mondiale en biens couvre les 39 pays déjà cités ainsi que l'OPEP, représentant 91 % des exportations françaises.

Source : Comptes nationaux, FMI (juillet 2021) ; calculs : DG Trésor.

2.1 Dans les principaux pays avancés, le soutien public et le retrait progressif des mesures sanitaires soutiendraient la reprise

Après un recul sans précédent de l'activité en zone euro, en 2020 (-6,5 %), et malgré le maintien de contraintes sanitaires fortes au 1^{er} semestre 2021, l'économie de la zone rebondirait nettement en 2021 (+4,6 %) et continuerait de croître en 2022 (+4,4 %), dépassant ainsi son niveau d'avant-crise fin 2021. Le rythme de la reprise diffère selon les pays, reflétant (i)

des sensibilités spécifiques au choc Covid-19 (orientation sectorielle, exposition aux échanges mondiaux...), (ii) des facteurs structurels hétérogènes (marché du travail, croissance potentielle...), et (iii) des divergences concernant l'ampleur des plans de soutien et relance.

Après une meilleure résistance en 2020 que ses partenaires européens (-5,0 %), l'Allemagne connaîtrait un rebond plus mesuré en 2021 (+3,2 %), pénalisée par des mesures sanitaires particulièrement

restrictives au 1^{er} trimestre 2021. En 2021, l'économie outre-Rhin bénéficierait néanmoins de la résilience du secteur industriel et de son exposition au commerce extérieur, principaux leviers du rebond de l'activité, en dépit des tensions sur l'approvisionnement qui fragilisent le secteur automobile. En 2022, la croissance (+4,6 %) se rééquilibrerait progressivement vers la demande intérieure, et particulièrement la consommation qui dépasserait son niveau pré-crise grâce à un marché de l'emploi résilient et une dynamique salariale soutenue.

L'activité a fortement chuté en **Italie** en 2020 (-8,9 %) en lien avec la sévérité de l'épidémie, et devrait rebondir en 2021 (+5,8 %) et 2022 (+4,5 %), portée par un investissement dynamique, notamment dans la construction, soutenue par le plan de relance. L'Italie rattraperait ainsi son important déficit d'investissement accumulé depuis la crise de la zone euro, grâce à son plan de relance ambitieux mis en œuvre sur la période 2021-2026 (12 % du PIB), financé largement par les prêts et subventions de la Facilité pour la reprise et la résilience (87 % du financement). La consommation rebondirait mais resterait pénalisée par les faiblesses structurelles du marché du travail (faible taux de participation).

L'activité en **Espagne**, sévèrement affectée en 2020 (-10,8 %), connaîtrait un fort rebond en 2021 (+6,1 %), porté par la consommation privée. En 2022, la levée de l'ensemble des restrictions sanitaires et la reprise progressive du tourisme (12 % du PIB en 2019) permettraient à l'économie, soutenue également par un investissement bénéficiant du plan de relance de poursuivre son rattrapage (+5,7 %). L'activité resterait cependant bridée par un marché du travail durablement dégradé, où le chômage a fortement augmenté du fait de l'importante prévalence des contrats temporaires faiblement qualifiés et ne reviendrait pas à son niveau pré-crise sur l'horizon de prévision. Le rebond serait par ailleurs conditionné par la bonne absorption des fonds de relance européens, dont l'Espagne est, avec l'Italie, le principal bénéficiaire.

Le **Royaume-Uni**, dont l'activité a été particulièrement touchée par l'épidémie en 2020 (-9,8 %), se redresserait nettement sur l'horizon de prévision. Sous l'impulsion d'une consommation publique dynamique et

d'un investissement soutenu par des mesures fiscales incitatives qui s'étendraient jusqu'en 2022, l'activité rebondirait fortement en 2021 (+7,0 %). En 2022, elle poursuivrait son rattrapage (+5,3 %) grâce à la reprise de la consommation privée. Le rebond de celle-ci au deuxième trimestre 2021, avec la levée progressive des restrictions, se ressentirait surtout en 2022 (+6,2 % en 2022 après +3,7 % en 2021). Le marché du travail se normaliserait, la fin du chômage partiel étant accompagnée de programmes de retour à l'emploi et de formations. Les exportations soutiendraient également l'activité en 2022 après une croissance faible en 2021 due au changement d'environnement réglementaire, notamment lié au *Brexit*.

Aux **États-Unis**, le PIB s'est contracté en 2020 de -3,4 %, plus faiblement que dans les principaux pays européens. Après avoir largement limité l'impact de la crise sanitaire, les stimuli budgétaires successifs soutiendraient fortement l'activité. En 2021, l'activité rebondirait fortement (+6,2 %), bien au-delà de son niveau d'avant-crise, déjà dépassé au 2^e trimestre 2021. La consommation des ménages, toujours dynamique, et l'investissement privé, porté également par une politique monétaire accommodante et une demande extérieure allante, soutiendraient la croissance en 2021. En 2022, l'activité ralentirait (+4,4 %), en raison de la normalisation de la demande intérieure mais serait soutenue par le commerce extérieur, tandis que le taux de chômage poursuivrait sa décroissance pour s'établir légèrement au-dessus de son niveau d'avant-crise.

Au **Japon**, moins touché par l'épidémie en 2020, le recul de l'activité a été plus faible (-4,7 %) que dans les autres grandes économies avancées. Le rebond serait aussi plus modéré en 2021 (+2,3 %) et en 2022 (+3,0 %). En 2021, l'activité serait portée par le commerce extérieur qui profiterait de la reprise de l'activité dans le monde, alors que la demande intérieure resterait atone malgré un marché de l'emploi peu touché. En effet, la croissance de l'investissement resterait limitée en 2021 et le rebond de la consommation serait modéré, bridé par les mesures sanitaires. En 2022, l'activité bénéficierait de la reprise de la demande intérieure, stimulée par la levée des contraintes sanitaires.

Encadré 2 : Inflation aux États-Unis

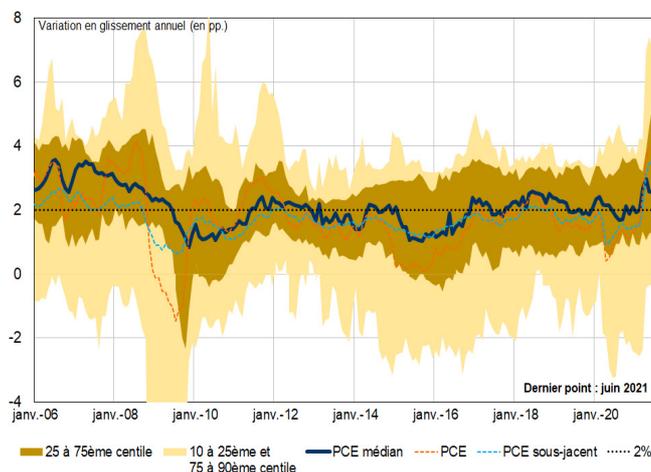
Aux États-Unis, l'indice des prix à la consommation a fortement augmenté depuis janvier 2021 (+5,4 % en juillet, en glissement annuel) et l'inflation sous-jacente^a suit une dynamique similaire (+4,3 %). Une part de cette hausse est imputable à un rattrapage de la chute des prix du printemps 2020, et une autre à la contribution des prix énergétiques, qui avaient baissé (-3,7 %) entre janvier 2020 et janvier 2021 puis rebondi (+19,3 %) depuis janvier 2021. La crise sanitaire a également engendré de forts effets de contrecoup sur d'autres composantes du panier de consommation, notamment les transports, qui représentent 12,3 % du panier mais contribuent pour 1,7 pt à l'inflation en juillet : sur un an, les prix du transport aérien ont progressé de +19,0 %, quand ceux des voitures d'occasion s'envolent de +41,7 %.

Le déflateur de consommation des ménages (*Personal Consumption Expenditures* ou PCE), une autre mesure d'inflation que la Réserve Fédérale utilise dans la conduite de sa politique monétaire, a lui aussi rebondi, quoique dans une moindre mesure (+4,2 % en juillet 2021, en glissement annuel contre +1,4 % en janvier). La Fed de San Francisco publie la distribution du PCE par centile, ce qui permet d'avoir une idée des mouvements des composantes du panier de biens et services, en plus de sa moyenne pondérée. Le PCE médian ne connaît qu'un rebond modéré : il s'établit à +2,6 % en juin 2021, contre +1,9 % en janvier 2021 (cf. Graphique 6).

L'inflation est donc pour l'heure concentrée sur certains biens et services, plutôt que caractérisée par une accélération uniforme des prix.

La Réserve Fédérale (Fed) considère ainsi que la poussée inflationniste actuelle est seulement transitoire^b, du fait des soutiens budgétaires ainsi que des contraintes d'offre. Elle n'envisage pas de remontée des taux directeurs avant 2023 mais devrait toutefois réduire le rythme (opération appelée *tapering*) de ses achats d'actifs (120 Md\$ par mois actuellement) d'ici la fin de l'année 2021, soit plus rapidement que prévu initialement. Cela devrait conduire à un resserrement des conditions financières, même si celles-ci devraient rester accommodantes sur la période.

Graphique 6 : Distribution^c du *Personal Consumption Expenditures* (PCE) américain



Sources : Federal Reserve de San Francisco.

- Qui exclut l'énergie et l'alimentaire du panier des biens et services.
- Dans la mesure où elle n'a pas ou peu d'effet sur les anticipations d'inflation à long terme des agents économiques. Cf. Conférence de presse de J. Powell (le chairman de la Fed) le 28/07/2021, 53^e minute, en réponse à une question de G. Robb de MarketWatch.
- Le panier de biens et services du PCE est divisé en sous paniers, ordonnés par taux d'inflation. Par exemple, le PCE médian représente le taux d'inflation en dessous duquel se trouvent 50 % des sous paniers qui composent le panier global.

2.2 En dépit de politiques économiques plus restrictives, la reprise dans les émergents serait portée par la dynamique du commerce international

En Chine, la croissance atteindrait +8,2 % sur l'année 2021. En 2022, la croissance reviendrait vers son rythme tendanciel, à +5,4 %, soutenue par la consommation des ménages qui bénéficierait de l'amélioration de la situation de l'emploi et de la hausse du revenu disponible. Au 1^{er} trimestre 2021, l'activité a accéléré et retrouvé un rythme de croissance proche du niveau antérieur à la crise (+0,6% et +1,3 % en

variation trimestrielle, respectivement au 1^{er} et 2^{ème} trimestre, assurant un acquis de croissance de +7,5 % à la fin du semestre). Toutes les composantes de la demande y ont contribué, y compris la consommation des ménages dont la reprise a été toutefois plus tardive et graduelle que celle des exportations. L'investissement a pâti du durcissement de la réglementation, particulièrement dans le secteur immobilier. Après la relance monétaire de 2020, l'endettement total de l'économie a fortement augmenté, (passant de 255 à 280 % du PIB sur l'année) et les autorités affichent dorénavant un objectif de stabilisation. À court terme, l'activité pourrait aussi

être affectée par la dégradation de la situation sanitaire dans plusieurs régions. Dans ce contexte, et face à la difficulté de rééquilibrage de la croissance², les autorités pourraient intervenir ponctuellement en cas de ralentissement de l'activité, à l'image de la décision de baisse du taux de réserves obligatoires bancaires mi-juillet 2021.

Au **Brésil**, la politique budgétaire a soutenu la reprise de l'activité au 2^e semestre 2020, assurant un important acquis de croissance en 2021. La baisse des transferts budgétaires aux ménages et l'inflation brideraient toutefois la consommation cette année. Sur le volet extérieur, le pays bénéficie du rebond de la demande mondiale, notamment en Chine, premier marché à l'exportation, ainsi que d'une amélioration des termes de l'échange. Ainsi, la croissance atteindrait +5,2 % en 2021, permettant au PIB de dépasser son niveau pré-crise. En 2022, la croissance serait de +1,8 % traduisant l'essoufflement de l'effet de rattrapage, le retrait progressif des soutiens publics ainsi que le faible niveau de la croissance potentielle.

En **Inde**, la politique monétaire accommodante a contribué à limiter la contraction économique sur l'année budgétaire 2020-2021³ (-7,3 %). La reprise a été interrompue par une deuxième vague épidémique et la réintroduction de mesures de confinement qui ont conduit à une chute de l'activité au 2^e trimestre 2021 (-6,4 % en variation trimestrielle), touchant principalement les services et la demande intérieure. L'activité devrait ensuite rebondir, à la faveur de la levée des restrictions sanitaires et d'une politique budgétaire expansionniste. Malgré la résurgence de pressions inflationnistes, la Banque centrale

continuerait de donner la priorité au soutien de la croissance. Sur l'année 2021-2022, la croissance atteindrait +10,6 %. En 2022-2023, la mise en œuvre de réformes structurelles, les investissements directs internationaux et le soutien budgétaire permettraient de préserver la croissance (+6,6 %).

En **Russie**, l'activité a relativement bien résisté en 2020 (-3,0 %), grâce à la structure de l'économie (faible poids des services, emploi public élevé) et d'importants soutiens budgétaire et monétaire. En 2021, la remontée des prix du pétrole, les hausses des salaires et la baisse du chômage permettraient à la croissance de rebondir (+4,4 %) malgré la hausse de l'inflation et le resserrement de la politique monétaire. En 2022, alors qu'une forte incertitude demeure quant à la mise en œuvre des grands projets d'investissements publics, l'économie retrouverait un rythme plus proche de ses fondamentaux (+2,5 %).

En **Turquie**, des politiques économiques temporairement très accommodantes ont permis à l'économie de rebondir fortement au 2^e semestre 2020, et de croître sur l'ensemble de l'année (+1,8 %). Dans un contexte sanitaire plus favorable grâce à un rythme de vaccinations encourageant, la croissance atteindrait +7,8 % en 2021, portée par le rebond du commerce international, malgré le maintien d'une politique monétaire restrictive du fait de la persistance des pressions inflationnistes. En 2022, l'activité resterait dynamique (+4,3 %). Cependant, les fragilités sur le marché du travail (part importante d'emplois informels, dans des secteurs fortement exposés à la crise sanitaire) pourraient contraindre la dynamique de croissance post-crise.

Encadré 3 : Des perspectives de croissance en Asie du Sud-Est obérées par la récente flambée épidémique

L'Asie du Sud-Est^a apparaît depuis le début de l'épidémie comme l'une des régions les plus résilientes sur le plan sanitaire, grâce à la mise en place par les gouvernements de stratégies « zéro covid »^b. En 2020, les pays asiatiques ont toutefois souffert de la chute de la demande mondiale, la contraction économique atteignant -4 % dans la région. Les Philippines ont enregistré une récession de -9,6 %, liée à une chute de la consommation privée (-8 %) qui représente 70 % du PIB, tandis que la Thaïlande (-6,1 %) a particulièrement souffert de son exposition au secteur touristique (20 % du PIB avant-crise) et de la quasi absence de touristes en 2020. La

a. Sont inclus : l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines, Singapour, la Thaïlande, le Brunei, le Vietnam, le Laos, la Birmanie et le Cambodge.

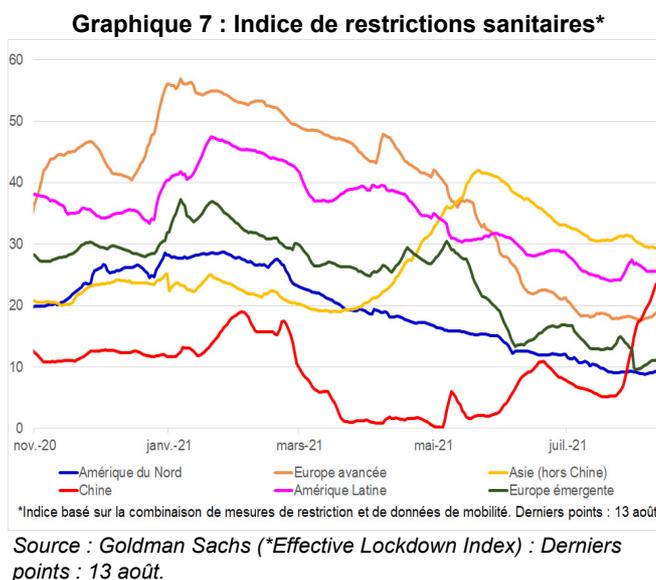
b. La stratégie « zéro covid » vise à empêcher totalement la circulation du virus. Elle passe par la mise en place de confinements stricts dès les premiers cas, une ouverture très contrôlée des frontières, avec une quarantaine obligatoire pour tous les voyageurs, et un système rigoureux de « tester-tracer-isoler » pour repérer rapidement les cas contacts.

(2) Le taux d'épargne des ménages chinois s'élèverait à près de 33 % du revenu disponible en 2020.

(3) Du 1^{er} avril 2021 au 31 mars 2022.

première économie de l'ASEAN, l'Indonésie, est parvenue à limiter la récession (-2,1 %), en s'appuyant sur un important soutien budgétaire et sur une spécialisation plus favorable du fait d'une moindre exposition au tourisme. Le Vietnam a su bénéficier du rebond de l'activité économique chinoise et de la demande mondiale, demeurant l'un des seuls pays de la région – avec la Birmanie et Brunei – à maintenir une croissance positive (+2,9 %).

La dégradation récente de la situation sanitaire avec l'arrivée de variants plus virulents^c, alors que les campagnes de vaccination progressent lentement dans ces pays^d diffère la réouverture de ces économies et leur rebond, les restrictions (cf. Graphique 7^e) pesant fortement sur la consommation des ménages et le secteur des services. En juillet la Banque asiatique de développement (BAsD) a révisé à la baisse ses prévisions de croissance en Asie du Sud-Est à +4,0 % en 2021 (contre +4,4 % anticipés en avril), suivies d'une reprise plus marquée en 2022 (+5,2 %). Les prévisions sont revues en baisse pour la Malaisie (+5,5 %), l'Indonésie (+4,1 %), la Thaïlande (+2,0 %) et le Vietnam (+5,8 %), et restent inchangées pour les Philippines (+4,5 %). Seul Singapour voit ses prévisions de croissance revues en hausse pour 2021 (+6,3 %). Le moteur de la reprise en ASEAN proviendrait principalement de la demande extérieure, alors que la consommation intérieure et l'investissement peinent à redémarrer en raison du durcissement des mesures sanitaires. La demande adressée à la région par la Chine et les États-Unis bénéficie particulièrement aux pays exportateurs de produits électroniques (Singapour, Vietnam, Malaisie, Philippines, Thaïlande). Les producteurs de matières premières comme l'Indonésie et la Malaisie bénéficient de la conjoncture internationale et du niveau des cours mondiaux, mais les pays les plus dépendants du tourisme, Thaïlande, Cambodge et Philippines seraient particulièrement affectés par la fermeture de leurs frontières. Le soutien budgétaire et monétaire resterait limité compte tenu de plus faibles marges de manœuvre qu'avant-crise et des taux d'intérêt directeurs déjà à leur plus bas niveau historique.



- c. La Malaisie présente au 23/08 le taux d'incidence le plus élevé de la région avec 6 538 cas pour 100 000 habitants malgré une campagne de vaccination avancée, loin devant la Thaïlande (2 834), où le nombre de cas a explosé depuis début juillet, les Philippines (1 327), le Vietnam (1 097) et l'Indonésie (612), où le pic de la première vague a été atteint mi-juillet. À l'inverse, le Laos et le Cambodge affichent des taux d'incidence plus limités, inférieurs à 500/100 000. La situation sanitaire semble totalement stabilisée à Singapour, où le taux d'incidence est resté inférieur à 100/100 000. Aucun pays de la zone n'avait été touché par la première vague à l'exception de Singapour.
- d. Malgré une accélération de la vaccination dans certains pays, les perspectives d'immunité collective semblent difficilement atteignables dans un avenir proche, la part de la population totalement vaccinée s'établissant au 23/08 à 14 % au Laos, 12 % en Indonésie, 11 % aux Philippines, 8,2 % en Thaïlande et 1,9 % au Vietnam. La Malaisie, le Cambodge et Singapour figurent ainsi parmi les rares États de la région à tirer leur épingle du jeu avec 41 %, 47 % et 74 % de leur population respective pleinement vaccinée.
- e. Au 13/08, Amérique du Nord (9,5), Europe avancée (20); Asie (hors Chine) (29,6); Chine (24,6); Amérique Latine (25,9); Europe émergente (11,2).

3. Soutenu par la reprise de l'activité mondiale, le commerce est en hausse

Le **commerce mondial** en biens a nettement marqué le pas en 2020 (-6,7 %) en lien avec le recul sans précédent de l'activité mondiale. Les échanges des économies avancées ont fortement reculé au 1^{er} semestre 2020, pénalisés par les mesures prophylactiques particulièrement contraignantes. En revanche, du fait de la désynchronisation de l'épidémie entre économies avancées et émergentes ainsi que de la réorientation de la demande vers les produits médicaux et les équipements électroniques, les

échanges en Asie ont été plus résilients. Avec le déploiement de la vaccination et la reprise de l'activité, le commerce s'est rapidement redressé. Selon le Centraal Planbureau (CPB) néerlandais, les échanges mondiaux au 1^{er} semestre 2021 dépassent de 6,6 % leur niveau de 2019. En revanche, le commerce en services demeure en retrait, pénalisé par la baisse durable des échanges en tourisme.

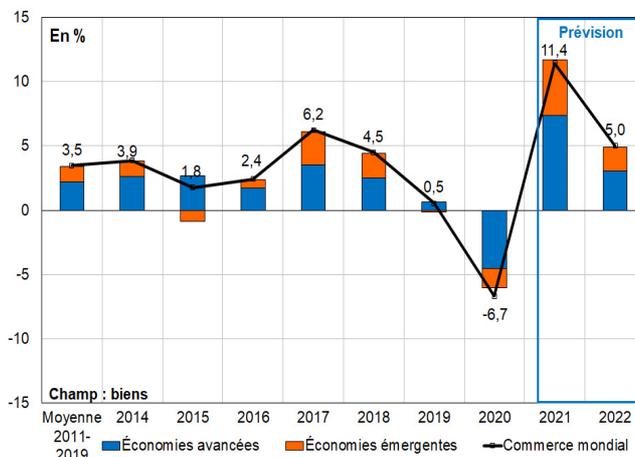
En 2021, soutenu par la reprise de l'activité mondiale,

le commerce mondial en biens afficherait un fort rebond (+11,4 %). Les économies avancées contribueraient fortement à cette reprise (cf. Graphique 8) avec une forte hausse des importations américaines, reflétant la reprise de la demande intérieure. En zone euro, les échanges resteraient bridés par les mesures sanitaires mises en place au premier semestre. Au sein des économies émergentes, le dynamisme des échanges chinois joue aussi un rôle moteur dans la reprise du commerce. En 2022, l'essoufflement des effets de rattrapage pèserait sur la dynamique du commerce mondial, qui n'augmenterait qu'à un rythme proche de celui de l'activité mondiale (+5,0 %).

La **demande mondiale en biens** adressée à la France rebondirait nettement en 2021 (+10,4 %) après s'être fortement contractée en 2020. Elle serait moins dynamique que le commerce mondial, reflétant la forte exposition de la France à la zone euro où la reprise du commerce a été moins forte, ainsi que la faible intégration de l'économie française avec les économies émergentes, qui ont joué un rôle moteur dans le rebond

des échanges. En 2022, la demande mondiale adressée à la France (4,9 %) augmenterait au même rythme que le commerce mondial, grâce à la normalisation des échanges en zone euro.

Graphique 8 : Commerce mondial en biens et contributions par zone

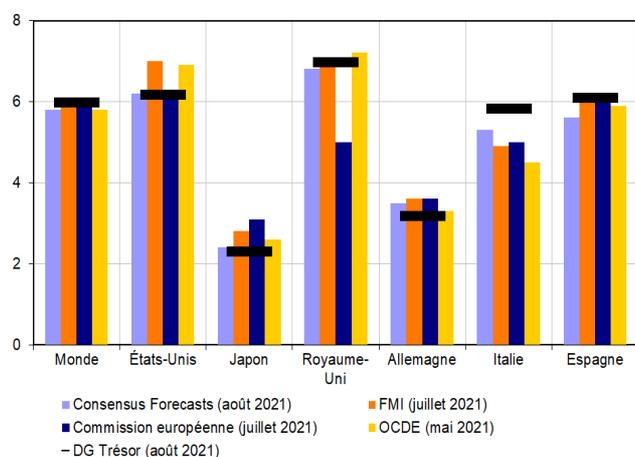


Source : Comptes nationaux trimestriels, calculs et prévisions : DG Trésor.

Encadré 4 : Comparaison avec les autres prévisions

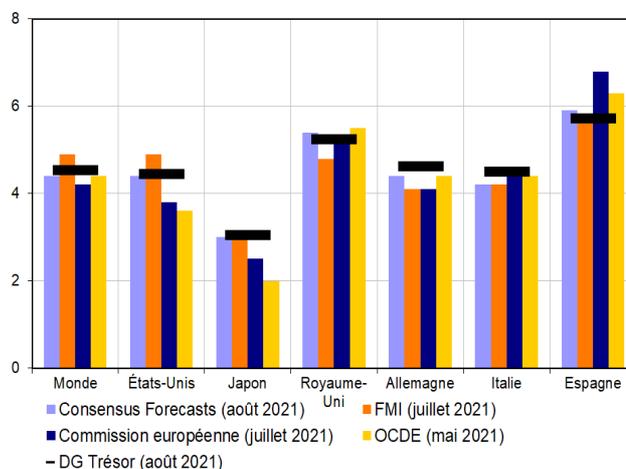
Le scénario d'un net rebond de l'activité mondiale en 2021 et 2022, grâce à la progression des campagnes de vaccination et l'ampleur des mesures de soutien, est partagé par les organisations internationales et les économistes de marché (cf. Graphiques 9 et 10). Le scénario de la DG Trésor est globalement proche de ceux des autres prévisionnistes. Il se distingue par des prévisions un peu plus basses en 2021 sur l'Allemagne, les États-Unis, et le Japon, et plus élevées pour l'Italie. Cela reflète la prise en compte des derniers indicateurs conjoncturels, en particulier les chiffres de croissance du 2^e trimestre, que n'incorporaient pas la plupart des autres prévisions disponibles à la fin du mois d'août 2021.

Graphique 9 : Prévisions de croissance en 2021 (% annuel)



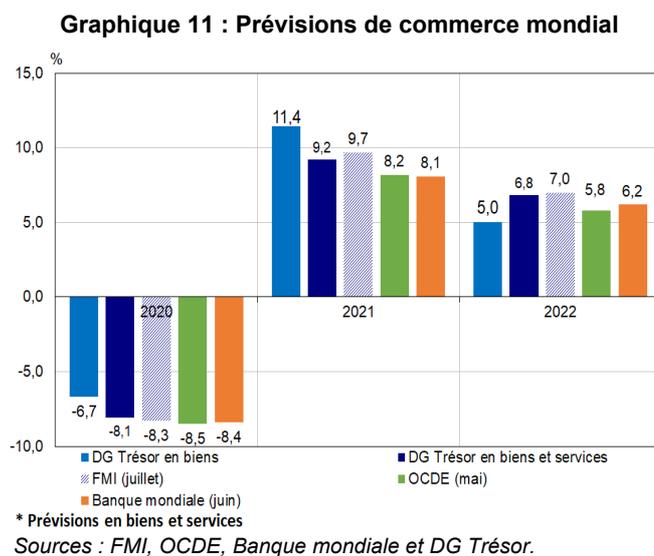
Sources : FMI, OCDE, Commission européenne, Consensus Forecasts, DG Trésor.

Graphique 10 : Prévisions de croissance en 2022 (% annuel)



Sources : FMI, OCDE, Commission européenne, Consensus Forecasts, DG Trésor.

Le scénario d'une nette reprise du commerce est partagé par le FMI, pour qui les échanges en biens et services^a rebondiraient fortement en 2021 (cf. Graphique 11). La Banque mondiale et l'OCDE n'intègrent pas encore dans leur scénario les chiffres du commerce observés au 1^{er} trimestre 2021, notamment dans les économies émergentes, et anticipent une reprise moins marquée des échanges.



a. Le tourisme international est lourdement pénalisé par la crise sanitaire, ce qui pèse nettement sur les échanges en services, tandis que la reprise de la production industrielle au second semestre 2020 a porté le rebond des échanges en biens.

4. Les aléas sont nombreux et importants

Des aléas majeurs, à la hausse comme à la baisse, entourent ce scénario de reprise de l'activité mondiale. Parmi les aléas transversaux, peuvent être cités :

- L'évolution de la **situation sanitaire**, et des mesures prophylactiques : la durée d'efficacité des vaccins dans les pays avancés et la progression de la vaccination dans les pays émergents restent incertaines.
- La préservation du **tissu productif** : les soutiens massifs à l'emploi et aux entreprises ont permis d'éviter une vague de faillites et de licenciements, mais les perspectives sont incertaines. Certaines entreprises se sont fortement endettées pendant la crise et se retrouveraient en difficulté dans le cas d'un resserrement prématuré des conditions financières, ce qui pourrait accentuer les risques de faillites et peser sur l'investissement.
- L'ampleur et les effets des **mesures budgétaires** : de nouvelles mesures pourraient être prises qui soutiendraient davantage l'activité. Les effets des mesures déjà annoncées pourraient être plus forts ou plus faibles selon le rythme effectif de leur mise en œuvre.
- L'évolution des **marchés financiers** : la hausse des taux longs américains pourrait s'amplifier et se propager à la zone euro. Cette hausse pourrait entraîner d'importantes réallocations d'actifs, de la volatilité sur certains segments des marchés financiers, et des sorties de capitaux des pays émergents. Un durcissement marqué des taux souverains, au vu des niveaux d'endettement public et privé actuels très élevés, pourrait conduire à une consolidation anticipée qui pèserait sur l'activité. Un retournement des marchés actions et immobiliers constituerait un frein à l'activité.
- Les **tensions sur les approvisionnements** et les recrutements. Une hausse plus forte qu'anticipé du prix des matières premières, une aggravation de la pénurie des semi-conducteurs, accentuées par la persistance des goulots d'étranglement dans le fret maritime ou des difficultés de recrutement sur le marché du travail pourraient contraindre l'activité et peser sur le rythme de la reprise et des échanges mondiaux (en particulier pour les pays importateurs nets de matières premières). Certains secteurs industriels (notamment l'automobile et l'électronique) seraient particulièrement contraints par les pénuries des approvisionnements.
- Les **tensions commerciales** : un assouplissement des barrières tarifaires entre les États-Unis et ses partenaires soutiendrait les échanges internationaux.
- Les **risques environnementaux** : la hausse de la fréquence et de l'intensité des événements climatiques extrêmes (canicules, catastrophes naturelles...) pourraient ralentir la reprise.

Certains aléas sont plus spécifiques à certaines zones :

- L'évolution de l'épargne des ménages dans les économies avancées reste incertaine. Une épargne importante a été constituée pendant la crise. Le rythme de sa consommation et les comportements futurs d'épargne des ménages influenceront sur le rythme de la reprise.
- Après le *Brexit*, de nombreuses incertitudes persistent quant à la réorganisation de l'économie britannique et l'impact de la sortie de l'UE sur la croissance à moyen terme. La réorganisation des flux commerciaux entre le Royaume-Uni et ses partenaires européens, ainsi que les difficultés de

recrutement dans certains secteurs, pourraient affecter l'activité à court terme et la productivité à plus long terme.

- Les économies émergentes ont affiché des capacités de rebond encourageantes, grâce à la mise en place de plans de soutien budgétaire et monétaire inédits. Cependant, les risques liés aux niveaux d'endettement se sont accrus et les contraintes extérieures pesant sur l'autonomie des politiques monétaires (pressions sur les taux de changes) demeurent élevées, en particulier en cas de remontée des taux d'intérêt dans les économies avancées.

Éditeur :

Ministère de l'Économie,
des Finances,
et de la Relance
Direction générale du Trésor
139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

Directeur de la Publication :

Agnès Bénassy-Quéré

Rédacteur en chef :

Jean-Luc Schneider
(01 44 87 18 51)
tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

Mise en page :

Maryse Dos Santos
ISSN 1777-8050
eISSN 2417-9620

Derniers numéros parus

Juin 2021

N° 287 Compétences et réallocations intersectorielles des emplois après la crise

Mélanie Coueffe

N° 286 Les dispositifs de partage de la valeur en France et en Europe

Cyprien Batut, Chakir Rachiq

Mai 2021

N° 285 Les stratégies nordiques pour le climat

Julien Grosjean, Éric Duédal

N° 284 Les déséquilibres TARGET2 dans la zone euro

Colette Debever, Nicolas Toulemonde

<https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/tags/Tresor-Eco>



Direction générale du Trésor



@DGTrésor

Pour s'abonner à *Trésor-Éco* : tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie, des Finances et de la Relance.