

2. Tour du monde de la situation conjoncturelle



Les États-Unis vers la récession ?

Le rebond de la croissance américaine de l'année 2021 (+5,9 %) s'est soudainement interrompu au premier semestre de l'année 2022 puisque le PIB a reculé au cours des deux trimestres : de 0,4 puis de 0,1 %. Techniquement, les États-Unis seraient donc entrés en récession¹. Pour autant, la situation sur le marché du travail n'a pas subi de dégradations et la demande intérieure est restée bien orientée. Cette contre-performance est-elle un accident qui ne remettra pas en cause les perspectives de croissance ou augure-t-elle d'une récession durable conjuguée à une forte inflation ? Parmi les pays industrialisés, c'est outre-Atlantique que la question de l'inflation s'est d'abord posée. La forte reprise stimulée par les mesures budgétaires prises sous les administrations Trump et Biden a-t-elle conduit l'économie américaine sur la voie de la surchauffe ? Après avoir buté sur des contraintes d'offre en début d'année 2022, l'année 2023 serait marquée par un ralentissement de la demande. La persistance de l'inflation pèserait sur le revenu des ménages et la volonté affichée de la Réserve fédérale de réduire l'inflation freinera également la demande dans un contexte où la politique budgétaire ne serait plus un soutien à l'activité. Après la récession « technique », les États-Unis seront-ils vraiment en récession caractérisée par une baisse de la demande intérieure et une dégradation du marché du travail ?

1. Lorsque le PIB recule sur deux trimestres consécutifs, on considère qu'il y a une récession « technique ». Néanmoins, une analyse plus fine et plus globale de la conjoncture suggère plutôt qu'une récession correspond à « un déclin significatif de l'activité économique dans les différentes branches d'une durée supérieure à quelques mois. Cette baisse significative devrait normalement être présente dans le PIB, l'emploi, la production industrielle, les ventes, des secteurs manufacturier et du commerce ». Cette définition proposée par Burns et Mitchell (1946) est celle qui guide la datation du cycle menée par le NBER aux États-Unis et par le récent comité de datation des cycles économiques en France (voir Aviat, Bec, Diebolt, Doz, Ferrand, Ferrara, ... et Pionnier, 2021, *Les cycles économiques de la France : une datation de référence*, EconomiX-UMR7235, Université Paris Nanterre).

L'étrange récession

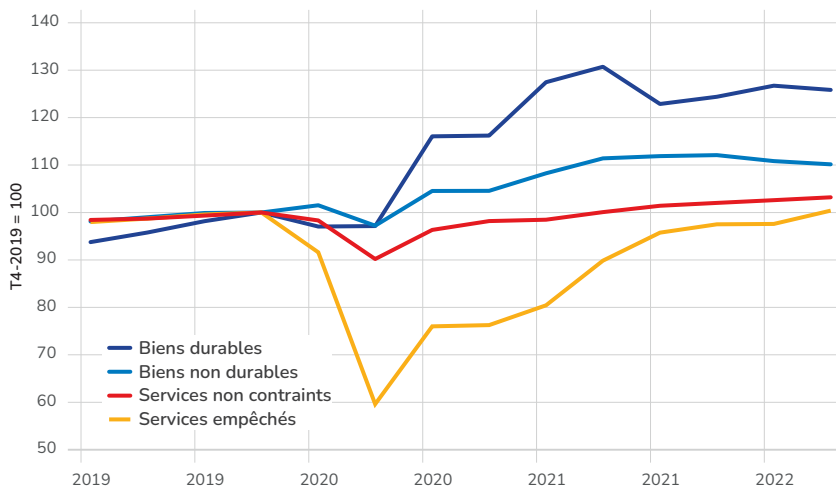
Stimulée par le dynamisme de la consommation qui a augmenté de 8,3 % en 2021, le niveau du PIB se situait 3,5 % au-dessus de celui observé en fin d'année 2019. Alors que la consommation de services « empêchés » peinait à rattraper le niveau pré-Covid, la consommation de biens durables était 30 % au-dessus au deuxième trimestre 2021 (graphique 1). La situation sanitaire a en effet détourné les ménages de la consommation de certains services nécessitant des interactions physiques qui ont reporté en partie leur consommation sur des achats de biens durables comme les voitures ou les équipements du foyer d'autant plus que ces dépenses furent soutenues par les chèques envoyés aux ménages en 2020 et 2021².

Sur le marché du travail, le taux de chômage poursuivait une baisse rapide amorcée depuis mai 2021. Il s'élevait à 3,9 % de la population active en décembre. Cette reprise alimentait le débat sur un risque de surchauffe de l'économie américaine en raison de l'intensification des contraintes d'approvisionnement tout au long de l'année et des tensions sur le marché du travail, illustrées par le mouvement Grande démission³. En novembre 2021, selon le *Bureau of Labor Statistics*, le taux de démission dans le secteur privé s'élevait à 3,4 %, soit le niveau le plus élevé depuis 2001. Cette situation a eu pour corollaire une hausse de l'inflation qui est passée de 1,4 % en début d'année à 5,8 % en décembre 2021. Cette augmentation des prix n'était pas uniquement liée à celle de l'énergie puisque l'inflation sous-jacente atteignait 4,9 %. Par ailleurs, le boom de la consommation des ménages s'est traduit par une forte augmentation des importations. Sur l'ensemble de l'année 2021, elles ont progressé de 14,1 %, contre 6,1 % pour les exportations si bien que le commerce extérieur a contribué négativement à la croissance : -1,7 point contre une contribution positive de 7,1 points de la demande intérieure (dont 5,7 points pour celle de la consommation des ménages).

2. En 2020, chaque individu, dont le revenu était inférieur à 75 000 dollars, a en effet touché 1 200 dollars auxquels pouvaient s'ajouter 500 dollars par enfant à charge. En 2021, ce chèque s'est élevé à 2 000 dollars et autant par enfant à charge.

3. Sur l'indicateur de contraintes d'approvisionnement, voir M. Davin, 2022, « Évaluation du choc d'approvisionnement », *Revue de l'OFCE*, n° 177, p. 101-115.

Graphique 1. La consommation américaine en biens et services en volume



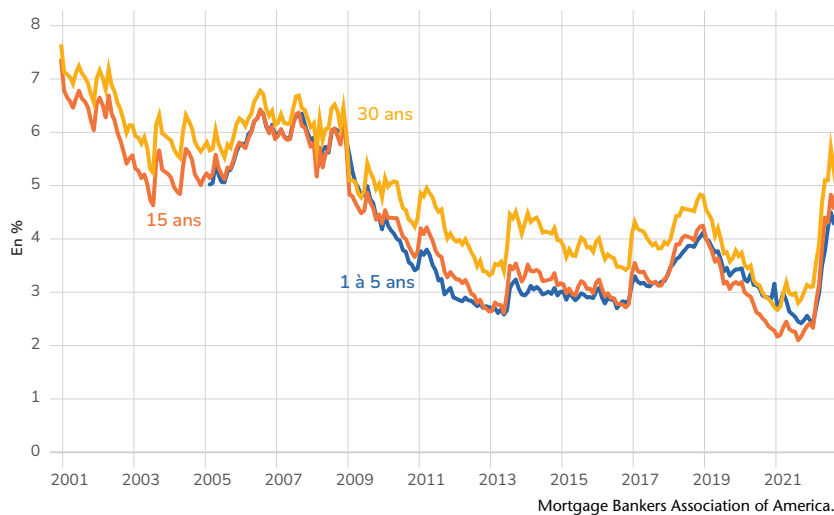
Les services dits « empêchés » correspondent aux services de transports, aux services de loisirs et à l'hôtellerie-restauration. BEA (tableau NIPA 156).

De fait, c'est par le commerce extérieur qu'est venu le recul du PIB du premier trimestre 2022. Les importations ont augmenté de 4,3 % tandis que les exportations diminuaient. Même si les principales composantes de la demande intérieure ont progressé sur des rythmes proches de ceux de la fin d'année 2021, cela n'a pas été suffisant et le PIB a donc reculé de 0,4 %. Au deuxième trimestre, la contribution du commerce extérieur est certes redevenue positive (+0,3 point) mais ce sont les stocks qui ont cette fois-ci contribué au recul du PIB. Néanmoins, la demande intérieure hors stocks a été moins porteuse, à la fois parce que la consommation des ménages a légèrement marqué le pas mais surtout parce que l'investissement a baissé : il a été tiré vers le bas par l'investissement résidentiel (-4,8 % au deuxième trimestre) et public (-1,4 % au deuxième trimestre), en baisse depuis trois trimestres. La consommation de biens a baissé probablement parce qu'elle a en partie buté sur les contraintes d'offre mais aussi parce que les ménages avaient déjà dépensé une partie de la manne reçue pendant la crise sanitaire⁴. Quant aux dépenses d'investissement résidentiel, elles ont pu être freinées par la remontée des taux. En effet,

4. Les achats de voitures et les contraintes d'approvisionnement – notamment de semi-conducteurs – auxquelles ce secteur a fait face ont fait bondir les prix. Ainsi, janvier 2022, le déflateur de prix à la consommation des voitures neuves augmentait de plus de 12,5 % et celui des voitures d'occasion de 60 %.

entre août 2021 et septembre 2022, les taux sur les crédits hypothécaires ont augmenté entre 2 et 3 points, retrouvant des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis 2009 (graphique 2).

Graphique 2. Taux des crédits immobiliers aux États-Unis

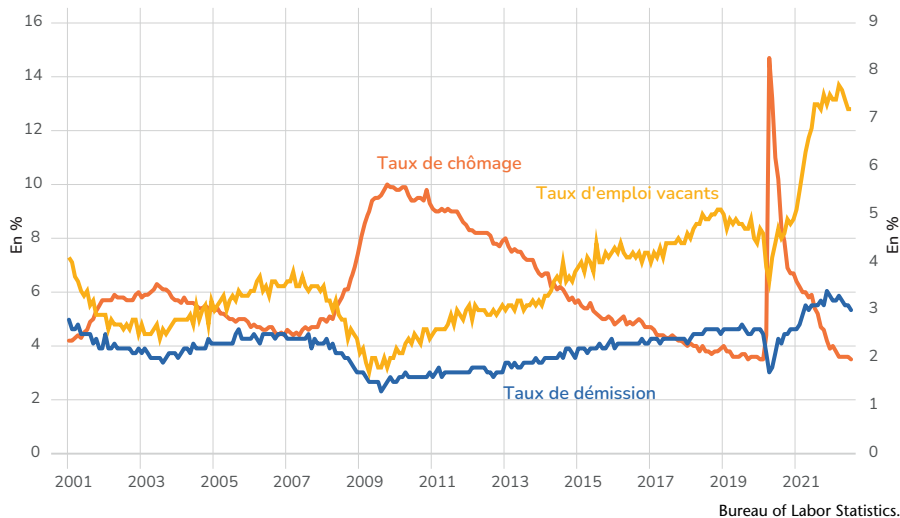


Malgré la baisse du PIB l'emploi a continué à progresser (+1,7 % au premier trimestre et +0,3 % au deuxième) et le chômage à baisser retrouvant le point bas de 3,6 % observé en fin d'année 2019. L'analyse des chiffres mensuels nuance un peu l'image d'une baisse du PIB qui serait sans incidence sur le marché du travail puisque le taux de chômage a stagné entre mars et juin et a augmenté de 0,2 point au mois d'août. Le marché du travail reste caractérisé par une situation contrastée où les tensions demeurent élevées comme en témoignent les taux de démission ou d'emplois vacants (graphique 3). Notons cependant que le taux d'emploi se situe un point en-dessous du niveau de fin 2019, reflétant la baisse du taux d'activité de 0,9 point, avec une baisse particulièrement marquée chez les 55 ans et plus dont le taux d'activité a baissé de 1,7 point depuis le début de la crise de la Covid tandis que celui des 35-44 ans a diminué de 0,4 point⁵.

5. Notons cependant que du point de vue de la population active, les retraits les plus importants sont observés dans la tranche des 25 à 34 ans puisqu'elle compte 645 000 personnes en moins sur le marché du travail, ce qui représente une baisse de 0,4 point du taux d'activité de cette tranche d'âge.

La conséquence de ces évolutions de l'emploi total et de l'activité depuis fin 2019 est que la productivité par tête a fortement augmenté : 1,1 % par trimestre en moyenne entre le deuxième trimestre 2020 et le quatrième trimestre 2021 contre une hausse de 0,4 % en moyenne trimestrielle sur la période 2017-2019⁶. La situation s'est renversée au premier semestre 2022 puisque la baisse du PIB ne s'est pas traduite par une baisse de l'emploi mais par celle record de la productivité par tête⁷. Ce faisant, le cycle de productivité pourrait s'être refermé si bien que les entreprises pourraient être amenées à ajuster plus rapidement l'emploi si le ralentissement du premier semestre venait à se poursuivre. Malgré la baisse du PIB, l'économie américaine ne serait pas – ou tout du moins pas encore – en récession. Outre la résistance de l'emploi, la production industrielle et les ventes de détail n'ont pas fléchi au cours du premier semestre. Pour autant les signes d'un ralentissement se confirment. Les enquêtes de confiance auprès des ménages ou des entreprises se sont nettement retournées depuis les points hauts de l'été 2021.

Graphique 3. Indicateurs de tensions sur le marché du travail américain



6. Les écarts sont moindres si l'on raisonne sur la productivité horaire qui a augmenté de 0,4 % en moyenne trimestrielle entre 2017 et 2019 et 0,6 % de mi-2020 à fin 2021.

7. Voir <https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/record-us-productivity-slump-first-half-2022-risks-higher>.

Stagflation ou ...

Dans ces conditions, les contre-performances du premier semestre pourraient surtout être les conséquences d'une surchauffe de l'économie qui pousse les prix à la hausse et se traduit par une dégradation du commerce extérieur. Le taux de pénétration des importations sur la demande intérieure hors stocks a gagné près de 4 points en deux ans. Dans le même temps, le dollar s'est apprécié en termes réels reflétant un épisode inflationniste qui a débuté plus tôt aux États-Unis et surtout une accélération des coûts salariaux puisque selon l'indicateur du FMI, le taux de change réel déflaté par les coûts salariaux unitaires a augmenté plus fortement que celui déflaté par les prix à la consommation⁸.

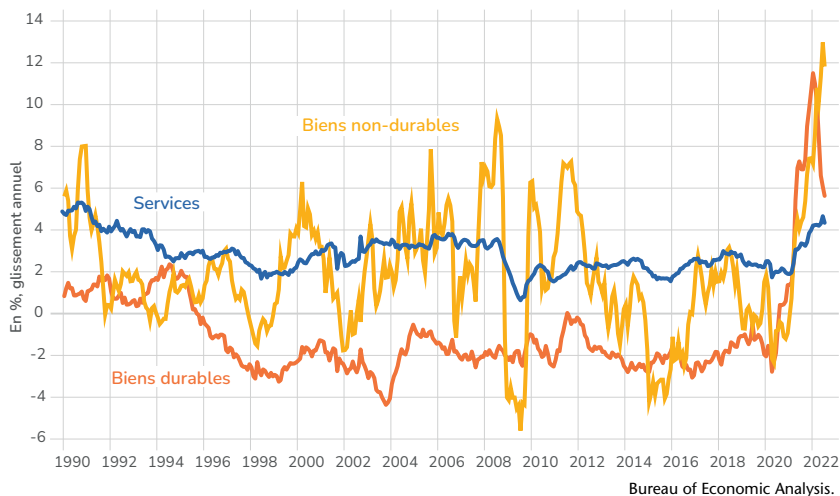
Au cours du premier semestre, l'inflation a poursuivi sur sa tendance haussière pour atteindre 6,4 % en moyenne⁹. Si l'énergie y contribue positivement, le sous-jacent témoigne de tensions inflationnistes qui se sont largement diffusées. Au premier trimestre 2022, le sous-jacent augmentait de 5,2 % même si on peut noter quelques signes de ralentissement au deuxième trimestre mais à un niveau toujours élevé (4,8 %). Les tensions les plus fortes se manifestent pour le prix des biens. Mais dans les services, les prix augmentaient cependant de 4,7 % en juin (graphique 4), tirés notamment par les prix des services liés au logement et aux services de transports.

Enfin côté salaires, les ingrédients sont réunis – tensions sur le marché du travail et choc d'inflation – pour pousser les rémunérations à la hausse. Ces éléments sont d'ailleurs confirmés par les enquêtes sur les coûts horaires du travail ainsi que par la progression du salaire horaire par tête. En tenant compte de la structure du marché du travail, la hausse en glissement annuel serait de 5,2 % au deuxième trimestre 2022 contre 2,5 % fin 2020 et 3 % fin 2019, période caractérisée par un taux de chômage équivalent. Selon les indicateurs de salaire et de prix retenus, l'évolution du salaire réel indique soit une stabilité soit une baisse du pouvoir d'achat des salariés. Il est par ailleurs probable que ces hausses soient hétérogènes selon les secteurs d'activité et au sein même des secteurs si bien que de nombreux salariés se trouvent très certainement exposés au choc sur l'énergie.

8. Entre fin 2020 et juillet 2022, l'appréciation réelle est 13,6 % avec un indicateur basé sur les prix à la consommation et de 20 % avec l'indicateur calculé sur les coûts salariaux unitaires.

9. Mesurée par l'indice des prix à la consommation, elle dépasse même 8 % en moyenne sur le semestre avec un pic à 9 % en juin.

Graphique 4. Principales composantes du déflateur de la consommation aux États-Unis



... Récession ?

Même si le prix de l'énergie a moins augmenté outre-Atlantique qu'en Europe en raison de l'écart entre les prix du gaz sur les marchés américain et européen, il n'en demeure pas moins que le choc énergie se répercute également sur le budget des ménages américains¹⁰. Leur facture énergétique – mesurée par la consommation en valeur d'essence et autres produits énergétiques – a augmenté de près de 180 milliards de dollars entre 2019 et le deuxième trimestre 2022¹¹. Avec le maintien des prix de l'énergie à un niveau élevé, la facture énergétique continuera à grever le budget des ménages en 2022 et 2023, ce qui devrait se traduire par un ajustement de la consommation d'autres biens et services. Alors qu'elle avait augmenté de 8,3 % en 2021, la consommation totale des ménages progresserait seulement de 2,6 % en 2022 et de 1,2 % en 2023 avec un ralentissement trimestriel prononcé au deuxième semestre 2022 et au premier trimestre 2023. Cette dynamique refléterait l'évolution du revenu disponible brut réel qui diminuerait de 5,3 % en 2022. Pour 2022, la baisse s'explique non seulement par l'inflation mais aussi par l'arrêt des transferts dont avaient bénéficié les ménages en 2020 et 2021, se traduisant par la stabilité du

10. La hausse est de 134 % entre la moyenne annuelle de 2019 et celle du premier semestre 2022 sur le marché américain contre +584 % sur la même période pour le prix du TTF.

11. Mesurée en volume, cette consommation a baissé de 30 milliards. La hausse résulte donc bien d'une augmentation des prix.

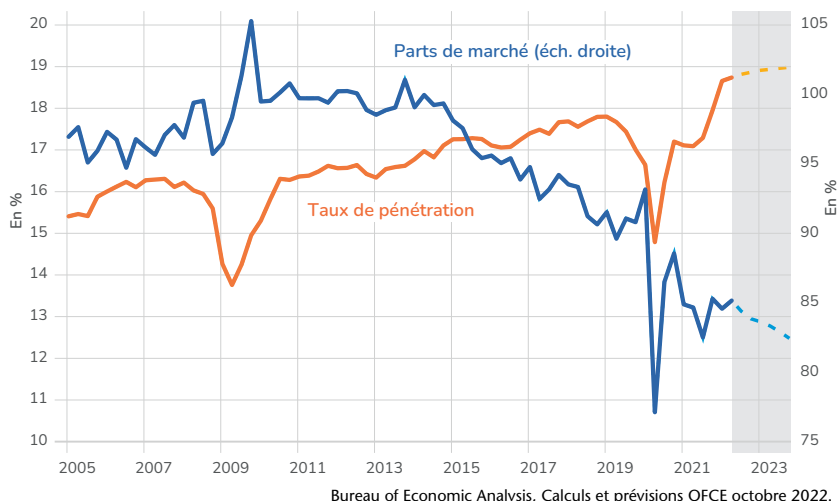
revenu disponible nominal. En 2023, le revenu disponible serait plus dynamique. Il serait surtout soutenu par les salaires puisque l'emploi total baisserait très légèrement. En termes réels, le revenu disponible ne progresserait que de 0,4 % et les ménages puiseraient une partie de la sur-épargne cumulée en 2020 et 2021 pour consommer. Celle-ci a déjà diminué au premier semestre mais s'élevait encore à 13,7 % (soit 2 220 milliards de dollars) du revenu disponible de 2019 au deuxième trimestre 2022. En 2019, le taux d'épargne était de 7,7 %. Il est monté à 16,4 % en 2020 et repasserait sous le niveau de 2019 en 2022 et 2023 : 4,8 % et 3,5 %. Enfin, après avoir fortement chuté au deuxième trimestre 2022, l'investissement résidentiel continuerait de baisser jusqu'en fin d'année avant de se redresser légèrement en 2023.

Ce choc énergie pour les ménages pourrait cependant être au moins partiellement compensé par des effets positifs dans la mesure où les États-Unis sont producteurs à la fois de pétrole et de gaz. La hausse des prix pourrait notamment stimuler l'investissement et améliorer la balance commerciale. Selon le modèle FRB/US de la Réserve fédérale, un choc sur le prix du pétrole de 30 dollars, ce qui correspond à l'écart entre le prix du pétrole en 2021 et notre hypothèse pour 2022, se traduirait par une perte de PIB de 0,1 point la première année. Si nous considérons également qu'à ce choc s'ajoute celui sur le prix du gaz, nous évaluons la perte d'activité liée au choc énergie à 0,2 point en 2022 et 0,1 point en 2023. Notons qu'au deuxième trimestre 2022, l'investissement – en volume – dans l'exploration minière et les puits de pétrole a presque doublé entre le troisième trimestre 2020 et le deuxième trimestre 2022, passant de 57 à 100 milliards de dollars, mais il se situe néanmoins 20 % en-dessous du niveau de l'année 2019.

Par ailleurs, le commerce extérieur continuerait à peser sur la croissance mais de façon moins prononcée qu'en 2021 et au premier semestre 2022. La contribution serait toujours négative mais seulement de -0,1 point sur les six prochains trimestres contre une moyenne de -0,3 point lors des six trimestres précédents. Le taux de pénétration serait effectivement beaucoup moins dynamique du fait du ralentissement de la demande interne (graphique 5). Les exportations seraient également freinées en fin d'année 2022 en lien avec la demande mondiale et dans une moindre mesure du fait de l'appréciation du dollar qui se traduirait par une perte de parts de marché et une stabilité du ratio des exportations sur PIB. Il en résulterait une très faible croissance au deuxième semestre 2022 et au premier trimestre 2023 : 0,1 % en rythme trimestriel si bien que pour l'ensemble de l'année

2022, le PIB américain augmenterait de 1,6 % après avoir crû de 5,9 % en 2021. Les États-Unis échapperaient donc à la récession même si l'emploi n'est pas épargné par ce ralentissement. Il en résulterait une augmentation du taux de chômage à partir de la fin de l'année 2022.

Graphique 5. Taux de pénétration et parts de marché à l'exportation aux États-Unis

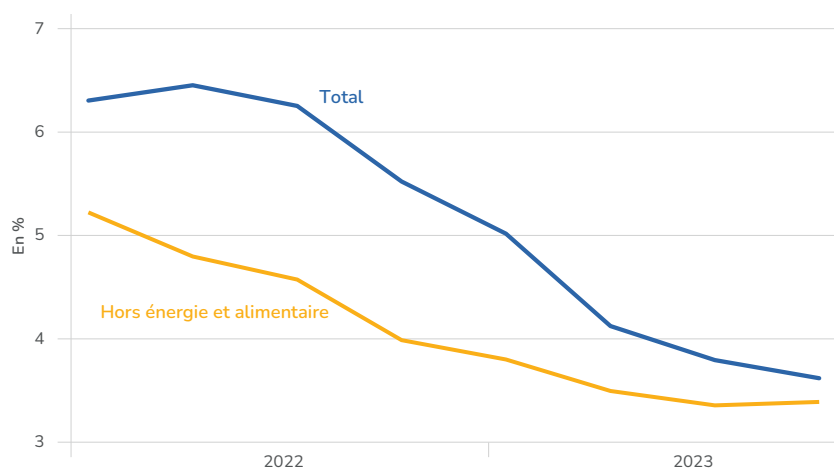


Politiques économiques : du soutien au frein à l'activité

Alors qu'en 2020 et 2021, les politiques budgétaire et monétaire étaient expansionnistes, l'année 2022 marque un changement de cap global de la politique économique. Du côté monétaire, la Réserve fédérale a amorcé un cycle de hausse de taux motivé par la volonté de ramener l'inflation vers 2 %. Après une première hausse d'un quart de point en mars, la banque centrale a décidé d'accélérer le rythme en procédant à trois hausses successives de trois quarts de point lors des réunions de juin, juillet et septembre. Nous anticipons que ce mouvement se poursuivra jusqu'à ce que les taux se stabilisent à 4,5 %. Pour autant, l'inflation – mesurée par le déflateur de la consommation – ne sera toujours pas revenue à 2 %. Pour 2023, l'inflation annuelle serait légèrement supérieure à 4 % même si la baisse se poursuit tout au long de l'année et atteint 3,6 % en fin d'année. Ce choc de taux, ajusté des anticipations d'inflation des ménages, se traduirait par une croissance amputée de 0,4 point en 2022 et 0,8 en 2023. L'effet pourrait cependant être plus négatif si la Réserve fédérale tente à tout prix de ramener l'inflation à 2 %. Sous l'hypothèse de stabilité des prix de l'énergie, la

composante énergie de l'inflation atténuera mécaniquement les tensions qui convergera vers le sous-jacent. Dit autrement, l'inflation sous-jacente contribuera peu à la baisse de l'inflation en 2023 et s'établirait à 3,4 % en fin d'année (graphique 6). La cible d'inflation de 2 % en moyenne suggère que la Réserve fédérale pourrait tolérer une inflation supérieure à cette cible, notamment si les anticipations d'inflation restent proches de la cible. Parallèlement, la hausse du chômage qui augmenterait de 0,9 point en moyenne annuelle entre 2022 et 2023 pourrait aussi porter l'attention de la banque centrale à la deuxième branche du double mandat de la banque centrale. L'orientation de la politique monétaire fin 2023 dépendra sans aucun doute des anticipations d'inflation pour 2024. Si la baisse de l'inflation se poursuit, le resserrement ne sera pas amplifié.

Graphique 6. Inflation aux États-Unis



Bureau of Economic Analysis, Calculs et prévisions OFCE octobre 2022.

En 2022, la politique budgétaire américaine est essentiellement marquée par la fin des dispositifs qui ont été mis en place en 2020 et prolongés en 2021 après l'adoption de l'*American Rescue Plan* de mars 2021. Le vote du premier budget Biden en fin d'année 2021 (*Build back better*) modifie assez peu l'impulsion budgétaire négative pour 2022 puisque le plan a été bien moins ambitieux, tant sur le plan des dépenses que des recettes, que ce qui avait été annoncé dans le projet initial en raison du blocage d'un député démocrate. Pour autant, un nouveau plan a été adopté par le Congrès : l'*Inflation Reduction Act*. Bien que son intitulé suggère qu'il s'agit de mesures pour lutter contre

l'inflation, le plan ne prévoit pas d'aides aux ménages sous forme de chèque énergie ou de mesures de blocage des prix. Il constitue surtout la continuité du *Build Back Better* et vise plutôt à favoriser la transition énergétique puisqu'il intègre des réductions d'impôts aux ménages qui font l'acquisition d'équipements permettant de réduire la consommation d'énergie. Le coût estimé de ces aides serait de 369 Mds de dollars, soit 1,5 point de PIB, mais ces mesures sont prévues sur plusieurs années. Globalement l'impulsion budgétaire serait très négative 2022 reflétant le non-renouvellement des aides d'urgence prises pendant la crise sanitaire. En 2023 et en tenant compte de l'*Inflation Reduction Act*, l'impulsion serait de - 3,1 points de PIB, ce qui permettrait de poursuivre la réduction des déficits et de la dette publique. Malgré le ralentissement, la progression du déflateur du PIB de 7,1 % en 2022 et 4,5 % en 2023 contribuera également à cette baisse de la dette fédérale qui passerait de 133 % du PIB en 2020 à 115 % en 2023.

Allemagne : un modèle remis en question

Après une croissance du PIB de 0,8 % au premier trimestre, l'économie allemande connaît un fort ralentissement depuis le deuxième trimestre 2022. Le ralentissement conjoncturel est surtout lié à une contribution négative du commerce extérieur due à des pertes de parts de marché (-0,6 point au deuxième trimestre 2022) ainsi qu'à la baisse de l'investissement des entreprises. Au premier semestre, c'est essentiellement la consommation privée qui a soutenu la croissance grâce à la baisse marquée du taux d'épargne ; cela a permis la progression de la valeur ajoutée dans le secteur des services (information et communication, activités financières, services aux entreprises) à l'exception des services aux ménages. Le taux d'épargne atteint ainsi 10,8 % du revenu disponible brut au deuxième trimestre 2022, soit une baisse de 8,5 points par rapport au premier trimestre de 2021, et un quasi-retour au niveau pré-Covid¹². En revanche, la valeur ajoutée de l'industrie manufacturière stagne depuis fin 2020 ; elle se situe toujours 5 % en dessous de son niveau pré-Covid, en raison des difficultés persistantes d'approvisionnement en matières premières et produits intermédiaires ainsi que des prix élevés et du ralentissement économique mondial.

12. Le taux d'épargne atteignait 10,6 % en moyenne sur la période 2015-2019.

Sous l'effet de la baisse de la demande intérieure, l'économie allemande pourrait tomber en récession dès le quatrième trimestre 2022. La récession se poursuivrait début 2023, avec une baisse du PIB de 0,4 % au premier trimestre, avant un retour de la croissance mi-2023. Au total, le PIB reculerait de 0,5 point sur l'ensemble de l'année 2023. Le facteur déterminant devrait être un recul de la consommation privée, avec un taux d'inflation – mesuré par l'indice des prix à la consommation (IPC) – qui devrait culminer au quatrième trimestre 2022. Les revenus réels des ménages diminueraient donc fortement et le pouvoir d'achat baisserait sensiblement. Les mesures prises par le gouvernement fédéral dans le cadre des trois paquets d'allègement ne compenseraient que partiellement le choc inflationniste. Le taux d'inflation s'élèvera en moyenne à 4,7 % en 2023. Dans le sillage du ralentissement conjoncturel, et malgré une quasi-stagnation de la productivité du travail, l'emploi reculerait en 2023 avec la perte de 200 000 emplois. Le déficit public atteindrait 1,6 % du PIB en 2022 et se creuserait à 2 % du PIB en 2023.

L'essoufflement de la croissance allemande, conjoncturel de prime abord, révèle en réalité une fragilité structurelle du modèle allemand, notamment dans son *mix* énergétique. La compétitivité de l'industrie allemande était fondée sur plusieurs éléments, notamment l'approvisionnement en gaz naturel russe à bon marché ainsi qu'un bon positionnement à l'export vers les marchés émergents. Or, ces deux atouts vacillent : les sanctions envers la Russie ont tari les flux gaziers et conduit à l'explosion du prix du gaz. Par ailleurs, l'Allemagne pâtit du ralentissement de certaines économies émergentes, notamment la Chine¹³, mais également les pays d'Europe centrale et orientale et les pays de la CEI. Au-delà de la conjoncture, la crise ukrainienne pose donc la question de la remise en question du modèle allemand.

Faute de précisions suffisantes sur la taille et les modalités du bouclier tarifaire annoncé par le gouvernement allemand le 30 septembre 2022, notre scénario central ne l'intègre pas ce bouclier dans nos prévisions de croissance. On peut néanmoins réaliser un exercice théorique en supposant que le gouvernement valide le bouclier tarifaire présenté par le Conseil des experts allemands (document intermédiaire du 10 octobre 2022) sur le gaz et l'électricité de 90 milliards d'euros. Hors bouclier tarifaire, le prix du gaz pour les ménages attein-

13. 7,5 % des exportations allemandes sont destinées à la Chine et 16,2 % sont destinées aux pays d'Europe centrale et orientale et à la CEI.

draît en moyenne 17,72 c€/kWh (17,12 c€ pour les entreprises) et le prix de l'électricité pour les ménages atteindrait 36,47 c€/kWh. On suppose un bouclier tarifaire fixé à 12 c€ pour le tarif du gaz TTC (ménages et entreprises) et 20 c€ pour l'électricité consommée par les ménages, avec une mise en place en janvier 2023¹⁴, ce qui représente un total de 90 milliards d'euros en 2023. Sous ces hypothèses, l'IPC atteindrait 3,3 % en moyenne en 2023 contre 4,7 % dans notre scénario central. Le revenu disponible réel ne baisserait plus que de 1,1 % en 2023 (contre 2,9 % dans notre scénario central), la consommation ne baisserait que de 1,1 % (contre 2 % dans le scénario central) et le taux d'épargne atteindrait 10,4 % en 2023. L'investissement des entreprises serait également plus dynamique, ce qui conduirait *in fine* à une croissance du PIB de 0,3 % en 2023.

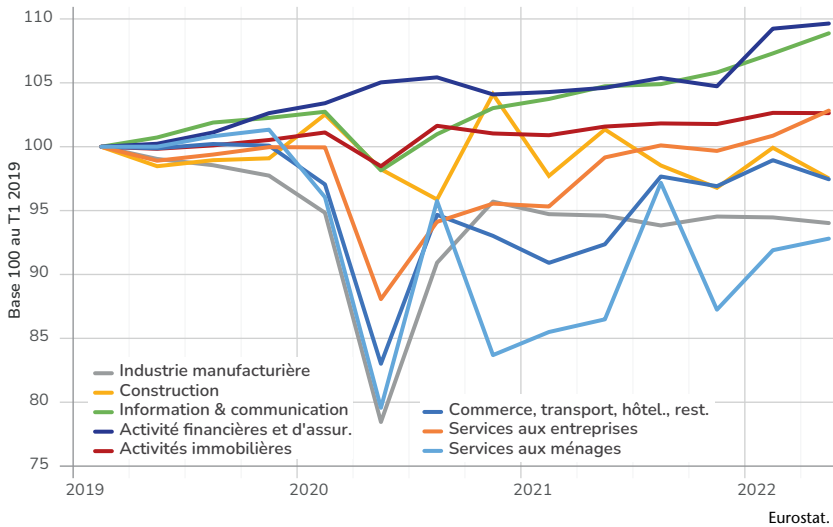
Premier semestre 2022 : un rebond de la croissance suivi d'un ralentissement

Après une progression du PIB de 0,8 % au premier trimestre 2022, l'économie allemande a fortement ralenti au deuxième trimestre 2022 (+0,2 %), retrouvant à peine son niveau d'avant-crise.

À l'exception des services aux ménages, on observe un découplage de la croissance au deuxième trimestre 2022 (graphique 7) entre l'industrie et les services. Globalement, la situation s'améliore dans les services marchands, en particulier dans les secteurs de l'information et de la communication, des activités financières et de l'assurance, des activités immobilières et des services aux entreprises. L'industrie manufacturière, en revanche, n'a pas pu exploiter les carnets de commandes bien remplis en raison des goulets d'étranglement dans l'approvisionnement de certains biens intermédiaires. Certains secteurs sont particulièrement affectés et affichent encore des niveaux de production industrielle inférieurs à leur niveau pré-Covid en août 2022 : 15,9 % dans le textile-habillement, 12,7 % dans l'automobile et les matériels de transport, 12,4 % dans la fabrication des articles en bois, 9,1 % dans le papier, le carton et l'imprimerie, 8,2 % dans la réparation et l'installation des machines. En revanche, les fabricants d'ordinateurs, de produits électroniques et optiques ont enregistré une croissance significative de leur production. Le taux d'utilisation des capacités est néanmoins élevé (85,3 % au troisième trimestre 2022), supérieur à sa moyenne historique de 84 % sur 2000-2019.

14. Les données de consommation sont issues de la *Bundesverband der Energie- und Wasserwirtschaft* (BDEW).

Graphique 7. Évolution de la valeur ajoutée allemande, T1 2019- T2 2022



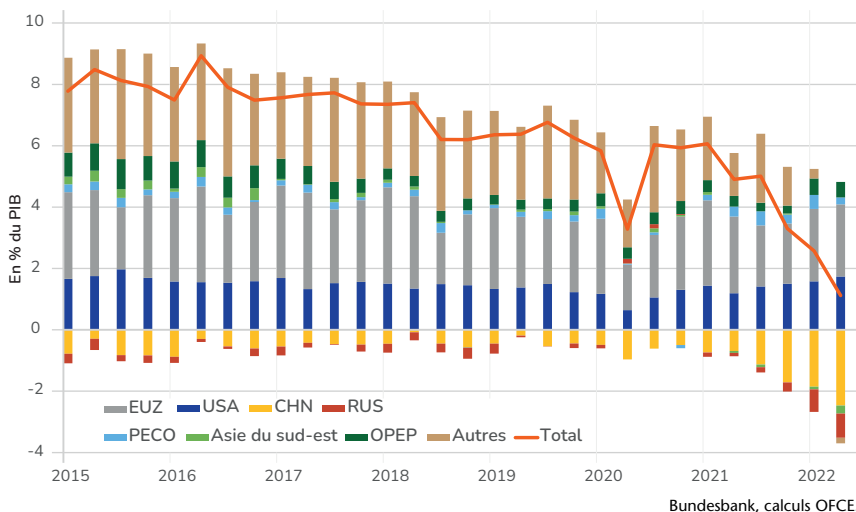
La FBCF privée, qui est toujours en-deçà de leur niveau pré-crise (-2 % au deuxième trimestre 2022), s'est repliée au deuxième trimestre 2022 en raison de la baisse de l'investissement public et de l'investissement en logement. La FBCF en construction est particulièrement affectée, avec un recul de 3,4 % au deuxième trimestre, en raison de l'augmentation des coûts de financement et de la baisse du revenu disponible des ménages. De plus, les coûts de la construction ont massivement augmenté. Ainsi, au deuxième trimestre 2022, le déflateur des investissements dans la construction a augmenté de 7,2 % par rapport au premier trimestre ; par rapport à 2021, il a augmenté de près de 20 %.

Bien qu'étant également en-deçà de son niveau pré-crise (-1,6 % au deuxième trimestre 2022), la consommation privée a progressé au premier semestre, au prix d'une forte baisse du taux d'épargne, qui a retrouvé son niveau d'avant-Covid. En revanche, on n'observe pas encore de consommation de la sur-épargne Covid ; cette dernière atteint 240 milliards d'euros cumulés au deuxième trimestre 2022.

Par ailleurs, la contribution du commerce extérieur à la croissance du PIB a été largement négative au premier semestre 2022, en raison des conséquences de la pandémie et de la guerre en Ukraine. Le solde commercial a fondu, passant de 5,9 % du PIB au premier trimestre 2021 à 1 % du PIB au deuxième trimestre 2022. Les exportations n'ont

augmenté que modérément au deuxième trimestre 2022 et n'ont pas compensé le recul enregistré en début d'année. Les problèmes d'approvisionnement qui freinent la production dans l'industrie manufacturière continuent de contribuer à la faible évolution des exportations. Les sanctions et le retrait volontaire des entreprises allemandes ont eu un impact significatif sur le commerce extérieur avec la Russie (graphique 8). Entre mars et juin 2022, les exportations nominales vers la Russie¹⁵ ont été inférieures de 55 % à leur niveau de l'année précédente, avec une chute marquée des exportations de produits automobiles, de matériel informatique et d'équipements électriques. Par ailleurs, le ralentissement de la croissance chinoise a largement dégradé la balance bilatérale avec la Chine, qui atteint -2,5 % du PIB allemand. Contrairement aux exportations, les importations ont augmenté assez fortement car la demande de biens d'investissement et de biens intermédiaires s'est sensiblement redressée. Par ailleurs, l'envolée des prix de l'énergie a largement renchéri le montant nominal des exportations. Depuis le début de la guerre, les importations nominales en provenance de Russie ont augmenté d'environ 42 % par rapport à 2021, notamment en raison de la hausse des prix des matières premières, même si les quantités importées ont nettement diminué.

Graphique 8. Balance commerciale allemande, 2015T1-2022T2



15. Au total, la part de la Russie dans les exportations de marchandises, qui était déjà inférieure à 2 % depuis 2020, a encore diminué de moitié depuis le début de la guerre.

Sur le marché du travail, le nombre de personnes en chômage partiel a continué de baisser pour atteindre 99 235 emplois en juin 2022. À titre de comparaison, au plus fort de la crise Covid en avril 2020, le chômage partiel avait concerné 6 millions de personnes, la moyenne sur 2015-2019 étant de 40 000 personnes. L'emploi a continué à progresser sous l'effet de la hausse de l'emploi salarié (+1,8 % au deuxième trimestre 2022, en glissement annuel), alors que l'emploi indépendant continue à décroître depuis 10 ans de 0,4 % par trimestre en moyenne.

Les taux d'inflation actuels sont historiquement élevés. En août, l'IPC a atteint 8,8 % en glissement annuel, avec une contribution de 4,3 points liée à l'explosion des prix de l'énergie (+36 % en glissement annuel) et une contribution de 2,2 points liée à la forte hausse des prix alimentaires (+12,9 % en glissement annuel). La hausse de l'IPC sous-jacent reste pour l'heure contenue grâce à une augmentation contenue des salaires nominaux, ce qui limite l'enclenchement d'une boucle prix-salaires.

Fin 2022 - début 2023 : une récession quasi-inévitable

L'économie allemande devrait plonger dans la récession en fin d'année 2022. Rogné par la forte progression des prix à la consommation, le revenu des ménages ne permettrait pas de soutenir la consommation qui reculerait malgré la baisse du taux d'épargne. Sous l'hypothèse d'une stabilité du taux de pénétration¹⁶ qui entraîne un recul des importations, le commerce extérieur devrait contribuer positivement à la croissance du PIB malgré la faiblesse des exportations et la perte des parts de marché allemandes. Notre scénario repose par ailleurs sur l'hypothèse d'une baisse du taux d'épargne au deuxième semestre 2022 et en 2023 : il passerait ainsi de 10,8 % au deuxième trimestre 2022 à 9,4 % au quatrième trimestre 2022 et 9,4 % en moyenne sur 2023. Nous faisons donc l'hypothèse d'une utilisation partielle de l'épargne accumulée au cours de la crise de la Covid, avec un taux d'épargne inférieur d'1,2 point à sa moyenne 2015-2019.

L'évolution du PIB est la résultante des différents chocs qui touchent l'Allemagne en 2022 et 2023 et écartent le PIB de sa trajectoire spontanée (tableau 1). La croissance spontanée en 2022 correspond à la croissance hors choc, égale au potentiel (1,2 %) et à la fermeture de

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

l'écart de production¹⁷. Les chocs énergétiques amputerait la croissance du PIB de 1,9 point en 2022 et de 3,2 points en 2023, et ne seraient que très partiellement compensés par l'impulsion budgétaire positive liée aux mesures relatives à l'énergie. Le choc d'incertitude géopolitique aurait un impact fort en 2022 (-1,3 point) et atténué en 2023, *i.e.* entre -0,1 point (si les tensions géopolitiques s'apaisent fin 2022) et -0,7 point (si les tensions géopolitiques perdurent jusqu'à fin 2023). Nous faisons une hypothèse « moyenne » en supposant que les tensions géopolitiques restent au même niveau jusqu'à la fin du premier trimestre 2023. En revanche, le choc d'approvisionnement disparaîtrait en fin d'année 2022 et apporterait une contribution légèrement positive à la croissance en 2023. Le durcissement de la politique monétaire amputerait la croissance de 0,3 point en 2023.

Malgré les mesures budgétaires liées à l'énergie, le revenu disponible réel des ménages se dégraderait en 2022 et encore plus fortement en 2023 (-1,3 % puis -2,9 %), rongé par l'inflation. En conséquence et malgré la baisse du taux d'épargne qui resterait autour de 9,4 % en 2023, soit un point en dessous de sa moyenne, la consommation se contracterait fortement pendant l'hiver 2022-2023. Après une année 2021 marquée par une augmentation historiquement basse des salaires conventionnels (+1,6 %, soit le niveau le plus bas depuis 2006), les salaires nominaux devraient fortement progresser, mais

Tableau 1. Décomposition des chocs sur la croissance allemande

En points de PIB	2022	2023
Croissance spontanée	5,1	2,4
Révision et nouveaux comptes	-0,9	
Hausse du prix du pétrole	-0,5	-0,8
Hausse du prix du gaz	-1,1	-2,1
Hausse du prix de l'électricité	-0,3	-0,3
Choc d'incertitude géopolitique	-1,3	-0,3
Choc d'approvisionnement	-0,2	0,1
Politique monétaire	0,0	-0,3
Impulsion budgétaire plans d'urgence énergie	1,2	0,7
Autres chocs (commerce extérieur,...)	-0,5	
Prévision octobre 2022	1,6	-0,5

Calculs de l'OFCE., prévisions octobre 2022.

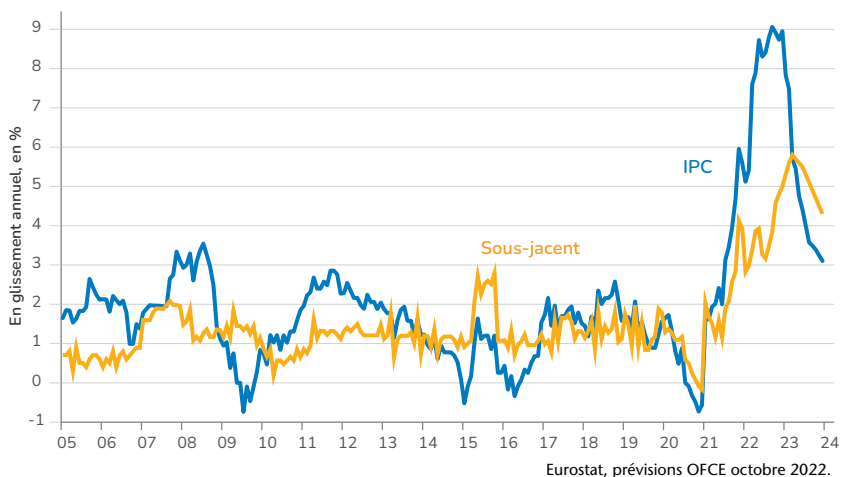
17. En 2022, nous incluons également une composante liée au rattrapage de la croissance après le choc Covid.

moins que la hausse de l'IPC. Pour l'année 2022, les salaires ont déjà largement été négociés. Sur la base de ces accords, les salaires conventionnels devraient augmenter de 3,6 % en 2022, en hausse par rapport à 2021 (1,6 %). Pour les négociations tarifaires à venir au cours de la période de prévision, nous nous attendons à une augmentation des salaires conventionnels de 4,7 % pour l'année 2023. Outre la poussée inflationniste, les pénuries de main-d'œuvre rapportées par les entreprises favorisent la conclusion d'accords salariaux plus élevés. Selon nos estimations, le passage du salaire minimum légal de 9,82 à 10,45 euros bruts de l'heure au 1^{er} juillet augmenterait de 0,45 point le taux de croissance annuel des salaires au deuxième trimestre 2022. Mais c'est surtout le passage à 12 euros bruts de l'heure le 1^{er} octobre 2022 qui aurait l'impact le plus fort : le taux de croissance annuel des salaires augmenterait de 2,3 points au quatrième trimestre 2022, effet qui ne s'estomperait que progressivement. Ainsi, les salaires nets horaires progresseraient au total de 4 % en 2022 et de 5,9 % en 2023. Le chômage partiel, qui progresserait lentement jusqu'au deuxième trimestre 2023, devrait néanmoins avoir un effet légèrement modérateur sur les salaires en 2022 et 2023. Le revenu des ménages sera également soutenu par les mesures budgétaires (prestations sociales nettes) en 2022 et 2023.

Selon nos prévisions, le dynamisme des salaires devrait être complètement « mangé » par l'inflation. Ainsi, pour la fin de 2022 et l'année 2023, nous faisons plusieurs hypothèses : une stabilisation des prix des produits alimentaires au niveau d'août 2022, un prix du pétrole Brent à 100 dollars le baril, un prix du gaz naturel et de l'électricité plafonné à 200 euros/MWh. Nous en déduisons l'évolution des composantes alimentaire et énergétique de l'IPC à partir de modèles à correction d'erreur. Sous ces hypothèses, l'IPC énergie progresserait de 31,6 % en 2022, mais seulement de 3,2 % en 2023, contre respectivement 9,5 % et 3,3 % pour la composante alimentaire. L'IPC total culminerait à 8 % en 2022, puis descendrait à 4,7 % en 2023 (graphique 9).

Dans le sillage du ralentissement conjoncturel et malgré une quasi-stagnation de la productivité du travail, l'emploi reculerait en 2023 avec la perte de 200 000 emplois. Certes, depuis fin 2020, le chômage au sens du BIT baisse continûment et atteint même un point bas historique au deuxième trimestre 2022, à 2,9 % de la population active (Eurostat). Notons qu'au troisième trimestre 2022, la population active devrait s'accroître de 150 000 personnes (notamment une partie des réfugiés ukrainiens)¹⁸, avant de stagner en 2023. Sous l'effet de la

Graphique 9. Inflation en Allemagne



dégradation de l'activité, le chômage progresserait jusqu'au deuxième trimestre 2023. Nous faisons néanmoins l'hypothèse que les dispositifs de chômage partiel seront réactivés, ce qui tempérerait la progression du taux de chômage qui atteindrait 3,3 % au dernier trimestre 2022 et 3,5 % au dernier trimestre 2023.

La politique budgétaire sera marquée par les trois plans d'urgence successifs liés à l'énergie, dont le montant agrégé devrait représenter 42 milliards d'euros en 2022, soit 1,2 point de PIB) et 64,5 milliards d'euros en 2023 (1,9 point de PIB). Ces mesures de soutien incluent des dispositifs liés directement à l'énergie, comme l'introduction d'un nouveau billet de transports en commun à 9 euros par mois entre juin et août 2022, la baisse de la surtaxe de l'électricité pour les clients (surtaxe EEG), la réduction de taxe sur les carburants (14 centimes sur gazole et 30 centimes sur essence en juin, juillet et août 2022) ou encore la réduction du taux de TVA sur le gaz naturel. Mais beaucoup de mesures sont moins ciblées vers l'énergie et visent plus largement à soutenir le pouvoir d'achat des ménages en période d'inflation : supplément de 20 euros par enfant à partir du 1^{er} juillet 2022 pour les bénéficiaires de minima sociaux, augmentation de l'allocation de base pour les bénéficiaires de minima sociaux, indemnité forfaitaire de 300 euros pour les salariés et indépendants, allocations familiales

18. L'augmentation est en grande partie due à l'enregistrement des réfugiés ukrainiens qui reçoivent des prestations d'assurance de base (ALG II) pour les demandeurs d'emploi depuis le 1^{er} juin 2022. Le nombre de chômeurs a ainsi progressé de 205 000 personnes entre mai 2022 et août 2022.

exceptionnelles de 100 euros par enfant, versement de 300 euros pour les retraités et de 200 euros pour les étudiants, introduction du revenu de citoyenneté, etc.

Malgré ces mesures de soutien, nous inscrivons une impulsion budgétaire négative en 2022 de 2 points de PIB, en raison de l'arrêt des mesures sanitaires liées à la Covid. Le déficit devrait alors se résorber sensiblement pour atteindre 1,6 % du PIB en 2022. Quant à la dette publique, elle passerait de 69,3 % du PIB en 2021 à 66,1 % en 2022. En 2023, nous supposons que le gouvernement allemand voudra conserver son objectif de 2 % de déficit public inscrit dans le programme de stabilité pour 2023. En conséquence, la dette publique atteindrait 65,3 % du PIB fin 2023.

Ce scénario de base ne tient pas compte de l'annonce faite par le gouvernement, le 30 septembre 2022, de la mise en place d'un bouclier tarifaire sur l'énergie pour les ménages et les entreprises, qui consisterait à plafonner les prix du gaz et de l'électricité, et qui pourrait atteindre le montant maximal de 200 milliards d'euros, soit 5,6 points de PIB.

Encadré 1. L'Allemagne se convertit au bouclier budgétaire

Le 30 septembre 2022, face à l'ampleur de la crise énergétique, le gouvernement fédéral a annoncé la mise en place d'un bouclier tarifaire sur l'énergie pour les ménages et les entreprises, qui consisterait à plafonner les prix du gaz et de l'électricité. Les détails sont encore ouverts ; le gouvernement attend les avis définitifs d'une commission d'experts fin octobre. Le frein au prix du gaz doit être financé *via* le Fonds de stabilisation économique (FSM), qui devrait être doté d'autorisations de crédit d'un montant maximal de 200 milliards d'euros. Outre ce fonds, le gouvernement fédéral a également annoncé la suppression de la surtaxe sur le gaz qui devait intervenir au 1^{er} octobre (2,4 centimes d'euros par kWh) ainsi qu'un soutien aux entreprises énergétiques nationales (Uniper, SEFE et VNG).

Dans le débat sur l'instauration d'un bouclier tarifaire, une approche a particulièrement retenu l'attention : La proposition de Dullien et Weber de mettre à la disposition des ménages privés un contingent de base de gaz naturel à un prix plafonné, les fournisseurs étant indemnisés pour la quantité fournie à prix réduit. Une telle approche aurait l'avantage, d'une part, d'atténuer l'inflation mesurée et, d'autre part, d'alléger de manière ciblée la charge pesant sur les ménages chauffés au gaz, tout en maintenant l'incitation à économiser le gaz, puisque le prix du marché non subventionné serait appliqué au prix marginal. D'après l'IMK¹⁹, qui fait l'hypothèse d'un prix moyen du gaz de 200 euros/MWh en 2023 (ce qui est également notre hypothèse), les coûts d'un plafonnement des prix du gaz pour la

consommation de base des ménages privés pour 2023 varient entre 15 milliards d'euros et 40 milliards d'euros, selon l'option retenue²⁰.

Le rapport intermédiaire publié le 10 octobre 2022 par la commission d'experts reprend cette logique. Il prévoit d'aider ménages et entreprises pour le paiement du gaz et du chauffage urbain. D'abord, l'État prendrait en charge l'acompte mensuel sur la facture de gaz et de chauffage urbain des ménages et petites entreprises, dès décembre 2022. De mars 2023 à avril 2024 au moins, le prix du gaz et du chauffage urbain serait plafonné (à 12 centimes d'euros TTC pour le gaz, et 9,5 centimes d'euros pour le chauffage urbain), sur la base d'un quota de consommation égal à 80 % de la consommation passée. Au-delà de ce quota, le prix libre du marché s'appliquerait. Pour les 25 000 entreprises clientes industrielles, elles recevront 70 % du volume de 2021 à 7 centimes d'euros hors taxes – ce qui est comparable aux 12 centimes d'euros TTC pour les ménages – à partir de janvier 2023. Selon la commission, ce paquet d'aide global coûterait 90 milliards d'euros au total : 5 milliards d'euros en décembre 2022 et 85 milliards d'euros entre mars et avril 2023 – dont 60 milliards d'euros pour l'industrie et 25 milliards d'euros pour les ménages. La commission doit encore se prononcer sur la question des prix de l'essence et rendre ses conclusions définitives le 27 octobre 2022.

En l'attente des arbitrages gouvernementaux, il est impossible de chiffrer l'impact du bouclier tarifaire sur la croissance allemande. On peut néanmoins réaliser un exercice théorique en supposant que le gouvernement valide le bouclier tarifaire sur le gaz et l'électricité de 90 milliards d'euros. Hors bouclier tarifaire, le prix du gaz pour les ménages atteindrait en moyenne 17,72 c€/kWh (17,12 c€ pour les entreprises) et le prix de l'électricité pour les ménages atteindrait 36,47 c€/kWh. On suppose un bouclier tarifaire fixé à 12 c€ pour le tarif du gaz TTC (ménages et entreprises) et 20 c€ pour l'électricité consommée par les ménages, avec une mise en place en janvier 2023²¹, ce qui représente un total de 90 milliards d'euros en 2023. Sous ces hypothèses, l'IPC atteindrait 3,3 % en moyenne en 2023 contre 4,7 % dans notre scénario central. Le revenu disponible réel ne baisserait plus que de 1,1 % en 2023 (contre 2,9 % dans notre scénario central), la consommation ne baisserait que de 1,1 % (contre 2 % dans le scénario central) et le taux d'épargne atteindrait 10,4 % en 2023. L'investissement des entreprises serait également plus dynamique, ce qui conduirait *in fine* à une croissance du PIB de 0,3 % en 2023.

19. Tom Bauermann, Sebastian Dullien, Jan-Erik Thie, 2022, « Fiskalische Kosten und Finanzierungsoptionen für Varianten des Gaspreis-deckels », *IMK Policy Brief*, n° 134, septembre.

20. Trois options sont étudiées : 1) un quota de base de 5 000 kWh par ménage, augmenté de 2 000 kWh pour chaque personne supplémentaire dans le ménage ; 2) un quota de base de 80 % de la consommation de l'année précédente ; 3) un quota de base de 80 % de la consommation de l'année précédente, mais de 15 500 kWh maximum. Deux hypothèses de prix sont envisagées pour le quota de base : un plafond de prix de 14 c€/kWh et un plafond de prix de 10 c€/kWh.

21. Les données de consommation sont issues de la *Bundesverband der Energie- und Wasserwirtschaft* (BDEW).

Italie : pause hivernale pour le PIB

Au cours des trois dernières décennies, l'économie transalpine s'est distinguée par ses performances économiques décevantes – au moins en termes de croissance du PIB²². La sortie de la crise de la Covid-19 constitue de ce point de vue une exception. Parmi les économies avancées, l'Italie est une des premières à avoir retrouvé son niveau de PIB pré-Covid. Mieux encore, si on tient compte des dynamiques qui étaient anticipées avant le déclenchement de la pandémie, l'Italie est une des rares économies avancées à avoir retrouvé son sentier de croissance pré-Covid.

Si la croissance est restée soutenue au premier semestre de l'année 2022, la dynamique devrait s'estomper au moins jusqu'à la fin de l'hiver. Avec l'Allemagne et les pays d'Europe de l'Est, l'Italie est un des pays les plus dépendants des importations de gaz russe. En 2020, le *mix* énergétique italien contenait 31 % de gaz dont un tiers de provenance russe²³. L'Italie se trouve ainsi en première ligne face à un choc historique. Alors que l'inflation est forte, les pertes de pouvoir d'achat des ménages devraient gripper la croissance. Une fois l'hiver passé, le scénario devrait redevenir plus porteur. Nous attendons une croissance du PIB de 3,5 % en 2022 (quasiment identique à l'acquis de croissance observé jusqu'à la fin du premier semestre) et de 0,4 % en 2023. Avec le maintien d'un prix de gros élevé jusqu'à fin-2023, nous n'attendons une baisse du niveau des prix à la consommation à l'horizon de notre prévision. Toutefois, la stabilisation des prix énergétiques et alimentaires à un niveau élevé devrait se traduire par une baisse du glissement annuel du déflateur de la consommation des ménages, qui devrait s'établir à 2,5 % au quatrième trimestre 2023 contre 5,9 % actuellement. Dans ces conditions, grâce au maintien d'une croissance nominale positive, la dette publique transalpine devrait reculer au cours des années 2022-2023 pour atteindre en fin de période 145,2 % du PIB (alors qu'elle se situait à 150,3 % en 2021).

22. Céline Antonin, Mattia Guerini, Mauro Napoletano, Francesco Vona, 2019, « Italie : sortir du double piège de l'endettement élevé et de la faible croissance », *OFCE Policy brief*, n°55, 14 mai.

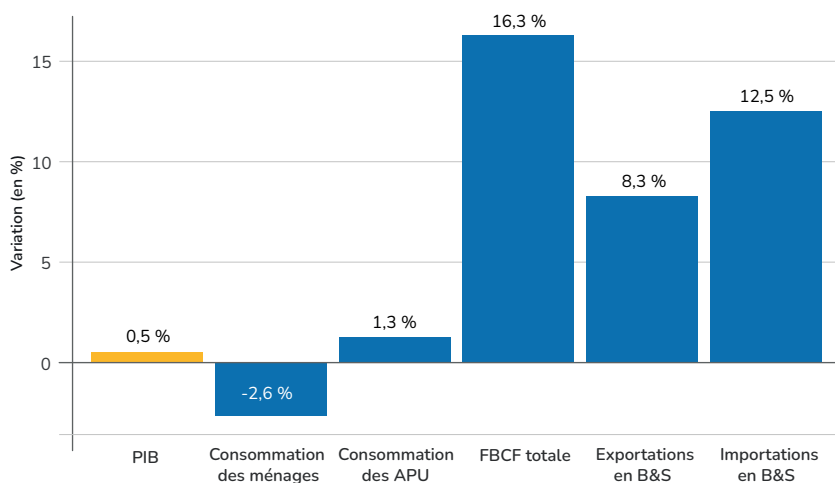
23. Georg Zachmann, Simone Tagliapietra, Ben McWilliams, Giovanni Sgaravatti, 2022, « Preparing for the first winter without Russian gas », *Blog post*, Bruegel.

L'économie transalpine s'en sort bien de la crise de la Covid-19

Au deuxième trimestre 2022 le PIB italien a dépassé le niveau de son pic pré-Covid qui datait du troisième trimestre 2019 (graphique 10). Si la consommation des ménages en volume reste toujours en dessous de son niveau maximum pré-Covid, le fort dynamisme de l'économie transalpine s'explique essentiellement par la très bonne tenue de l'investissement (+16 % par rapport au pic précédent), porté notamment par la FBCF en construction (+31 %). Si le rebond transalpin était bien engagé dès 2021 avec un taux de croissance de 6,7 % (après la chute de -9,0 % en 2020), la croissance restait particulièrement forte au premier semestre de l'année 2022, notamment au deuxième trimestre (+1,1 % par rapport au premier trimestre).

Comme attendu lors de nos dernières prévisions, avec la fin des effets des mesures sanitaires, la consommation des ménages était le principal moteur de la croissance en ce début d'année (+2,6 % au deuxième trimestre). Le dynamisme récent de la consommation laissait augurer une récupération du niveau de consommation pré-Covid avant la fin de l'année et l'arrêt de l'accumulation de sur-épargne.

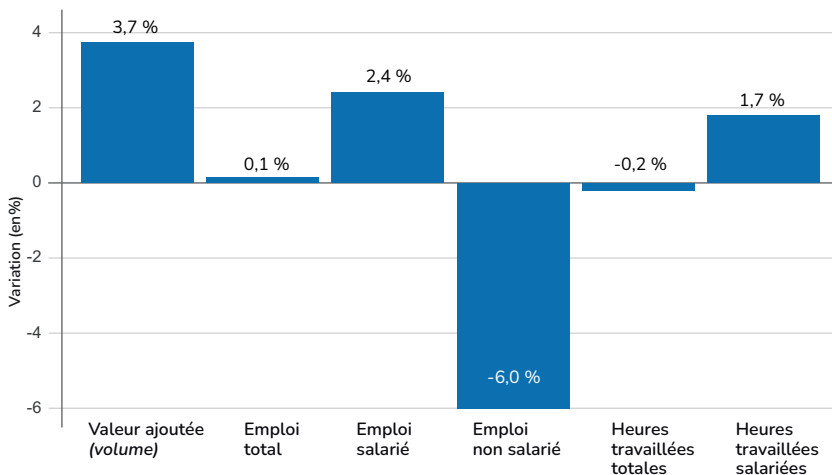
Graphique 10. Évolution du PIB italien et de ses composantes depuis le pic pré-Covid



Dernier point T2 2022.
Istat.

Pendant cette période l'emploi a aussi augmenté, notamment dans le secteur marchand. Ainsi, avec une valeur ajoutée marchande s'établissant en volume 3,7 points au-dessus de son niveau du troisième trimestre 2019, l'emploi salarié marchand a cru de 2,4 points. Il faut noter que l'économie transalpine semble subir une transformation majeure depuis le déclenchement de l'épidémie de Covid-19. Le poids de l'emploi indépendant s'amenuise comme l'atteste la forte baisse de l'emploi non salarié marchand (-6 %). Il semble prématuré de se demander si cette évolution s'explique par un biais dans les mesures de préservation des revenus pendant la crise sanitaire – plus protectrices envers les salariés – ou si elle s'explique par la composition sectorielle du Choc covid. La réponse à cette question dira si on fait face à une transformation temporaire ou pérenne. En tout état de cause, les évolutions récentes du marché du travail italien montrent une relative résistance de l'emploi marchand, une montée de l'emploi salarié et surtout une hausse de la productivité horaire dans le secteur marchand. Ce dernier point constitue une nouveauté majeure en Italie après plusieurs décennies de stagnation de la productivité, voire de recul. Il faut noter qu'en termes de volume horaire total, les constats que l'on peut tirer restent identiques (graphique 11). Dans ce contexte, le taux de chômage du deuxième trimestre 2022 s'établit à 8,0 %, soit un niveau inobservé depuis 2009 et la baisse du taux de chômage s'est poursuivie jusqu'au mois de septembre, moment où il atteint 7,8 % selon les dernières données conjoncturelles disponibles.

Graphique 11. Évolution de l'emploi marchand en Italie depuis le pic pré-Covid

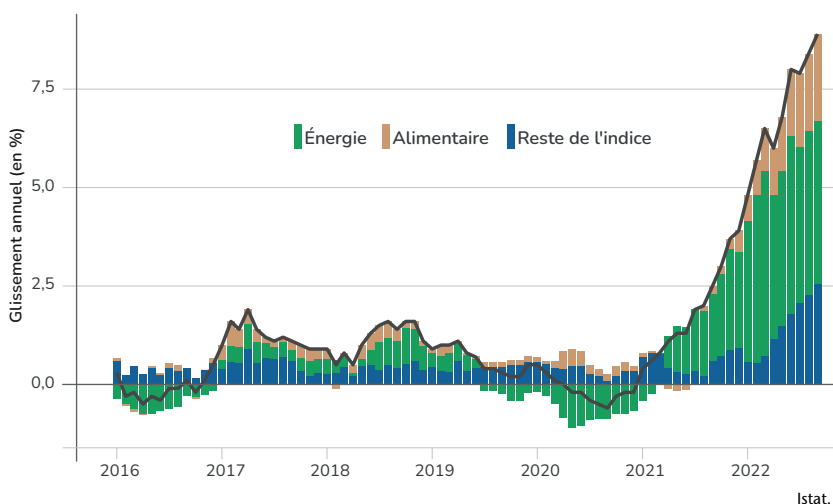


Dernier point T2 2022.
Istat.

L'inflation risque de stopper la dynamique récente jusqu'à la fin de l'hiver

Si l'évolution de l'activité et de l'emploi a été particulièrement favorable en Italie au cours des derniers mois, la dynamique risque d'être enrayée par la hausse des prix à la consommation (graphique 12). En septembre, le glissement annuel de l'indice de prix à la consommation (IPC) s'établit à 8,9 %. Comme ailleurs, le dynamisme de l'indice de prix s'explique par les prix énergétiques (+44,5 %) et alimentaires (+11,4 %). Il faut remarquer que l'inflation sous-jacente est aussi très forte (+5,0 % sur un an).

Graphique 12. Contributions à l'évolution de l'indice de prix à la consommation italien



Face à une telle exposition à une crise du pouvoir d'achat, la politique budgétaire italienne a été une des plus ambitieuses. Les mesures budgétaires spécifiques mises en place pour répondre à la crise énergétique s'élèvent à 38 milliards d'euros, soit 2,1 % du PIB, ce qui fait de l'Italie l'une des économies avancées ayant consacré le plus de ressources pour amortir le choc²⁴.

Le pouvoir d'achat des ménages a reculé au cours des trois derniers trimestres (dernier point connu au deuxième trimestre 2022). Sans

24. Comparer les masses budgétaires mobilisées par pays ne suffit pas pour affirmer quel pays a le plus compensé le choc. Selon nos calculs, l'Italie consacre 0,5 point de PIB de moyens budgétaires supplémentaires par rapport à la France mais la dépendance nette aux importations d'hydrocarbures est aussi plus importante.

perspectives d'accalmie sur le front des prix énergétiques et alimentaires, les pertes de pouvoir d'achat devraient se poursuivre au moins jusqu'à la fin de l'hiver. Le renchérissement du gaz en Europe observé pendant l'été devrait pénaliser particulièrement les ménages italiens du fait du *mix* énergétique transalpin. Dans ce contexte, le pic d'inflation devrait être atteint au cours du quatrième trimestre 2022.

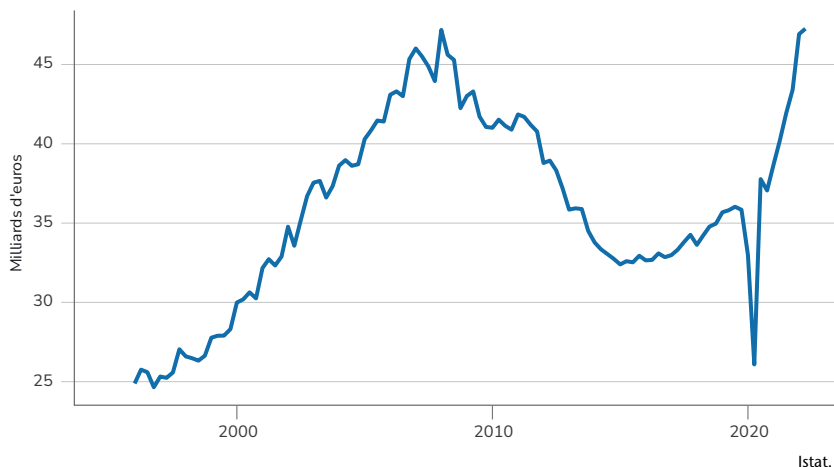
Alors que la consommation des ménages aurait dû être le principal moteur de la demande pour soutenir l'activité jusqu'à la fin-2022 (voir la section précédente), le choc sur le pouvoir d'achat pèsera significativement sur la trajectoire du PIB au cours des prochains mois. Ceci est d'autant plus vrai que les négociations salariales tardent à compenser les pertes de pouvoir d'achat. L'effet sur la croissance serait en partie atténué par la baisse du taux d'épargne des ménages qui reste au deuxième trimestre 2022 1,8 points au-dessus de son niveau pré-Covid. Ceci permettra de limiter le choc prévu sur la consommation des ménages en volume qui ne reculerait *in fine* que très légèrement au quatrième trimestre 2022 et au premier trimestre 2023 (-0,1 % au cours de chaque trimestre).

En parallèle, l'investissement restera morose au second semestre 2022 :

- D'une part, l'investissement en construction affiche une baisse significative aux mois de juin et juillet selon l'indice de production dans la construction (-2,3 % en juin et -3,0 % en juillet). Ces baisses ne remettent néanmoins pas en cause le maintien d'un niveau historiquement élevé (graphique 13). Nous supposons que grâce au plan de relance européen, l'investissement en construction restera à son niveau actuel jusqu'à l'horizon de notre prévision fin-2023. Ce scénario semble confirmé par le maintien à un niveau historiquement élevé de l'indice de confiance des entrepreneurs du secteur au mois de septembre ;
- D'autre part, le reste de l'investissement²⁵ pâtira d'une activité morose et du durcissement des conditions de financement en lien avec la remontée des taux d'intérêts directeurs engagée par la BCE depuis le 27 juillet 2022. Pour rendre le scénario encore plus tendu, l'hibernation de l'économie européenne et le franc ralentissement attendu outre-Atlantique pèseront sur la demande adressée à l'Italie, ce qui freinera la dynamique des exportations.

25. Notamment en biens d'équipements et en matériels de transport.

Graphique 13. Investissement en construction en Italie



Dans ce contexte où les chocs négatifs s'accumulent, nous anticipons trois trimestres consécutifs de léger recul pour le PIB transalpin (-0,1 % au troisième et quatrième trimestres 2022 et au premier trimestre 2023).

L'Italie renouera avec la croissance après l'hiver

Si le pic inflationniste est attendu pour la fin 2022 et le début 2023, les mesures de soutien budgétaire aux agents privés prévues en 2023 seront plus limitées qu'en 2022. Le décret-loi *Aiuti ter*, annoncé le 23 septembre 2022 prévoit de nouvelles mesures pour un montant de 14 milliards d'euros (pour l'année prochaine). L'essentiel des mesures concernent des baisses de la taxation de l'énergie (7,8 milliards d'euros). Par ailleurs, des aides ciblées aux ménages les plus modestes (3,3 milliards) ou aux entreprises plus exposées sont aussi prévues (2,9 milliards). À cela est ajouté l'effet des mesures passées ciblées sur les entreprises votées au cours de l'année 2022 pour un montant de 4,2 milliards d'euros. Au total, les mesures de soutien se quantifiant à 1 point de PIB sont déjà votées pour 2023. Ce montant réduit de façon sensible le soutien du gouvernement italien aux agents privés. À la suite des élections législatives de septembre et en fonction des évolutions des prix internationaux, de nouvelles mesures pourraient être mises en place si le risque politique ne se matérialise pas par une montée du *spread* souverain italien (voir encadré 2).

En attendant d'éventuelles nouvelles mesures de soutien, une fois passé l'hiver, la conjoncture devrait s'améliorer progressivement. L'accalmie du choc sur les prix énergétiques et la montée en puissance des mécanismes d'indexation (des salaires, des prestations) devraient limiter encore plus fortement les pertes de pouvoir d'achat. Après trois trimestres légèrement en baisse, le PIB retrouverait une croissance faiblement positive (+0,1 %) au deuxième trimestre. Ce trimestre verrait aussi la consommation des ménages se stabiliser. En revanche, l'investissement productif resterait morose du fait du durcissement des conditions de financement des entreprises et si la demande intérieure se stabilise, alors l'impulsion nécessaire pour retrouver une croissance positive viendrait du dynamisme retrouvé des échanges internationaux.

À partir du troisième trimestre, la consommation des ménages retrouve une évolution plus favorable, ce qui, conjugué avec la reprise du commerce mondial, devrait installer l'Italie dans une croissance plus franchement positive (+0,3 % puis 0,5 % aux troisième et quatrième trimestres).

Dans ce contexte le PIB italien devrait croître de 0,4 % en 2023, une performance relativement bonne à l'aune de l'expérience transalpine d'avant Covid-19. Contrairement à 2022, la demande intérieure totale pèserait sur la valeur ajoutée (contribution à la croissance de -0,3 point) tandis que les échanges internationaux limiteront la chute du PIB (contribution de +0,7 point) à la faveur d'exportations qui résistent (+2,2 %), en phase avec la croissance attendue du PIB mondial.

Le scénario d'une simple pause hivernale de l'économie transalpine ne doit pas cacher les forts risques qui l'entourent. D'une part il y a des risques globaux qui pèsent sur le scénario. La montée rapide des taux d'intérêt peut aboutir à une crise financière globale. En particulier, le retour de la fragmentation en zone euro mettrait l'Italie en première ligne face à une attaque spéculative. D'autre part, l'Italie fait face à des risques idiosyncratiques. L'Italie fait partie des pays les plus dépendants aux hydrocarbures russes. Si l'hiver s'avère plus sévère que prévu, la possibilité d'une incapacité à répondre à la demande énergétique peut se traduire par une récession nettement plus sévère et des mises à l'arrêt ponctuelles de l'économie.

Des aléas positifs sont aussi envisageables. Les exportations peuvent soutenir encore plus fortement la croissance en 2023 que prévu si les gains de compétitivité-prix liés à l'affaiblissement de l'euro permettent d'améliorer les parts de marché transalpines à l'exportation. Selon le

modèle macro économétrique de la Banque d'Italie²⁶, une dépréciation de 5 % du taux de change effectif nominal italien se traduit par un surplus de croissance de 0,1 point au cours de la première année et l'effet monte en charge à horizon de cinq ans (+0,6 point de croissance). La lenteur des réactions des exportations italiennes au taux de change nous amène à la prudence. Dans nos prévisions, le taux d'épargne des ménages transalpins devrait retrouver son niveau d'avant-Covid au cours du second semestre 2023. Dans le contexte inflationniste actuel, il est envisageable que la fin de la sur-épargne, voire sa baisse, puisse arriver de façon plus précoce. Ceci soutiendrait la consommation des ménages de façon plus rapide en attendant le rattrapage du pouvoir d'achat. De ce point de vue, nous avons choisi un scénario prudent : en présence de difficultés d'approvisionnement et une offre limitée, le déversement de la sur-épargne peut aussi alimenter les tensions inflationnistes sans effet significatif sur les volumes échangés. Enfin, nous avons simplement tenu compte des mesures de soutien au pouvoir d'achat annoncées jusqu'au décret *Aiuti-ter*. Ceci nous amène à considérer que l'Italie sera un des pays avancés qui soutiendra le moins les agents privés en 2023, contrastant fortement avec ce qui a été observé en 2022. Or, en Italie les mesures de soutien sont historiquement adoptées par décret et peuvent être déployées rapidement. Un soutien « plus important est envisageable, notamment si la hausse des taux d'intérêt reste relativement contenue et si les risques financiers (globaux ou spécifiques) ou politiques transalpin ne se matérialisent pas (encadré 2).

Encadré 2. Quid du risque politique transalpin ?

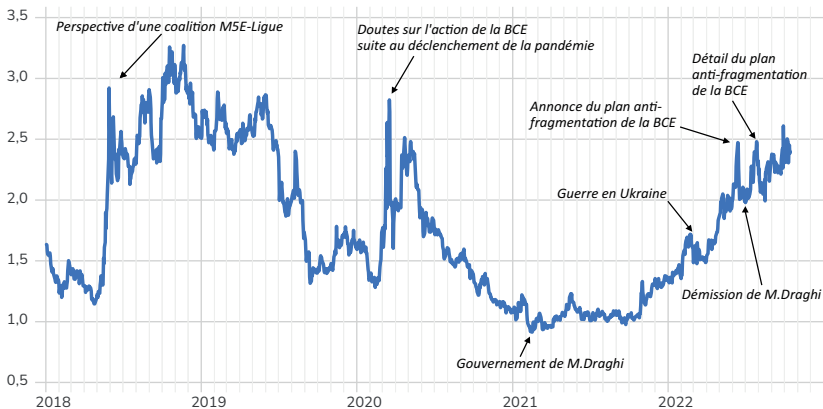
Le 14 juillet 2022 Mario Draghi démissionne après le refus du vote de confiance du Parlement italien. Ceci a abouti à des nouvelles élections qui se sont soldées par la victoire de la coalition dirigée par le parti post-fasciste *Fratelli d'Italia* (FdI). Avec une dette publique à 150,3 % du PIB en 2021, le risque d'un emballement des taux d'intérêt souverains peut faire dérailler une économie fragile comme celle de l'Italie. Pourtant, le *spread* italien par rapport aux obligations allemandes a jusqu'ici réagi très faiblement aux dernières évolutions politiques.

26. Guido Bulligan, Fabio Busetti, Michel Caivano, Pietro Cova, Davide Fantino, Alberto Locarno et Lisa Rodano, 2017, « The Bank of Italy econometric model: an update of the main equations and model elasticities », *Temi di Discussione (Working Papers)*, n° 1130, juillet.

La démission de Mario Draghi s'est traduite par une légère hausse du *spread* de 0,14 point d'intérêt (de 2,088 à 2,228 points) alors que la perspective de la victoire de *Fdl* semblait une certitude selon les sondages. Depuis que le résultat des élections est connu le *spread* a atteint 2,397 points (au 14 octobre). S'il est indéniable que l'écart de taux a augmenté depuis la démission de Mario Draghi, il faut noter que la réaction des marchés est sans commune mesure par rapport au moment où existait la perspective d'un gouvernement dirigé par le *Mouvement 5 étoiles* en coalition avec *la Ligue* (extrême droite). En effet le scénario chaotique issue des élections parlementaires de 2018 avait eu des effets nettement plus marqués²⁷ (graphique 14).

Si le *spread* transalpin a augmenté avec le risque politique, il faut remettre ces évolutions dans un contexte plus large. La nomination de Mario Draghi comme président du Conseil a rassuré les marchés dans un premier temps, la hausse du *spread* italien est visible depuis la fin du mois d'octobre 2021, bien avant le déclenchement de la nouvelle crise gouvernementale. L'annonce du plan anti-fragmentation de la BCE²⁸ a semblé stopper cette hausse ; le risque transalpin a connu une évolution haussière depuis bien avant la crise politique qui a déclenché la démission du large gouvernement d'union nationale sortant. À ce stade le nouveau gouvernement ne semble pas avoir déclenché des tensions spécifiques sur le financement de la dette transalpine et il semblerait que des signaux de stabilité politique, notamment en matière de politique étrangère, auraient été émis pour rassurer le reste de l'UE.

Graphique 14. *Spread* du taux souverain à 10 ans italien par rapport aux titres allemands (en points de taux d'intérêt)



27. Entre le 17 mai 2018 et le 8 juin 2018, la hausse du *spread* était de 1,21 point.

28. Le plan a été annoncé le 16 juin 2022 et détaillé le 21 juillet.

Si l'Italie évite une crise propre, de nouvelles mesures de soutien au pouvoir d'achat pourraient être réalisées si cela était jugé nécessaire. Toutefois, le cas britannique montre que la sanction des marchés financiers peut être immédiate lorsqu'un gouvernement annonce des mesures qui risquent de mettre en péril la soutenabilité des comptes publics ou d'utiliser des moyens inadaptés pour répondre à la multitude de chocs auxquels nos économies font face. La *flat tax* et les baisses d'impôts sur les entreprises annoncées par la leader de *Fdl*, Giorgia Meloni, risquent d'être reportées. Sinon la discipline de marché pourrait stopper ses ambitions et fragiliser la situation économique du maillon faible de la zone euro, sauf si le plan anti-fragmentation annoncé par la BCE est mobilisé et qu'il s'avère efficace.



L'Espagne face au coup de la guerre en Ukraine

Alors que l'Espagne accusait le plus fort retard des pays occidentaux dans le processus de rattrapage post-Covid, la reprise engagée au second semestre 2021 n'a pas résisté à la montée des tensions inflationnistes amplifiées par la guerre en Ukraine. Malgré la mise en place de mesures d'urgence de lutte contre l'inflation et ses conséquences, la hausse des prix de l'énergie et la montée des incertitudes géopolitiques ont brisé la croissance. Les perspectives à l'horizon 2023 restent moroses. Après 5,5 % en 2021, le PIB pourrait encore croître de 4,3 % en 2022 puis de 1 % en 2023. Fin 2023, il n'aurait toujours pas retrouvé son niveau d'avant-crise. Il serait encore 1 % inférieur.

La reprise stoppée par la hausse de l'inflation en début d'année

Après la profonde récession de 2020 (-11,2 %), la reprise amorcée au milieu de l'année 2021 était vigoureuse : 2,7 % en moyenne sur chacun des derniers trimestres 2021. Conduite par le dynamisme du commerce extérieur, grâce notamment aux exportations et plus précisément au retour du tourisme international et de l'investissement, aidé par les transferts européens, l'activité était bien orientée.

Mais la dynamique s'est enrayée brutalement au premier semestre 2022. Sous le poids de l'inflation importée – sur un an, le prix des importations a augmenté de 27,3 % au deuxième trimestre –, les prix domestiques se sont envolés et l'économie est entrée dans une situation de quasi-stagnation. La croissance est passée en moyenne à 0,6 % sur les deux premiers trimestres et a été marquée par le ralentissement

de la consommation des ménages (malgré la hausse de 3,2 % au deuxième trimestre) et l'essoufflement des exportations.

Déjà en retrait du mouvement de reprise de 2021, la consommation des ménages a été freinée sur les six premiers mois de l'année par l'envolée des prix et la perte de pouvoir d'achat qu'elle engendre. Au deuxième trimestre, le déflateur des prix à la consommation a progressé de plus de 7 % sur un an et en deux trimestres, le revenu réel des ménages a baissé de 5,5 %. L'impact du choc a été absorbé par la baisse de plus de 6 points de RDB du taux d'épargne sur la période, celui-ci revenant à un niveau inférieur à celui de la fin 2019 mais proche de sa moyenne 2012-2018. Le ralentissement de la consommation (dont la croissance est passée à 1,2 % sur le premier semestre 2022, après 2 % au deuxième de 2021) aurait été plus fort sans ce soutien.

Des mesures anti-crise à hauteur de 1,5 % du PIB en 2022...

Pour limiter l'impact de la crise énergétique sur les ménages et les entreprises, l'État a poursuivi ses interventions déjà commencées en 2021. Car si les prix du gaz se sont emballés depuis la guerre en Ukraine, les hausses avaient déjà commencé en 2021 avec les tensions suscitées par la reprise de l'économie mondiale. Dès le 25 juin 2021, le gouvernement espagnol prenait des mesures d'urgence destinées à freiner l'envolée du prix de l'électricité : baisse de la TVA sur l'électricité de 21 à 10 %, suspension de l'impôt sur la production d'électricité (IVPEE) et baisse de la taxe spéciale sur l'éclairage de 5,1 % à 0,5 %. Prévues pour être levées fin 2021, toutes ces mesures ont été reconduites en 2022, voire amplifiées. D'autres mesures ont été introduites au mois de mars 2022 (RDL 6/2022) issues du Plan national de réponses aux conséquences de la guerre en Ukraine pour un budget de 16 milliards, dont 6 en aides directes et subventions et 10 en prêts bonifiés. Au total, 3,7 milliards d'euros ont été distribués aux ménages (hausse de 15 % du Revenu minimum vital, prolongement et extension du bon social électricité, ...) et aux entreprises. A été également introduite pour les professionnels du transport une remise de 20 centimes sur le prix du carburant dont 15 centimes à la charge de l'État et 5 à la charge de la compagnie pétrolière. Les mesures arrivant à échéance au 30 juin, un nouveau programme anti-crise de 9 milliards (RDL 1/2022) valable jusqu'au 31 décembre a été lancé. Le soutien aux prix de l'énergie (électricité, carburant) est reconduit, la TVA sur l'électricité passe à 5 % tandis que la remise carburant s'étend à l'ensemble des ménages. Les aides directes aux ménages s'accroissent avec la hausse

de 15 % des pensions non contributives retraites et invalidité, l'envoi d'un chèque de 200 euros à 2,7 millions de personnes aux bas revenus, la baisse du prix des abonnements ferroviaires longue distance et la gratuité sur les lignes de transport de banlieues. Enfin, le 1^{er} septembre était décidée la baisse de la TVA sur le prix du gaz de 21 % à 5 % jusqu'à la fin de l'année.

Simultanément, les gouvernements espagnol et portugais ont fait valoir auprès de la Commission européenne l'insuffisant raccordement de la péninsule avec les réseaux européens d'approvisionnement pour bénéficier de l'« exception ibérique », ce qui rend le prix du gaz plus cher. Cette dérogation effective du 15 juin 2022 au 31 mai 2023 permet aux centrales électriques espagnoles utilisant des énergies fossiles de bénéficier d'un prix du gaz plafonné sur le marché de gros à 48,8 euros/MWh en moyenne sur toute la période (40 euros jusqu'à fin 2022 puis incrémenté de 5 euros par mois jusqu'au 31 mai 2023). Il revient à l'État de payer la différence avec le coût réel d'approvisionnement du gaz naturel sur le marché (le prix MBGAS est la référence), estimée à 6,3 milliards.

Au total, en 2022, l'ensemble des mesures de lutte contre l'inflation et de protection du pouvoir d'achat des ménages est estimé par l'État à 19 milliards, soit 1,5 % du PIB dont 1 % est ciblé sur la régulation des prix de l'énergie (baisses des taxes et encadrement des prix) et 0, % sous forme d'aides directes. Selon la Banque d'Espagne, les mesures d'urgence de lutte contre l'inflation ont permis de réduire l'inflation du mois d'août d'un peu plus de 3 points.

Par ailleurs, comme dans de nombreux pays, le gouvernement a annoncé le 10 août dernier un plan de sobriété énergétique (refroidissement limité à 27° jusqu'au 1^{er} novembre et réchauffement maximum à 19° dans les espaces publics, extinction des lumières à 22 h des vitrines et bâtiments publics, ...) destiné à réduire la demande d'énergie.

... ne devrait pas empêcher la récession au second semestre

Malgré ces mesures de contrôle des prix de l'énergie et d'aides directes aux revenus, l'inflation continue de galoper et le pouvoir d'achat des revenus baisse. Au troisième trimestre, l'indice des prix à la consommation (IPC) atteint 10,1 % en moyenne. Le pic a été atteint en juillet à 10,8 %, le léger repli du mois d'août à 10,6 % s'expliquant par celui du prix des carburants (la hausse est passée sur un an de 30 %

à 18,9 % entre juillet et août). Les autres composantes ont continué leur ascension à 60,6 % pour l'électricité, 24,8 % pour le gaz et 12,7 % pour les produits alimentaires. Hors énergie et alimentation, l'inflation sous-jacente accélère à 6,4 % en août. En septembre, l'inflation globale a poursuivi sa décrue à 9 %.

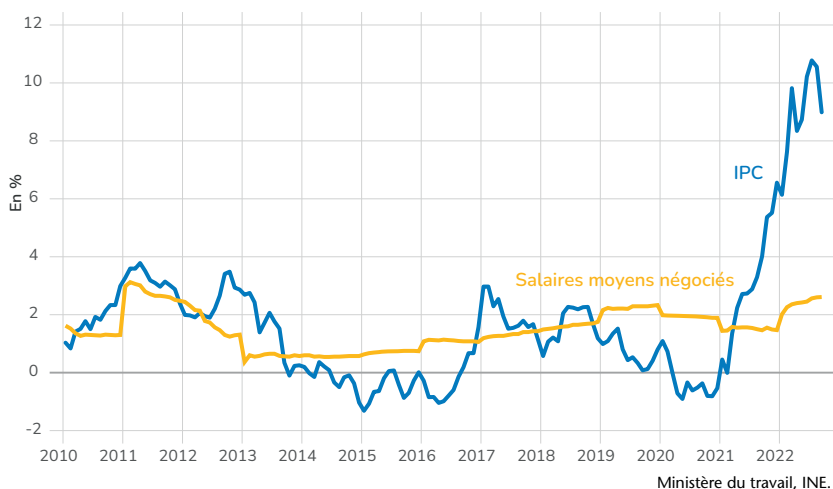
Face à cette inflation élevée et cette conjoncture très morose, le marché du travail est resté relativement dynamique. Le volume d'heures travaillées a progressé de presque 4 % entre la fin 2021 et le deuxième trimestre 2022 pour terminer à son niveau de fin 2019 (le PIB lui reste toujours 2,5 % plus bas). Cette bonne tenue est due à la hausse à la fois de la durée du travail, revenue à sa moyenne de long terme, et à l'emploi. Ce dernier, au sens de la comptabilité nationale, augmente au premier trimestre puis baisse au deuxième. Le profil est inverse d'après les données d'enquêtes mais les deux sources indiquent une hausse au premier semestre par rapport à fin 2021 (0,5 % et 1,4 % respectivement). Durant les mois d'été, le mouvement se prolonge à en juger par le nombre de travailleurs affiliés à la Sécurité sociale qui augmente encore fortement. Cette progression s'inscrit toujours dans un contexte de basculement des contrats courts vers des contrats longs depuis la réforme du marché du travail de fin 2021. Avant fin 2021, les contrats permanents représentaient en moyenne 10 % des nouveaux contrats de travail. Ils représentent désormais 45 %. Simultanément, le taux de chômage a continué de baisser jusqu'au deuxième trimestre (à 12,5 %, après 15,3 % un an plus tôt et un pic à 16,3 % au plus fort de la crise Covid).

Les hausses de salaires sont restées pour le moment bien en-deçà de l'inflation. Au deuxième trimestre, le revenu salarial par tête a augmenté en terme nominal de 3,4 % sur un an et de 3,3 % par heure et on n'observe pas d'accélération sur la fin de la période. Corrigé du déflateur de la consommation (+7,1 % sur un an au deuxième trimestre), les salaires ont baissé de respectivement 3,5 % et 3,6 %. Les négociations collectives (dans le cadre d'accords d'entreprises ou à un niveau supérieur) en cours depuis le début de l'année avec les partenaires sociaux ne montrent pas non plus de dérive salariale très marquée (graphique 15). En septembre, les accords signés les années antérieures mais effectifs en 2022 et ceux signés sur les neuf premiers mois de 2022 (soit seulement 562 sur 2 674) affichaient une revalorisation globale de 2,6 % pour 7,6 millions de travailleurs. Les nouveaux accords signés en 2022 (qui concernent 1,5 million de travailleurs) affichent des hausses de 2,9 %. Néanmoins, 25 % des travailleurs

bénéficiant de la clause d'indexation salariale (rétroactive pour la moitié d'entre eux) vont voir leurs salaires augmenter de 2,8 %, soit encore très en-deçà de l'inflation.

Au troisième trimestre 2022, nous prévoyons donc encore des créations nettes d'emplois mais en ralentissement, et des salaires qui accélèrent modérément, insuffisamment pour compenser la hausse des prix. Déflaté de l'inflation, le revenu disponible brut des ménages devrait continuer de baisser pour le quatrième trimestre consécutif. Malgré une nouvelle baisse du taux d'épargne (facilitée notamment par la sur-épargne accumulée pendant la crise Covid), celle-ci pourrait être insuffisante pour empêcher une nouvelle baisse de la consommation privée. L'investissement par ailleurs devrait être moins dynamique et les exportations ne bénéficieraient plus du retour des touristes étrangers, ceux-ci ayant dépassé au deuxième trimestre leur niveau pré-Covid. Or, aux premier et deuxième trimestres, la contribution du tourisme, net des touristes espagnols à l'étranger, à la croissance du PIB a été de 0,5 et 0,4 point. Contraintes par l'impact de l'inflation sur les ménages, les incertitudes créées par les tensions géopolitiques et les difficultés d'approvisionnement, l'activité pourrait donc à nouveau reculer au troisième trimestre.

Graphique 15. Inflation et hausse de salaires négociés en Espagne



Les indicateurs d'activité pour le troisième trimestre ne sont d'ailleurs pas très positifs. Les indicateurs quantitatifs conjoncturels se dégradent en juillet et août dans l'industrie (baisse de la production industrielle) et les services (baisse des ventes au détail), et les enquêtes de conjoncture encore davantage (indicateur du sentiment économique d'ensemble, indicateur de confiance et d'activité dans les services et l'industrie, plus légèrement dans la construction, chute des opinions sur les carnets de commande dans l'industrie, effondrement de l'indicateur de confiance des ménages).

Succession de chocs en 2022 : impact en 2023

Malgré un acquis de 4,5 % en milieu d'année, nous prévoyons que la croissance en Espagne sera de 4,3 % en 2022. Cette croissance prend en compte l'impact des différents chocs survenus depuis le début de l'année. Sur la base d'hypothèses concernant l'évolution des chocs au second semestre 2022 et au-delà, nous avons estimé l'impact de ces chocs sur l'économie.

Sous l'hypothèse du maintien du prix du pétrole Brent à 100 dollars le baril jusqu'à fin 2023, de la parité de l'euro face au dollar jusqu'à la mi 2023 puis d'une légère appréciation de la monnaie européenne, la hausse des prix du pétrole par rapport à notre scénario d'octobre 2021 aurait conduit à une baisse du PIB de 0,7 point en 2022 et 1 point en 2023²⁹. Concernant le gaz, nous avons pris en compte la spécificité ibérique qui veut que le prix du gaz reste stable de juin à décembre 2022 et augmente régulièrement au premier semestre. L'impact du choc (+450 % en 2022 et 500 % en 2023 par rapport à un scénario sans choc) reste également majeur puisque la croissance serait réduite de 0,9 point en 2022 puis de 1,3 point de PIB en 2023. Le climat d'incertitudes géopolitiques créé par la guerre en Ukraine pèse sur la demande à hauteur de 0,2 point en 2022 et 0,4 point en 2023 sous l'hypothèse que ces tensions, qui ont atteint un pic en février-mars dernier, n'augmentent plus jusqu'à la fin 2023. Enfin, le resserrement de la politique monétaire devrait abaisser la croissance de 0,3 point en 2023. Seul soutien à la croissance, les mesures d'urgence prises par le gouvernement ont un effet multiplicateur proche de 1 et devraient soutenir l'activité à hauteur de 1,3 % et 0,3 %.

29. La variante utilisée est celle estimée pour la France à partir du modèle ThreeMe, corrigée du *mix* énergétique espagnol relativement à la France. Les résultats sont proches de ceux donnés par la Banque d'Espagne.

Hors ces chocs et non compris l'impact des difficultés d'approvisionnement sur l'offre, de la sobriété énergétique de l'hiver prochain, la croissance aurait été à minima de 5 % en 2022 et de 3,5 % en 2023 au lieu de 4,3 % et 1 %.

2023 : pas de spirale prix-salaires en vue

Au cours des deux premiers trimestres 2022, le prix de la valeur ajoutée a quasiment stagné alors que le prix des importations augmentait de 7,4 % en moyenne sur chaque trimestre. Les ménages ont été les principaux exposés à ce choc inflation venant de l'extérieur. Pour autant, la situation des entreprises, après deux ans de crise Covid, reste toujours très dégradée. La rupture de la reprise au premier semestre ne n'est pas accompagnée d'un ajustement aussi rapide des coûts salariaux unitaires. Le redressement de la productivité par tête en 2021 s'est interrompu net tandis que la productivité horaire, qui avait retrouvé fin 2021 son niveau pré-Covid, perdait 2 % sur la période. L'absence d'ajustement du volume d'heures travaillées à l'activité explique cette baisse de la productivité que les entreprises devront probablement commencer à corriger fin 2022 à travers l'emploi • la durée du travail étant revenue à sa moyenne pré-Covid³⁰. Compte tenu également de la hausse du coût salarial, le taux de marge des entreprises s'est à nouveau fortement dégradé au premier semestre 2022. Dans le secteur marchand, il était inférieur de 1,3 point à son niveau de fin 2019 et de 3 points à son pic de 2017.

En 2023, nous faisons l'hypothèse que le cycle de productivité cessera de se dégrader. Après un point bas en 2022, il devrait se retourner dès le début de l'année prochaine. Pour autant, il mettra du temps à se refermer d'autant que nos hypothèses sur la tendance de productivité restent conservatrices : on suppose que la tendance reste sur son rythme pré-Covid de 0,6 % par an. L'emploi devrait stagner en 2023 et le taux de chômage remonterait de près d'un point à 13,3 % fin 2023.

Côté salaires, la hausse devrait s'intensifier au fil des trimestres. En nominal, ils pourraient augmenter jusqu'à 6 % en glissement au deuxième trimestre 2023 et 4,4 % en fin d'année. Compte tenu de nos

30. Il est probable qu'une partie de cette dégradation de la productivité s'explique par la nouvelle réforme du marché du travail appliquée depuis le 1^{er} janvier et qui a pu obliger les entreprises à déclarer des personnes qui auparavant travaillaient au noir, notamment dans le secteur de la construction ou de la restauration.

hypothèses conservatrices de stabilisation des prix du Brent (en dollar) et du gaz sur le marché ibérique, l'inflation énergie devrait baisser et être négative en 2023. De même pour les produits alimentaires dont l'inflation serait nulle en 2023. L'inflation sous-jacente terminerait l'année 2023 à 4,6 %, soit plus que dans les autres pays de la zone euro. L'inflation totale atteindrait 2,8 % fin 2023. Les salariés cesseraient de perdre du pouvoir d'achat fin 2023 mais ne compenseraient pas les pertes antérieures.

Ce scénario suppose l'absence d'un scénario d'inflation salariale. Depuis septembre, le gouvernement tente de mettre en place un Pacte de revenu avec les syndicats et le patronat. Dans ce cadre, un accord dans la fonction publique a été signé portant sur une hausse de 8 % minimum sur trois ans : 1,5 % de hausse en 2022 rétroactive au 1^{er} janvier et s'ajoutant à la hausse de 2 % déjà appliquée, hausse de 2,5 % en 2023 (+0,5 % si l'inflation cumulée en 2022-20223 est supérieure à 6 %, et +0,5 % si la croissance du PIB est supérieure à 5,9 %), hausse de 2 % (+0,5 % si l'inflation cumulée sur les 3 ans est supérieure à 8 %).

Dans ce contexte, le revenu réel des ménages devrait progresser positivement en 2023 mais sans compenser les pertes antérieures (-0,7 % par rapport à 2022). Le taux d'épargne resterait à son niveau du printemps 2022 et la consommation augmenterait modérément. L'investissement devrait ralentir sensiblement mais resterait soutenu par les fonds européens qui comme en 2021 et 2022 joueront encore pleinement en 2023. La contribution positive de la demande intérieure hors stocks à la croissance sera soutenue faiblement par celle du commerce extérieur.

Un budget 2023 toujours redistributif

Le budget en passe d'être voté au Congrès avant la fin de l'année est le troisième de ce gouvernement de coalition. Malgré la levée des règles européennes jusqu'en 2023, le gouvernement poursuit son programme de consolidation budgétaire à l'horizon 2025, avec un objectif de déficit à 5 % du PIB en 2022 et 3,9 % en 2023. Cet objectif est basé sur des hypothèses macroéconomiques plutôt optimistes (4,3 % et 2,1 % de croissance en 2022 et 2023) selon l'Autorité indépendante de responsabilité fiscale (AIReF) (qui prévoit 4,4 % et 1,5 % respectivement).

Selon nos hypothèses de croissance potentielle (1,1 %) et d'*output gap* (près de 8 points en 2021), le solde conjoncturel ne s'améliorera pas en 2023. Malgré les mesures d'urgence de 2022 et prolongées pour certaines dans le cadre de la nouvelle loi de finances, l'impulsion budgétaire sera négative au cours de ces deux années et le déficit budgétaire pourrait être réduit à 5 et 4 % du PIB. Cette politique ne signifie pas qu'elle soit restrictive. Selon la commission européenne, les dépenses publiques ont augmenté de 6,9 points de PIB 2019 entre 2019 et 2021. Malgré l'ajustement, la politique reste largement expansionniste.

Côté dépenses, certaines mesures d'urgence prises sur la fiscalité énergétique sont prolongées à 2023, tout comme la gratuité des transports de banlieues et le prolongement à fin janvier du décompte de 50 % sur les trains à grande vitesse. Supprimée en 2013, l'indexation des pensions contributives à l'IPC fait son retour dans le cadre notamment de la loi sur la réforme des retraites signée fin 2021 : une hausse de 8,5 % (l'inflation attendue en novembre) est attendue prochainement. La prime loyer jeunes (250 € pour les 18-35 ans à bas revenus) est maintenue. Le bon culture (400 €) est étendu aux jeunes de 18 ans. L'indice de référence des prestations sociales est revalorisé de 3,6 %. Sans oublier la hausse de 2,5 % du salaire des fonctionnaires déjà mentionnée. Les dépenses d'investissement dans les transports, la R&D et la Défense ont également augmenté.

Côté recettes, en plus de l'impôt sur les surprofits des compagnies énergétiques et des banques en 2023 et 2024 (3,5 milliards sont attendus chaque année), d'autres mesures devraient être adoptées. Un impôt temporaire sur les grandes fortunes (patrimoine net supérieur à 3 millions d'euros) est introduit. L'impôt sur les revenus du capital est augmenté et une nouvelle tranche est introduite. Pour les bas revenus, la base d'exonération est relevée de 18 à 21 000 euros, soit le niveau du salaire médian. L'impôt sur les sociétés passe de 25 à 23 % pour les petites entreprises tandis que la perte des filiales des groupes consolidés est davantage encadrée.

Royaume-Uni : sur le fil du rasoir³¹

Après le choc de la crise de la Covid-19 en 2020, qui a provoqué une récession parmi les plus importantes des pays développés (-11 %), le PIB britannique s'est redressé en 2021 (+7,5 %) et devrait encore afficher une croissance très positive en moyenne annuelle en 2022 selon nos prévisions. Mais ce chiffre, en apparence toujours favorable, résulte de la formation d'un acquis de croissance très positif (+4,6 %), hérité de la trajectoire trimestrielle passée du PIB jusqu'au premier trimestre 2022. Au deuxième trimestre 2022, l'activité est en effet retombée à un rythme faible, 0,2 %, contre 0,7 % au premier.

Les comptes nationaux du Royaume-Uni ont été assez fortement révisés en baisse pour 2020, où le recul du PIB est désormais évalué à -11 % selon les données publiées le 30 septembre 2022, contre -9,3 % auparavant (graphique 16). Cette révision a concerné principalement le deuxième trimestre 2020, avec un recul du PIB pendant les mois de confinement estimé désormais à -21 % contre -19,4 % auparavant, ainsi que le troisième trimestre avec un rebond post-confinement estimé à +16,6 % selon les comptes révisés contre +17,6 % selon l'ancienne version des comptes. Au total, le niveau actuel du PIB au quatrième trimestre 2020 est inférieur de -3,8 % à son ancienne estimation. En revanche, la croissance au cours de l'année 2021 a été révisée en hausse puisque l'écart entre les deux estimations ne s'établit plus qu'à -1,7 % à la fin 2021.

La translation vers le bas de la série de PIB révisée a ramené son niveau à celui d'avant-crise (quatrième trimestre 2019), alors que ce dernier avait été dépassé au quatrième trimestre 2021 selon l'ancienne estimation. Deux ans et demi après le déclenchement de la crise de la Covid-19, le PIB britannique affiche donc une stagnation entre le quatrième trimestre 2019 et le deuxième trimestre 2022.

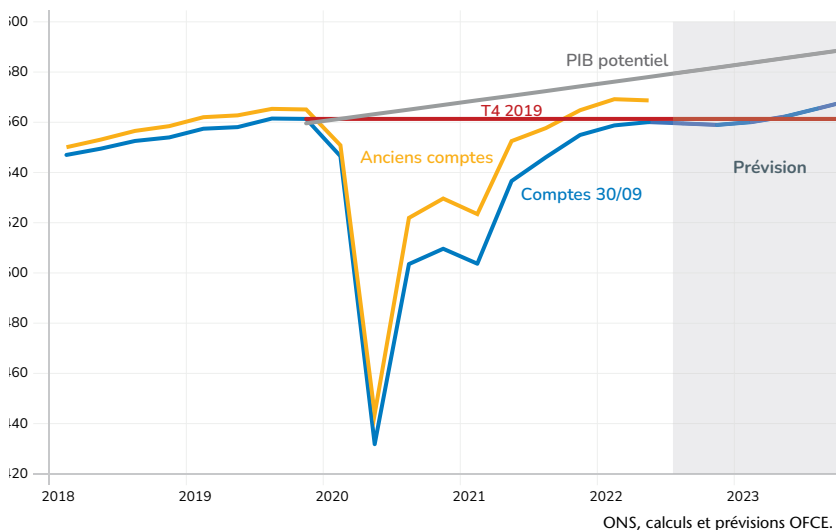
Toutefois, le retard d'activité apparaît clairement négatif en prenant comme référence non pas le point d'avant-crise, mais la trajectoire de croissance qui aurait pu se dérouler depuis ce point en l'absence de

31. Cette fiche a été rédigée avant l'abandon des mesures de politique économique annoncées par le gouvernement Truss lors de sa prise de fonction, et avant la désignation du nouveau premier ministre Rishi Sunak le 24 octobre 2022. L'incertitude sur la politique économique qui sera menée est grande dans l'attente de la présentation du budget pour l'exercice fiscal 2023/2024 le 31 octobre, hormis la pérennisation du bouclier énergie jusqu'en mars 2023 au titre de l'exercice fiscal 2022/2023.

crise. Progressant au rythme de 1,3 % l'an selon nos estimations, le niveau du PIB potentiel apparaît supérieur de 3 % au niveau du PIB effectif au deuxième trimestre 2022. Ce qui montre, à l'instar de beaucoup d'autres pays, que l'économie britannique porte encore les cicatrices de la crise de la Covid-19.

La révision à la hausse de la croissance trimestrielle de 2021 entre les nouveaux et les anciens comptes (en glissement annuel entre les quatrièmes trimestres de 2020 et 2021, la croissance a été révisée de +2,3 points) relève mécaniquement l'acquis de croissance de 2022, de 3,5 à 4,6 % au deuxième trimestre 2022. Le Royaume-Uni devrait ainsi afficher une croissance très positive cette année, même si les nuages s'amoncellent au second semestre.

Graphique 16. Estimations du PIB Britannique

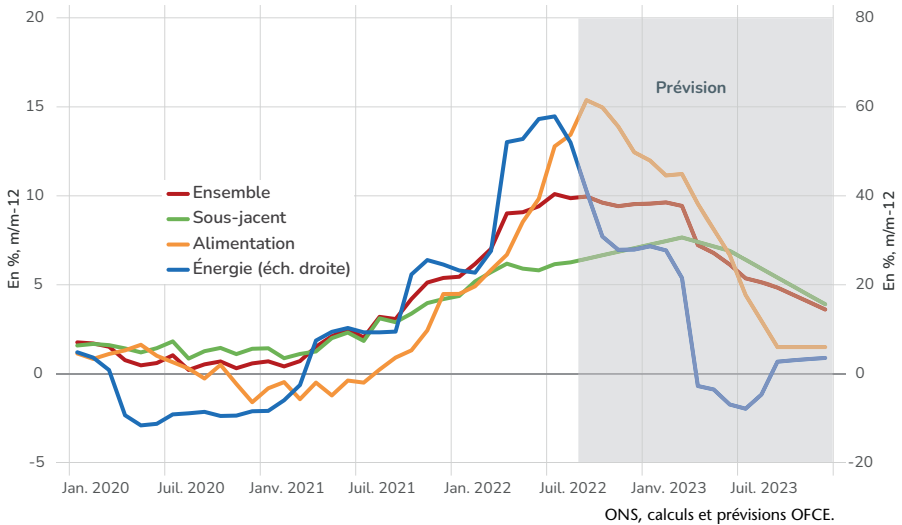


L'inflation exubérante

Comme ses homologues, le Royaume-Uni a subi de plein fouet le regain de l'inflation au cours de l'année 2021, d'abord sous l'effet de la seule reprise des prix de l'énergie et des matières premières industrielles au premier semestre, puis de celle des produits alimentaires au second (graphique 17). Le redémarrage de la demande de matières premières à partir de la seconde moitié de 2020, sous l'impulsion de la reprise de l'activité après le grand confinement du printemps, alors que l'offre restait contrainte par les répliques de la pandémie dans les pays

producteurs, a poussé les prix à la hausse tout au long de l'année 2021. Le déclenchement des hostilités entre l'Ukraine et la Russie le 24 février 2022 a accentué encore les déséquilibres, l'offre énergétique en provenance de la Russie ayant pâti du train de sanctions mises en place par les Européens en rétorsion à l'intervention russe en Ukraine.

Graphique 17. Inflation au Royaume-Uni



En glissement annuel, l'inflation énergétique a atteint près de 60 % en juillet 2022, avant de refluer légèrement depuis lors, et l'inflation alimentaire devrait atteindre 15 % en septembre. L'inflation sous-jacente, c'est-à-dire considérée hors énergie et produits alimentaires, a emboîté le pas des autres composantes en s'élevant au-dessus de 2 % à partir de la mi-2021, d'abord par la diffusion au sein du système productif du renchérissement des produits de base, puis de la réaction des salaires au pertes de pouvoir d'achat depuis le quatrième trimestre 2021. Au total, l'inflation d'ensemble culminait à 10 % à l'été 2022.

Jusqu'au premier trimestre 2022, la consommation des ménages, qui représente 60 % du PIB, a plutôt bien résisté au choc inflationniste et à l'extinction des mesures Covid. Face à la baisse de leur pouvoir d'achat et à l'arrêt des transferts au titre des mesures de soutien mises en place pendant la crise de la Covid-19, les ménages ont réduit leur taux d'épargne, de 20,3 % du revenu disponible brut (RDB) au premier trimestre 2021 à 7,8 % au deuxième trimestre 2022, pour préserver la

croissance de leur consommation. En 2021, par rapport à un contrefactuel où le taux d'épargne serait resté constant au niveau du premier trimestre (20,3 % du RDB), c'est 47,5 milliards de livres qui ont été injectés dans la consommation jusqu'au quatrième trimestre, soit 3 % du RDB nominal. Mais cette baisse du taux d'épargne n'a nullement entamé le stock de sur-épargne accumulé durant la crise de la Covid-19, 293 milliards au deuxième trimestre 2022. Il faudrait pour cela que le taux d'épargne s'établisse durablement sous son niveau moyen de 2019, soit 5,3 %, pour rendre progressivement à la consommation le montant de l'épargne liquide excédentaire. Dans leur ensemble, les ménages britanniques disposent donc toujours d'un « matelas » qui leur permettrait d'amortir l'effet sur la consommation d'une dégradation prononcée du RDB. Ce chiffre macroéconomique ne reflète cependant pas les situations individuelles des ménages, avec une accumulation d'épargne concentrée sur les ménages les plus aisés, et une exposition au choc inflationniste très différente selon le poids de l'énergie dans la consommation par catégorie de ménages.

La politique économique, déjà fortement sollicitée durant la crise de la Covid-19, l'est de nouveau en 2022 pour amortir le choc inflationniste. À la différence de ses homologues européens, le gouvernement britannique a répondu plus tardivement à la montée de l'inflation. Les premières mesures ont été annoncées le 3 février 2022 par le gouvernement précédent (Johnson/Sunak) avec, à partir d'octobre 2022, une réduction des factures d'énergie de 200 livres remboursable sur 5 ans, accompagnée d'une remise sur la taxe d'habitation de 150 livres, non remboursable. Ce plan initial avait été complété le 23 mars 2022 par l'octroi une réduction des taxes sur l'essence et le diesel de 5 pences par litre à partir de mars 2022 pour 2,4 milliards de livres sterling.

Ces dispositions ont été étendues par l'annonce, le 26 mai 2022, d'un doublement du montant des factures d'énergie pris en charge par le gouvernement (de 200 à 400 livres versées pendant six mois à partir du premier octobre) et de l'abandon du remboursement. Par ailleurs, 7,2 millions de ménages les plus pauvres ont eu droit à une prestation de 650 livres, dont la moitié a été versée en juillet, l'autre au 1^{er} octobre.

Enfin, le nouveau gouvernement en place depuis le 6 septembre 2022 (Truss/Kwarteng) a annoncé le 23 septembre le renforcement du bouclier énergie avec le plafonnement pendant deux ans des prix du gaz et de l'électricité, soit 34 pences par kWh pour l'électricité et 10,3 pences par kWh pour le gaz, ce qui conduirait à plafonner la facture d'un ménage moyen à 2 500 livres par an. Le gouvernement

considère que le coût total de la mesure pourrait être de 31 milliards de livres en 2022-23, soit 1,4 point de PIB (exercice budgétaire, courant jusqu'à la fin mars 2023), sur la base des prix du gaz et de l'électricité en vigueur à la fin août 2022. Mais le coût pourrait être plus élevé si la hausse des prix se poursuit (ou moins élevé si les prix baissent). Selon le gouvernement, cette mesure pourrait avoir un impact négatif sur l'inflation de 4 à 5 points au cours des prochains mois, c'est-à-dire en limiter la hausse.

Le coût budgétaire anticipé de ces mesures a affolé les marchés, avec une hausse des taux longs de 3,1 % entre la nomination de Liz Truss le 6 septembre 2022 à 4,5 % les 27 septembre et 10 octobre 2022 (des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis 14 ans), contraignant la banque centrale à intervenir pour calmer les marchés. Face à ces tensions, le gouvernement a fait machine arrière sur l'ampleur du bouclier énergie (et sur le programme de baisses d'impôts non liées au bouclier énergie) avec un plafonnement des prix qui s'arrêterait en avril 2023 et non plus à la fin 2024 selon le nouveau chancelier de l'échiquier, Jeremy Hunt, remplaçant de Kwasi Kwarteng, limogé le 14 octobre. Si l'exercice fiscal avril 2022/mars 2023 est bien balisé, avec un engagement public pour les ménages au titre du bouclier énergie équivalant à 2 % du PIB, l'incertitude demeure pour l'exercice fiscal 2023/2024 dans l'attente de la désignation d'un nouveau premier ministre le 28 octobre et de la présentation du prochain budget le 31 octobre 2022.

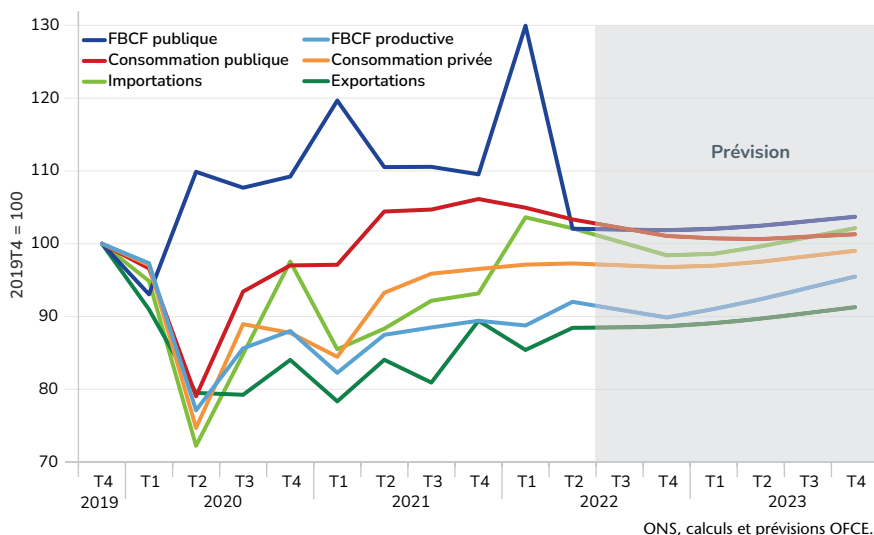
Le rattrapage interrompu...

L'année 2021 a vu se poursuivre le rattrapage engagé dans la seconde moitié de 2020 après le choc provoqué par le confinement au printemps précédent. Mais à partir du deuxième trimestre 2021, le PIB a décéléré, de +6,5 à +0,2 % au deuxième trimestre 2022. La poussée inflationniste explique cette trajectoire au travers de son effet négatif sur la consommation des ménages malgré la baisse du taux d'épargne. Les mesures engagées par le gouvernement précédent Johnson/Sunak pour contrecarrer les effets de l'inflation sur le pouvoir d'achat des ménages étaient trop tardives pour avoir déjà eu un effet au deuxième trimestre 2022.

En comparaison de la consommation des ménages, qui affiche un écart de -2,7 % par rapport à son niveau d'avant-crise au deuxième trimestre 2022, l'investissement productif reste très en retard (-8 %), malgré un sursaut un peu à contretemps à la mi-2022 (graphique 18).

La consommation et l'investissement publics ont porté en 2020 et en 2021 la marque des plans de résilience mis en place durant la crise de la Covid-19, mais leur soutien à l'économie s'amenuise fort logiquement depuis la fin 2021 avec la fin de la pandémie.

Graphique 18. Écart des composantes du PIB britannique aux points d'avant-crise



Le point noir majeur de l'économie britannique est, avec l'investissement productif, celui du commerce extérieur, avec des exportations qui demeurent 11,5 % sous leur niveau d'avant-crise alors que les importations lui sont supérieures de 2 %. Naturellement, il est difficile de démêler dans ce retard des exportations ce qui relève de la crise de la Covid-19 et ce qui relève du Brexit. Les frictions générées par les contrôles douaniers aux frontières sanctionnent les exportations vers l'UE, mais ces dernières peuvent aussi être confrontées aux difficultés persistantes des secteurs les plus pénalisés par la pandémie, comme l'aéronautique et les transports. Les parts de marché du Royaume-Uni dans le commerce mondial ont ainsi perdu près de 20 % entre le quatrième trimestre 2019 et le deuxième trimestre 2022. Bien qu'à un degré moindre, ce constat marque aussi d'autres pays européens, notamment la France avec des pertes de parts de marché en baisse de 9 % sur la même période, et l'Allemagne où elles atteignent 6 %. Ceci qui laisse penser que le Brexit ne rend pas compte à lui seul de la contreperformance du secteur exportateur britannique. Comme ses consœurs européennes, l'économie britannique subit des difficultés

d'approvisionnement liées au dysfonctionnement des chaînes de production mondiales, à l'origine de blocages de la production qui affectent sa capacité exportatrice.

... par la stagflation

Pour la seconde moitié de 2022 et l'année 2023, la trajectoire de l'économie britannique restera marquée par les nombreux chocs dont les premiers effets sont déjà visibles depuis la seconde moitié de 2021. Ce n'est en effet pas l'épuisement du processus de rattrapage post-confinements qui peut expliquer le tassement de l'activité au Royaume-Uni depuis un an dès lors que le point d'avant-crise, rejoint au deuxième trimestre 2022, ne représente pas en lui-même l'objectif du rattrapage (graphique 20). Il convient d'incorporer dans la définition de la cible du rattrapage la croissance qui aurait pu se dérouler depuis le point d'avant-crise, c'est-à-dire la croissance potentielle si l'on fait l'hypothèse que la crise n'a pas affecté la capacité productive de long terme. De fait, l'écart du PIB à cette cible reste négatif, ce qui montre que le rattrapage n'est pas achevé.

Les forces qui s'opposent à sa poursuite sont nombreuses : le choc inflationniste qui pèse sur la consommation des ménages et renchérit les coûts de production, le choc d'approvisionnement qui bloque l'activité dans les secteurs principalement industriels, le choc d'incertitude lié à la montée des tensions géopolitiques à la fin février 2022 avec le déclenchement des hostilités entre la Russie et l'Ukraine et enfin le choc de politique monétaire en réponse à l'exubérance de l'inflation. L'économie britannique affichera une croissance en moyenne annuelle très positive en 2022, mais du fait d'un acquis de croissance très positif alors que l'activité friserait la récession dans la seconde moitié de l'année. En 2023, la croissance serait très faible avec une hausse du PIB de 0,9 %.

Au tournant de 2022/2023, la consommation des ménages devrait pâtir assez sévèrement de la montée de l'inflation alors que les mesures énergie mises en place par le gouvernement Johnson ont été tardives et celles décidées par l'éphémère gouvernement Truss trop récentes pour l'infléchir avant 2023. Préservée jusqu'à présent de la dégradation du pouvoir d'achat grâce à la baisse du taux d'épargne, la consommation devrait se contracter dans la seconde moitié de 2022, avant de retrouver le chemin de la hausse en 2023, sous l'effet de la montée en charge des dispositifs d'aide aux ménages. Dans ce contexte déprimé, l'investissement productif emboîtera le pas de la consommation au

second semestre 2022, avant de se redresser en 2023 sur un rythme un peu plus soutenu qui marquerait un début de comblement du retard accumulé depuis la fin 2019. La consommation et l'investissement publics porteraient encore la marque du désengagement des pouvoirs publics dans les dispositifs de soutien à l'économie hérités de la crise de la Covid-19. Enfin, la dépréciation de la livre face au dollar devrait mettre fin aux pertes de parts de marché du Royaume-Uni et maintenir la croissance des flux d'exportations durant cet épisode d'activité atone. Elle aurait en revanche l'effet collatéral d'alimenter l'inflation importée et donc le choc de pouvoir d'achat.

Sur le marché du travail, après avoir enregistré un recul au premier semestre 2022, la productivité horaire s'établit à un niveau légèrement supérieur à sa tendance au deuxième trimestre 2022 (+0,2 %), ce qui ne dénote ni excès ni insuffisance du volume horaire d'activité par rapport à la production courante. Le caractère atone de l'activité durant l'hiver 2022/2023 et l'absence de choc brutal sur la croissance ne devraient pas entraîner d'évolutions très marquées du cycle de productivité. La productivité horaire resterait ainsi sur sa tendance et la trajectoire du volume horaire travaillé très proche de celle de la valeur ajoutée. Sous l'hypothèse que le redressement de la durée du travail est achevé et se stabiliserait à l'horizon de la prévision (le nombre d'heures par emploi a retrouvé son niveau d'avant-crise au deuxième trimestre 2022), les évolutions de l'emploi seraient parallèles à celles de la valeur ajoutée, avec un faible recul durant l'hiver avant que la réanimation de l'activité dans le courant de 2023 ne réactive un courant d'embauches (+1,1 % en glissement annuel).

Finances publiques : tirs croisés

En 2022, l'impulsion budgétaire est marquée par des influences contraires, à savoir d'un côté le retrait des dispositifs publics de résilience mis en place pendant la crise de la Covid-19 et de l'autre les mesures prises pour atténuer le choc inflationniste. En 2021 et en 2022, le déficit public s'est considérablement réduit, passant de -195 milliards de livres en 2020 (soit plus de 9 % du PIB) à -10,6 milliards en 2022 selon nos estimations (-0,4 % du PIB). En considérant le solde public primaire, c'est-à-dire hors charge d'intérêt, le Royaume-Uni pourrait même dégager en 2022 un excédent de 3,1 % du PIB, conséquence d'une impulsion budgétaire très fortement négative (-4,7 points de PIB), loin d'être compensée par la montée en charge du bouclier énergie (1,6 points de PIB).

Pour 2023, les projections budgétaires sont très incertaines du fait de la situation politique pour le moins chaotique apparue après la nomination de Liz Truss au poste de premier ministre le 6 septembre dernier. Le nouveau gouvernement avait ainsi annoncé un plan en deux parties. D'abord, en lien direct avec l'inflation énergétique, en mettant en place au premier octobre 2022 un généreux bouclier consistant à limiter les factures d'énergie des ménages à 2 500 livres par an évalué à 31 milliards de livres pour l'exercice budgétaire 2022/2023 et pour les entreprises un plan d'encadrement du prix du gaz et de l'électricité, pour un montant de 29 milliards sur 6 mois. Ensuite, un vaste programme de baisse de la fiscalité à l'intention des ménages et des entreprises pour un montant de près de 30 milliards de livres pour l'exercice budgétaire 2023/2024.

Dans un premier temps, la vive inquiétude exprimée par les marchés face à l'ampleur de l'engagement financier public que sous-tendraient ces programmes, a conduit le gouvernement à les raboter : annulation de certaines dispositions du plan fiscal, puis dans un deuxième temps, suppression pure et simple lors du changement de ministre des Finances le 14 octobre 2022, annonce de la limitation du bouclier énergie à mars 2023.

Du fait de l'étalement de l'année fiscale sur deux années calendaires, les mesures au titre du bouclier énergie prises en fin d'année 2022 auront d'ores et déjà un effet sur 2023 que l'on peut estimer. En revanche, la situation nouvelle créée par la démission de Liz Truss le 20 octobre 2022 laisse à l'heure actuelle sans réponse la question de la reconduction des mesures déjà adoptées et de l'institution de mesures nouvelles. Par hypothèse, nous avons supposé que les mesures d'encadrement des prix du gaz et de l'électricité pour les ménages seraient reconduites durant l'exercice 2023/2024, ajoutant une impulsion supplémentaire à celle déjà existante. Finalement, l'impulsion budgétaire redeviendrait positive en 2023, 1,9 point de PIB, même si ce chiffre est très incertain, et probablement surestimé si l'impact du bouclier énergie était atténué par des baisses de dépenses. Le ratio de dette publique, quant à lui, profiterait clairement de la forte hausse du PIB nominal en 2022 et en 2023 entraînée par l'inflation. Cette dernière baisserait de 8 points de PIB en 2022, pour atteindre 87,3 %, et de 2,7 points supplémentaires en 2023 pour s'établir sous 85 %. Au total, la croissance nominale, près de 10 % en 2022 et 6,4 % en 2023 selon nos prévisions, aura permis de réduire le ratio de dette publique de plus de 10 points de PIB en deux ans, ce qui est probablement la seule bonne nouvelle dans le climat délétère actuel.

Japon : ralentissement importé

À la mi-2022, le PIB japonais a enfin dépassé son niveau d'avant-Covid (de 0,6 %). La reprise a longtemps été freinée par l'impact sur les services des mesures prophylactiques prises lors des vagues épidémiques successives ainsi que par les blocages en Chine qui ont entraîné des pénuries de produits intermédiaires et pesé sur les exportations japonaises. La fin des mesures sanitaires le 21 mars 2022 a entraîné une forte croissance des dépenses des agents privés au deuxième trimestre 2022, les ménages puisant dans leur épargne, mais sans entamer la sur-épargne accumulée en 2020 et 2021. L'inflation est restée bien en-deçà de celle observée dans les autres grands pays développés pour plusieurs raisons : tout d'abord grâce à une subvention des pouvoirs publics pour que le prix du carburant ne dépasse pas le seuil défini par le gouvernement, ensuite *via* une revente du blé importé par le gouvernement aux distributeurs à un prix inférieur à celui du marché ; enfin *via* une moindre transmission de la hausse des cours des autres matières premières alimentaires sur les prix à la consommation. La divergence croissante entre le maintien d'une politique monétaire expansionniste au Japon et le resserrement en cours des autres grandes banques centrales a entraîné une forte dépréciation du yen.

La croissance resterait supérieure à la croissance potentielle en 2022 et 2023 (estimée entre 0,2 % par la Banque du Japon et 0,6 % par le gouvernement), tirée par l'assouplissement relatif des contraintes d'offre en Chine et la fin des mesures sanitaires internes, une politique monétaire toujours très accommodante, un taux de change favorable et la poursuite du soutien de la politique budgétaire. Elle pâtirait néanmoins du ralentissement de la demande adressée fin 2022 et début 2023 et du prix des matières premières encore élevés à court terme.

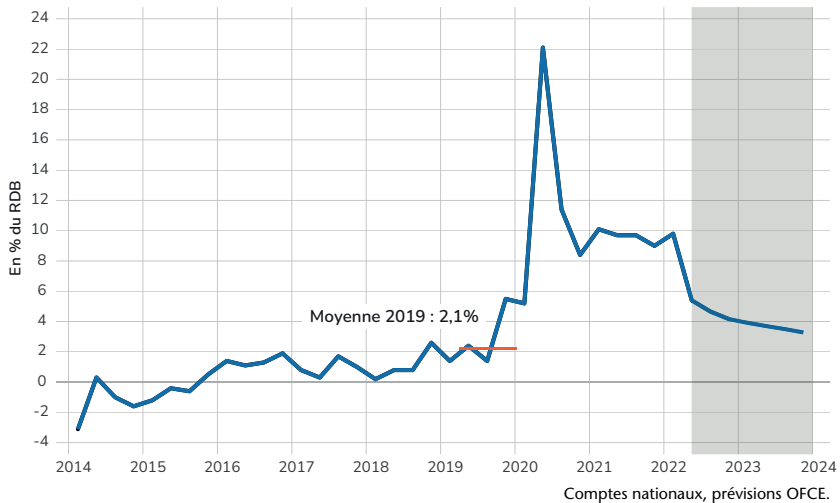
La fin des contraintes sanitaires a permis un rebond de la croissance

L'évolution trimestrielle du PIB a été très chahutée en 2021 et au premier semestre 2022, au gré des mesures d'urgence mises en place au niveau des préfectures pour lutter contre l'épidémie de Covid-19 (de janvier à mars 2021, de juillet à septembre 2021 puis de janvier à mars 2022), qui ont concerné entre 50 à 75 % de la population selon les moments. Les mesures prises, en limitant les interactions sociales *via* des incitations au télétravail, des restrictions d'ouverture des restaurants, des bars... ont pesé sur les dépenses des agents privés. Avec la

levée des dernières restrictions fin mars 2022, la consommation des ménages et l'investissement productif ont connu un net rebond au deuxième trimestre 2022.

La croissance de la consommation privée (0,9 %) s'est appuyée sur une très forte baisse du taux d'épargne (graphique 19), entraînant un retour de ce dernier à un niveau légèrement supérieur à celui pré-Covid. Les ménages conservent néanmoins une forte épargne accumulée durant la crise. La consommation a été essentiellement tirée par un rebond de la consommation des services (jusqu'ici partiellement empêchés), et notamment par le secteur de la restauration. La consommation dans le secteur des services, qui représente 60 % de la consommation totale, a ainsi contribué pour les 2/3 à la progression de cette dernière au deuxième trimestre. Le tourisme intérieur a été soutenu par des mesures publiques, dans la lignée de la campagne « Go to travel »³², soit au niveau des préfectures, soit au niveau des régions. La consommation de biens durables est, quant à elle, restée atone. Les immatriculations de voitures neuves, qui s'étaient redressées entre octobre 2020 et août 2021, après la chute du premier confinement, n'ont cessé de reculer depuis lors, reflétant les problèmes d'approvisionnement et de pénuries de semi-conducteurs et de

Graphique 19. Taux d'épargne des ménages japonais



32. Cette campagne mise en place en juillet 2020 avait pour but de stimuler le tourisme intérieur après les fermetures de début 2020, en finançant en partie le coût du logement et des dépenses sur place et avait été arrêtée à la suite du rebond épidémique fin 2020.

produits intermédiaires qui se sont encore accentués au moment du blocage de Shanghai en début d'année 2022³³.

La politique budgétaire a largement soutenu le pouvoir d'achat des ménages dans un contexte d'accélération de l'inflation, *via* les plans de novembre 2021 et avril 2022. Même si l'inflation est restée limitée au regard des États-Unis ou des pays européens, elle a néanmoins atteint 3 % en août 2022, un taux jamais observé au Japon depuis le début des années 1990, hormis la période 2014-2015 où la taxe sur la consommation avait été relevée (graphique 20)³⁴. L'inflation sous-jacente reste malgré tout modérée, à 1,2 % en août 2022. L'inflation globale est tirée à la hausse par la composante énergie de l'indice des prix, du fait de l'augmentation des prix des matières premières énergétiques (pétrole et GNL notamment) amplifiée par la dépréciation du yen. L'accélération de l'inflation énergétique a toutefois été freinée par l'introduction en décembre 2021 de subventions publiques aux distributeurs et importateurs de pétrole pour fixer un plafond au prix du carburant à 172 yens par litre (avec une aide allant jusqu'à 25 yens le litre). Le 26 avril, le gouvernement a amplifié cette mesure pour que le prix ne dépasse pas 168 yens par litre (avec une aide jusqu'à 35 yens le litre). Par ailleurs, le poids de l'énergie dans l'indice des prix à la consommation est plus faible que dans la plupart des grands pays développés (7,2 % en 2020, contre 9,8 % dans la zone euro par exemple), ce qui limite la transmission à l'inflation globale. Le gouvernement a aussi décidé de limiter l'augmentation du prix du blé, ce qui s'est répercuté sur la composante alimentaire de l'indice de prix à la consommation³⁵. La plupart des autres composantes alimentaires ont également été moins dynamiques (huile, légumes, viande...)³⁶. La faible progression du prix de l'alimentation (4,1 % en septembre 2022), étant donné son poids élevé dans l'indice de prix (26,3 %), a contribué à la modération de l'inflation globale.

33. Pour plus de détails sur l'impact des perturbations logistiques et de production en Chine sur l'économie japonaise, voir : *Outlook for Economic Activity and Prices*, juillet 2022, Bank of Japan, Box 1, page 48.

34. Cette taxe sur la consommation (l'équivalent de la TVA) existe depuis avril 1989 au Japon. Elle a été revalorisée 3 fois depuis lors : en avril 1997 de 3 à 5 %, en avril 2014 à 8 % et enfin en octobre 2019 à 10 %. Cette dernière n'avait pas entraîné d'accélération de l'inflation en raison de la contraction du PIB fin 2019 liée aux dégâts du typhon Hagibis puis de l'émergence de l'épidémie de Covid-19 qui a entraîné un repli des dépenses des consommateurs et des entreprises.

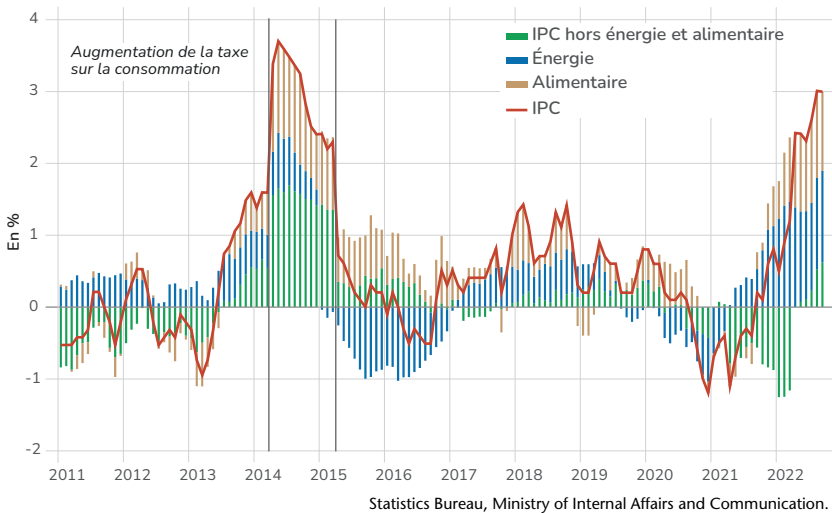
35. Le prix du blé a été gelé au prix d'avant la guerre en Ukraine.

36. Ceci peut s'expliquer par des comportements différents des distributeurs ou des importateurs (contrats, marges...).

Enfin pour soutenir le revenu des ménages et la trésorerie des entreprises, le gouvernement a également versé aux ménages à bas revenus avec enfants une aide de 50 milles yens par enfant et accordé des prêts sans intérêt aux PME.

Le marché du travail est resté bien orienté. Le taux d'emploi a légèrement augmenté par rapport à début 2020 et le taux de chômage est quasiment stable, à 2,6 % en juillet 2022 (contre 2,8 % un an plus tôt). Face à l'accélération de l'inflation, les salaires nominaux par tête ont progressé, bénéficiant de bonus en juin et juillet 2022, et laissant espérer aux autorités japonaises l'enclenchement d'une boucle prix-salaires.

Graphique 20. Taux d'inflation au Japon et ses principales composantes



Du côté des exportations, elles ont été fortement impactées par les contraintes de transport avec la Chine, les soucis d'approvisionnement en pièces détachées et en semi-conducteurs, ce qui a pesé notablement sur les exportations de véhicules jusqu'en juin 2022, avant un retournement à la hausse en juillet et en août (21 % des exportations de bien). Les exportations en biens de communication (ordinateurs, smartphones) ont été moins dynamiques les derniers mois, la demande s'étant tassée.

L'investissement des entreprises a rebondi au deuxième trimestre 2022, en lien avec la reprise de la demande en logiciels et de la consommation des ménages. Les profits des entreprises sont à de hauts

niveaux, notamment ceux des grandes entreprises du secteur manufacturier qui ont bénéficié de gains de parts de marché en lien avec la dépréciation du yen. Dans le secteur non manufacturier, en particulier dans les petites et moyennes entreprises, les profits au contraire se sont dégradés en raison de la détérioration des termes de l'échange.

Malgré l'accélération de l'inflation, la politique monétaire est restée très accommodante, ce qui s'est traduit par une forte dépréciation du yen. Après plusieurs années de variations de faible amplitude, le yen avait commencé à se déprécier vis-à-vis du dollar début 2021 et cette dépréciation s'est accentuée depuis mars 2022, au moment du début du resserrement monétaire aux États-Unis. Au 14 octobre 2022, le yen avait ainsi chuté de 26 % par rapport au dollar depuis mi-mars 2022 et de 44% au total depuis le 1^{er} janvier 2021. Il s'est aussi déprécié vis-à-vis de l'euro, reflétant également l'augmentation des taux directeurs par la BCE. Lors de la [dernière réunion des 21 et 22 septembre](#), la Banque du Japon a maintenu les taux inchangés (à -0,1 % pour les taux courts et achat d'autant d'obligations gouvernementales que nécessaire pour maintenir les taux à 10 ans proches de 0 %). Selon nos prévisions, l'inflation continuerait d'augmenter jusqu'à fin 2022, avant de décélérer en 2023 en lien avec les prix énergétiques. La Banque du Japon ne resserrait donc pas sa politique, l'inflation (hors produits frais) n'étant pas à 2 % de façon pérenne. Elle espère en effet la mise en place d'un cercle vertueux, avec une augmentation des anticipations d'inflation des agents privés qui se répercute sur le cycle de négociations salariales et donc sur l'inflation et les salaires à moyen terme.

À la suite à la décision de la Banque du Japon de maintenir ses taux inchangés, le cours du yen avait dévissé rapidement, conduisant le ministre des Finances à décider de soutenir la monnaie, *via* des achats par la banque centrale de yens, en puisant dans ses réserves en dollars. C'est la première intervention sur le marché des changes de la Banque du Japon depuis la crise asiatique de 1998.

Le maintien à un haut niveau des prix des matières premières et le ralentissement de l'économie chez ses partenaires commerciaux amputeront la croissance

Malgré la forte augmentation des cas de Covid-19 entre juillet et septembre 2022, la large diffusion de la vaccination au sein de la population a conduit le gouvernement à renoncer à mettre en place des mesures sanitaires, la priorité étant désormais donnée à la reprise de l'économie.

La consommation des ménages serait soutenue par la poursuite de la baisse du taux d'épargne à l'horizon de la prévision, même si ce dernier resterait fin 2023 supérieur à la moyenne de 2019. Les ménages resteraient en effet prudents, et l'inflation ne ralentirait que progressivement en 2023 selon nos prévisions, en lien avec l'évolution des prix énergétiques mondiaux. Les ménages continueraient toutefois de bénéficier d'une inflation contenue par les mesures publiques sur les prix énergétiques ainsi que par le gel du prix du blé en vigueur actuellement, le gouvernement ayant décidé de ne pas répercuter la hausse du cours du blé qu'il importe sur le prix auquel il le revend aux détaillants japonais en octobre 2022³⁷.

Les entreprises indiquent dans l'enquête du troisième trimestre 2022 une nette augmentation de leurs plans d'investissement, notamment ceux repoussés pendant la crise de la Covid et du fait des difficultés d'approvisionnement. Ceci est cohérent avec des commandes de machines en augmentation depuis quelques mois. Dans notre scénario, cette poursuite de l'embellie ne serait pas bridée par des soucis d'approvisionnement en énergie. Comme dans de nombreux pays, le gouvernement envisage de demander aux ménages et aux entreprises de limiter leur consommation d'énergie entre décembre 2022 et mars 2023, l'achat de gaz naturel liquéfié pour le fonctionnement des centrales thermiques restant perturbé en raison de la guerre en Ukraine³⁸. Nous faisons l'hypothèse que cela ne perturberait que peu le processus de production.

Du côté du commerce extérieur, les exportations de biens ralentiraient en fin d'année 2022 et début 2023, en lien avec le commerce mondial, avant de réaccélérer, bénéficiant toujours d'une compétitivité-prix favorable dans le sillage de la dépréciation du yen. Par ailleurs, le gouvernement compte sur une nette augmentation des recettes issues du tourisme, à la suite de la levée le 11 octobre dernier du quota quotidien d'entrées de touristes étrangers et du visa pour les pays pour lesquels il n'était pas obligatoire avant la Covid³⁹.

La croissance de l'activité atteindrait 1,6 % en 2022 puis 1,4 % en 2023, grâce à un *policy-mix* accommodant dans un contexte mondial très incertain.

37. Le prix du blé importé par le gouvernement puis revendu aux détaillants est normalement révisé deux fois par an (en avril et en octobre) sur la base du prix moyen du blé acheté les 6 derniers mois.

38. Les pouvoirs publics avaient déjà demandé aux agents privés d'économiser l'énergie durant les mois de juillet à septembre 2022 marqués par une forte chaleur.

39. L'entrée reste néanmoins subordonnée à un schéma de vaccination ou un test PCR négatif.

Chine : la croissance entravée

Après une hausse de 8,1 % en moyenne annuelle en 2021, la croissance chinoise a été de 1,4 % au premier trimestre 2022 par rapport au trimestre précédent, avant de baisser de 2,6 % au deuxième trimestre 2022. Cette forte baisse de l'activité a pour principale raison le retour de confinements au printemps 2022 face à la hausse du nombre de cas de Covid-19. À cela s'ajoutent les effets de la crise du secteur immobilier et du ralentissement de la croissance mondiale ainsi que, dans une moindre mesure, la hausse des prix de l'énergie. Ces éléments continueront de peser sur la croissance chinoise au cours des prochains mois.

Alors que le 20^e congrès national du Parti communiste chinois s'ouvre à la mi-octobre, aucun signe d'assouplissement des mesures de contrôle de l'épidémie de Covid-19 n'est pour le moment en vue tandis que les effets de la crise immobilière risquent de s'aggraver et que les perspectives de faible croissance mondiale pèsent sur les perspectives des exportateurs chinois.

L'objectif de croissance de 5,5 % que s'était fixé initialement le gouvernement pour 2022 ne sera pas atteint. Compte tenu des chiffres de croissance publiés jusqu'au deuxième trimestre et des informations conjoncturelles portant sur l'été, la croissance ne serait que de l'ordre de 1,2 % cette année. Sous les hypothèses d'une levée progressive de la stratégie Zéro-Covid, en l'absence de l'apparition de nouveaux variants, d'un soutien budgétaire et monétaire qui limiterait l'ampleur de la crise immobilière et sous nos hypothèses de croissance mondiale et de prix de l'énergie, la croissance chinoise serait en 2023 d'1,3 % par trimestre, ce qui porterait la croissance à 3,4 % en moyenne annuelle.

La poursuite de la stratégie Zéro-Covid

En octobre 2022, la Chine est l'un des rares pays à avoir maintenu une stratégie Zéro-Covid. Plus de 90 % de la population a reçu au moins une dose de vaccin, mais à l'aide de vaccins chinois à virus inactivé dont l'efficacité est moindre que celle des vaccins ARN. La Chine n'a jusqu'à présent pas réussi à produire ses propres vaccins ARN et n'a pas non plus passé d'accord avec les fabricants étrangers de vaccins ARN. Par conséquent, la stratégie Zéro-Covid a été maintenue, particulièrement pour limiter la diffusion du variant Omicron, avec la mise en place de confinements locaux à partir de la fin 2021⁴⁰.

À la mi-octobre, selon la NHC (National Health Commission), la pandémie de Covid-19 n'aurait entraîné que 5 226 décès en Chine. Ce chiffre est sans nul doute sous-estimé, mais la stratégie Zéro-Covid a néanmoins permis d'éviter de nombreux décès, avec un coût social et économique important. Sur la base des données de valeur ajoutée régionales, par grand secteur d'activité, nous pouvons estimer que les villes frappées par des mesures de restriction représentaient 7,7 % en avril 2022 de la valeur ajoutée chinoise, dont 3,8 % pour Shanghai⁴¹. Les secteurs de l'hôtellerie et la restauration connaissaient la plus forte chute d'activité (-85 %), suivis du secteur du commerce (-75 %), alors que les transports pouvaient se réorganiser en partie (-50 %) et que les entreprises industrielles réussissaient à limiter la chute de leur production à 25 %, comme les services financiers et les autres services. Au total, le choc des confinements serait de -2,4 % sur l'ensemble de la valeur ajoutée chinoise sur ce seul mois. Shanghai est sorti officiellement de deux mois de confinement à la fin mai mais sans que cela signifie un retour total à la normale (restaurants et salles de sport demeurant alors fermées, jauges à 75 % pour les magasins, tests Covid de moins de 72 heures pour prendre les transports en commun et entrer dans les lieux publics, quarantaine stricte pour les personnes testées positives et leurs contacts). Compte tenu du maintien des confinements locaux en juin, l'impact du choc Omicron peut être évalué à 2,4 % sur le deuxième trimestre.

Sous l'hypothèse d'une croissance tendancielle de 1,3 % en termes trimestriels, le seul choc Omicron aurait conduit à une baisse du PIB de 1,1 % au deuxième trimestre. La baisse de 2,6 % est donc beaucoup plus ample que nous l'aurions suggéré. Il faut garder à l'esprit la fragilité des statistiques chinoises et les limites d'un appareil statistique très peu détaillé qui ne permet pas de décomposer la baisse du PIB ni par secteur d'activité en termes trimestriels ni par composantes de la demande. Rien n'assure non plus que les chiffres officiels de croissance ne seront pas révisés (à la hausse ou à la baisse). Il est possible que notre évaluation sous-estime l'impact des mesures de lutte contre le Covid, mais d'autres éléments ont contribué à ralentir la croissance au deuxième trimestre, notamment l'immobilier (*cf infra*).

La stratégie Zéro-Covid est devenue au cours du temps « dynamique », c'est-à-dire de plus en plus ciblée au niveau local, pouvant ne

40. Voir Mathieu, 2022, « Omicron en Chine : l'épée de Damoclès », *OFCE Le Blog*, 10 mai.

41. Voir OFCE, 2022, « L'économie mondiale sous les chocs », *OFCE Policy brief 106*, 25 mai.

toucher que des quartiers, voire des immeubles résidentiels, ceci dans de nombreuses villes et régions, pour limiter la diffusion des cas de Covid-19 tout en évitant de mettre l'ensemble des activités à l'arrêt. De ce fait, l'économie chinoise serait autant freinée au troisième trimestre qu'au trimestre précédent par les mesures de restriction sanitaire, et cela resterait le cas jusqu'à la fin de l'année. L'impact serait donc de -1,8 point sur la croissance en 2022.

Pour 2023, nous supposons qu'après le Congrès du PCC, la stratégie Zéro-Covid sera progressivement assouplie jusqu'à disparaître au quatrième trimestre, ce qui au total aurait un impact positif de 1,1 point sur la croissance en 2023.

La crise du secteur immobilier

Pendant de nombreuses années, le secteur immobilier a été très dynamique en Chine (pour une présentation des évolutions depuis le début des années 1980, voir Carré *et al.*, 2022)⁴². En 2021, la valeur ajoutée du secteur de la construction représentait 7 % de la valeur ajoutée totale. Rogoff et Yang (2020) estiment le poids de l'ensemble du secteur immobilier dans la valeur ajoutée à près de 30 %, en utilisant les tableaux entrées-sorties de 2016⁴³. Leur analyse les conduit à estimer qu'une baisse de 20 % de l'activité immobilière (au sens large : construction, rénovation, vente, location, gestion immobilière) aurait à terme un impact compris entre 5 et 10 % sur le niveau du PIB.

Au premier semestre 2022, la valeur ajoutée dans la construction était en hausse de 2,8 % par rapport au premier semestre 2021, proche de la hausse du PIB sur cette période (2,5 %). Mais de nombreux indicateurs dans l'immobilier étaient franchement orientés à la baisse. Ainsi, le taux de croissance de l'investissement dans l'immobilier, qui était en hausse de 10,9 % sur les huit premiers mois de 2021, par rapport aux huit premiers mois de 2020, était en baisse de 8,4 % sur la même période de 2022 par rapport à 2021. Les ventes de surfaces commerciales affichaient respectivement une hausse de 16 % suivie d'une baisse de 28 %. Ces indicateurs conjoncturels ne permettent pas de couvrir l'ensemble de l'activité immobilière, mais si l'on suppose que celle-ci serait sur les huit premiers mois de l'année au total en baisse de 5 %, l'impact sur le PIB serait compris entre 1,25 et

42. Carré Thomas, Lennig Chalmel, Eloïse Villani et Jingxia Yang, (2022), « La dépendance de la croissance chinoise au secteur immobilier », *Trésor éco*, n° 311, août.

43. Voir « Peak China Housing », *NBER Working Paper*, n° 27697.

2,5 %, à terme, sur la base des évaluations de Rogoff et Yang (2020). En retenant la fourchette basse de l'évaluation, pour notre horizon de court terme, l'activité immobilière réduirait la croissance en Chine de 1,25 point en 2022 et du double en 2023, si la crise de l'immobilier prenait de l'ampleur.

Le gouvernement chinois avait pris des mesures pour freiner l'activité immobilière et tout particulièrement l'endettement des promoteurs immobiliers avant le début de la crise Covid-19. La crise Covid-19 a limité la mise en place de cette politique, le gouvernement souhaitant éviter les faillites en chaîne de promoteurs, dont certains, comme *Evergrande* sont porteurs de risque systémique. Ainsi, au niveau local, les autorités sont incitées à soutenir les promoteurs en difficulté (rachat d'immeubles non vendus, baisses de taux d'intérêt, report des échéances d'endettement, ...).

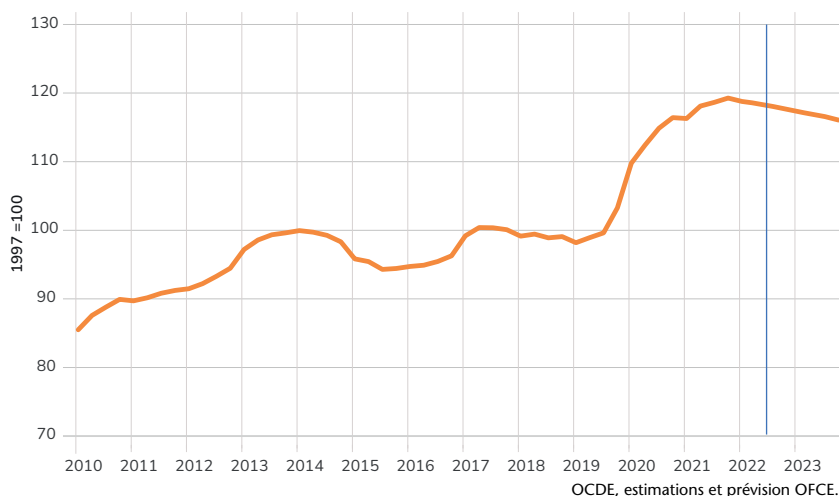
Au cours des dernières semaines, le gouvernement chinois a annoncé des mesures de soutien à l'économie. Nous faisons l'hypothèse, entourée de nombreuses incertitudes, que ces mesures de soutien pourraient représenter 0,2 point de PIB en 2022 et 0,5 point de PIB en 2023.

Ralentissement des exportations

Les exportateurs chinois ont engrangé de forts gains de parts de marché lors de la crise de la Covid-19. D'une part les producteurs chinois avaient une bonne spécialisation sur des biens particulièrement demandés pendant la pandémie : biens d'équipement électroniques et informatiques, appareils de protection sanitaire (masques, ...). D'autre part, ils ont pu maintenir leurs productions en 2020 tandis que les usines étaient à l'arrêt dans de nombreuses régions du monde. Ainsi, entre le début de 2020 et la mi-2021, la Chine aurait gagné plus de 20 points de parts de marché sur les échanges de biens et services en volume (graphique 21). Le mouvement a commencé à s'inverser avec la fin des confinements, la reprise de la production, et d'une certaine relocalisation des activités chez les partenaires commerciaux de la Chine. Ceci se poursuivrait au cours des mois à venir, laissant cependant à la fin de 2023 les parts de marché à un niveau encore supérieur à leur niveau d'avant-crise. Des éléments joueraient en sens inverse : la Chine continuerait à bénéficier de sa bonne spécialisation, certains liens commerciaux instaurés durant la pandémie persisteraient, le coût de l'énergie est bas en Chine relativement à l'UE. En sens inverse, les entreprises américaines et européennes pourraient souhaiter diversifier leurs

approvisionnements et se tourner vers des pays plus sûrs. En un an, le yuan a baissé de 12,5 % par rapport au dollar, ce qui pourrait améliorer la compétitivité des produits chinois ; mais il s'agit en fait d'une montée du dollar puisque l'euro a lui baissé de 16 % sur cette période.

Graphique 21. Évolution des parts de marché à l'exportation de la Chine



Le ralentissement de la demande adressée à la Chine, associé aux pertes de parts de marché freinerait les exportations chinoises à des rythmes de l'ordre de 4 % en 2022 et 2 % seulement en 2023. Cela pourrait représenter une baisse de 0,4 point de PIB par an, par rapport à une tendance à la hausse des exportations de 6 %, les exportations représentant 18 % du PIB chinois.

Le tableau 2 présente le cadrage illustratif de l'impact des principaux chocs qui frappent l'économie chinoise dans notre prévision. Il faut noter que fin 2021, l'économie chinoise prise globalement n'avait pas entièrement effacé l'impact du choc induit par la Covid-19 en 2020 : il subsistait un écart de l'ordre de 2 points par rapport au niveau de PIB qui aurait été atteint avec un rythme de croissance « hors chocs » proche de 1,3 %, rythme que nous envisagions avant la crise Covid-19. Notre prévision incorpore un certain rattrapage de cet écart et un ralentissement de la croissance tendancielle. L'effet Covid s'estomperait progressivement. La dynamique de l'économie chinoise serait maintenant mise en cause par la crise de l'immobilier et le retour à la normale des parts de marchés de la Chine.

Tableau 2. Impact des différents chocs sur la croissance chinoise

	2022				2023				2021	2022	2023
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Sans OMICRON											
PIB, en niveau (1)	125,8	127,5	129,1	130,8	132,5	134,1	135,8	137,5	122,1	128,3	135,0
Taux de croissance	1,4	1,3	1,3	1,3	1,25	1,25	1,25	1,25	8,6	5,1	5,2
Chocs : OMICRON et autres (2)											
Omicron		-2,4	-2,4	-2,4	-1,5	-1,0	-0,5	0,0		-1,8	1,1
Immobilier		-1,3	-1,8	-2,3	-3,1	-3,8	-4,3	-4,8		-1,3	-2,6
Parts de marché		-0,3	-0,6	-0,8	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4		-0,4	-0,8
Politique économique		0,1	0,3	0,4	0,4	0,7	0,8	0,9		0,2	0,5
Total		-3,9	-4,4	-5,1	-5,1	-5,2	-5,2	-5,3		-3,3	-1,8
PIB, en niveau (1)	125,8	122,6	123,5	124,3	125,8	127,4	129,0	130,6	122,1	124,0	128,2
Taux de croissance	1,4	-2,6	0,6	0,6	1,28	1,25	1,25	1,25	8,6	1,6	3,4

1) 2019T4 = 100. Ce cadrage est fait à partir des taux de croissance trimestriels publiés par le NBS qui aboutissent à une croissance du PIB de 8,6 % en 2021, alors que le taux de croissance du PIB annuel est de 8,1 % en 2021 (tableau 2).

2) Les chocs sont présentés en écart en niveau.

National Bureau of Statistics of China, estimations OFCE.

Indicateurs conjoncturels

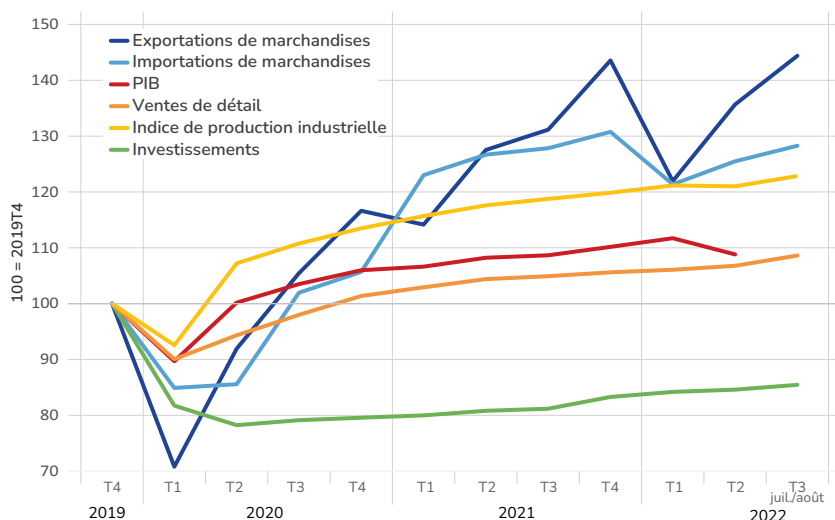
Les indicateurs mensuels de production et de demande disponibles à la mi-octobre montrent une reprise modérée de l'activité en juillet et en août (graphique 22), l'investissement restant toujours très inférieur à son niveau d'avant-crise Covid-19, les exportations étant à l'opposé très supérieures.

L'indice de la production industrielle était en hausse de 4,2 % sur un an en août. La production de véhicules était pour sa part en hausse de près de 30 % sur un an, signe du fort redémarrage de l'activité dans ce secteur. L'indice des ventes de détail était en hausse de 5,4 %.

L'inflation n'a que légèrement augmenté depuis un an et reste modérée : elle était de 2,8 % sur un an en septembre contre 0,9 % en début d'année, dont 8,8 % pour les prix alimentaires et 19 % pour les prix des carburants automobiles. Hors énergie et produits alimentaires, l'inflation n'était que de 0,6 %, contre 0,9 % en début d'année. L'indice des prix à la production industrielle n'a lui augmenté que de 0,9 % sur un an août, tandis que les prix d'achat des carburants et de l'énergie pour le secteur industriel n'était en hausse que de 14 %. Cette inflation modérée reflète la faiblesse de la hausse de la demande des ménages, contraints par les différents confinements, mais aussi la

politique chinoise de contrôle des prix à la production. Cela permet de maintenir les taux d'intérêt à de bas niveaux (3,65 % pour les crédits à un an, 4,3 % pour les crédits de plus de cinq ans).

Graphique 22. Indicateurs conjoncturels chinois



PIB et IPI : en volume, autres indicateurs : en valeur. Moyenne de juillet-août pour le troisième trimestre. National Bureau of Statistics of China.

Le taux de chômage urbain est passé de 4,9 % à l'automne 2021 à 6,1 % en avril 2022, avant de redescendre à 5,3 % en août. Mais le taux de chômage des 16-24 ans, qui avait augmenté de 14,6 % à l'automne 2021 à 18,2 % en avril 2022 a continué d'augmenter jusqu'à 19,9 % en juillet, avant de légèrement baisser à 18,7 % en août, suggérant que le ralentissement de l'activité a particulièrement frappé les jeunes entrant sur le marché du travail depuis le début de l'année.

Le taux d'épargne des ménages, qui avait atteint un point haut de 34 % en 2020 a baissé à 31,4 % en 2021, restant supérieur à son niveau d'avant-crise, 30% en 2019. Les ménages disposaient donc encore d'une légère sur-épargne en 2021 qu'ils utiliseraient à l'horizon de 2023, ramenant leur taux d'épargne à 30 %.

La croissance serait de 1,2 % cette année et de 3,4 % l'an prochain (après 8,1 % en 2021, tableau 3). La consommation serait le principal moteur de la croissance tandis que l'investissement, en particulier dans

l'immobilier, contribuerait négativement cette année et de façon nulle l'an prochain. La contribution des exportations nettes à la croissance, qui avait atteint 1,7 point en 2021, se réduirait cette année et l'an prochain sous l'effet du ralentissement des exportations tandis que les importations verraient leur progression limitée par celle de la demande intérieure.

Les incertitudes qui entourent cette prévision sont élevées. Du côté de la demande intérieure, la stratégie de lutte contre la Covid-19 pourrait être davantage assouplie ou durcie que décrit dans notre prévision tandis que la crise du secteur immobilier pourrait être plus ou moins prononcée. Du côté de la demande extérieure, les aléas principaux portent sur le retour à la normale des parts de marchés de la Chine ainsi que sur l'évolution du commerce mondial (poursuite de la guerre en Ukraine, risques de récession en Europe).

Tableau 3. Résumé des prévisions de croissance pour la Chine

<i>En %</i>	2020	2021	2022	2023
PIB	2,3	8,1	1,2	3,4
Consommation	-0,3	9,8	2,5	6,4
Investissement	4,3	2,6	-3,1	-0,1
Exportations	1,6	18,1	4,3	1,7
Importations	-1,8	10,1	-1,2	3,0
Contributions à la croissance du PIB, en points				
Consommation	-0,2	5,3	1,4	3,6
Investissement	1,8	1,1	-1,3	0,0
Exportations nettes	0,6	1,7	1,1	-0,2
Exportations	0,3	3,3	0,9	0,3
Importations	-0,3	1,6	-0,2	0,5

National Bureau of Statistics of China, estimations OFCE pour les exportations et les importations.
Prévision OFCE octobre 2022.



Les pays émergents en proie au fléau des taux d'intérêt

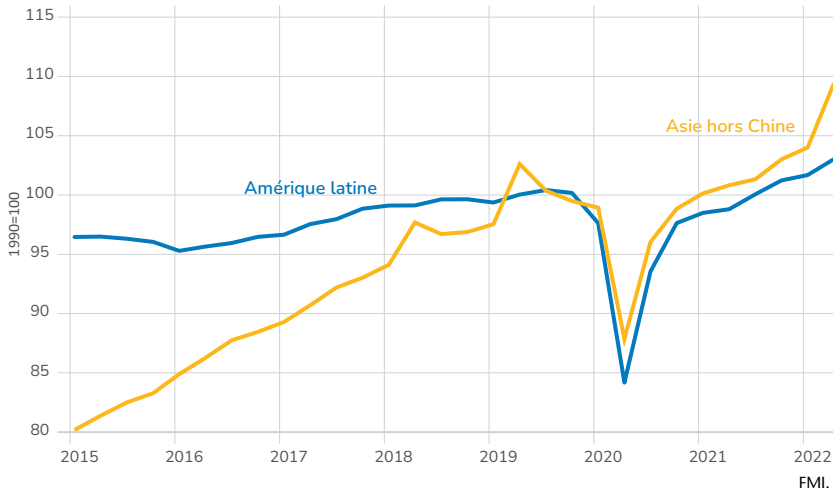
Durement frappés mais moins confinés (sauf la Chine) que le reste du monde par la pandémie en 2020-2021, les pays émergents d'Asie et d'Amérique latine avaient vu leur PIB baisser globalement moins que les pays développés (-2,5 % pour l'ensemble des économies émergentes contre -4,6 % pour les pays industriels), et notamment que l'Union européenne (-7,2 %). L'impact de la crise avait été très différent selon les régions puisque l'Asie hors Chine et l'Amérique latine connaissaient respectivement un recul de 4,6 % et 7 % de leur PIB. En 2021, le contrôle de la propagation du virus, notamment par les campagnes de vaccination, avait permis le relâchement progressif des contraintes sanitaires et le rebond des économies sur fond d'accélération du commerce international mais aussi de l'inflation. À la fin de l'année dernière, la plupart des pays avait retrouvé leur niveau d'activité pré-Covid et le dynamisme du premier semestre 2022 les ramenait progressivement vers leur trajectoire antérieure. Pourtant, si la croissance est restée encore rapide au premier semestre en Asie hors Chine et en Amérique latine, les perspectives sont mauvaises. La baisse du PIB américain, le fort ralentissement en Europe, la baisse de 2,6 % du PIB chinois au deuxième trimestre, combinés désormais au durcissement de la politique monétaire aux États-Unis vont mettre un nouveau coup d'arrêt à la croissance de ces économies particulièrement dépendantes de l'extérieur, au risque de créer des crises de surendettement pour les plus fragiles. Les pays exportateurs de matières premières devraient bénéficier d'un transfert de richesse en leur faveur mais l'instabilité financière devrait dominer dans ces deux régions et fragiliser les plus dépendants des marchés des capitaux.

Comme partout, la reprise ... l'inflation

La croissance est restée rapide en Asie hors Chine jusqu'au premier semestre 2022. Permis par la levée des contraintes sanitaires et l'assouplissement des tensions dans les chaînes d'approvisionnement, le rebond s'est étalé selon les pays jusqu'au début de l'année 2022, notamment en Inde, Indonésie et en Malaisie. Quelque pays (Taiwan, Singapour et surtout Hong Kong) affichent malgré tout un fléchissement en début d'année. Mais à l'exception de la Thaïlande et de Hong-Kong, tous les pays de la région avaient retrouvé leur niveau d'activité

pré-Covid à la fin 2021. En Amérique latine aussi, à l'exception du Mexique, la croissance a été relativement soutenue en 2021 et au-delà. Au premier semestre, si le Pérou et le Chili ont décroché, d'autres continuent leur rattrapage. Ainsi, entre fin 2021 et mi 2022, le PIB a augmenté de 2,4 % au Brésil, 2,1 % au Mexique, 2,2 % en Argentine et 2,9 % en Colombie (graphique 23).

Graphique 23. PIB d'Asie (hors Chine) et d'Amérique latine



Toutefois, après la crise de la Covid et la reprise de l'inflation en 2021 qui avait conduit déjà certains pays à relever leur taux d'intérêt, les économies émergentes font face depuis le printemps de l'année 2022 à un durcissement de l'accès aux marchés de capitaux internationaux. La hausse des taux directeurs de la Réserve fédérale, puis des autres grandes banques centrales pour lutter contre le nouveau choc inflationniste déclenché par la guerre en Ukraine vient frapper de plein fouet les pays émergents. Confrontés à la fois au retournement du commerce international, conduit notamment par le net ralentissement chinois et américain, et à une envolée du prix des matières premières alimentaires, industriels et de l'énergie (dont ils bénéficient mais qui nourrit l'inflation domestique), et désormais au risque de fuite des capitaux vers des marchés plus sains et plus lucratifs (*flight to quality*), les pays émergents doivent arbitrer entre soutenir leur économie ou bien renforcer leur crédibilité et tenter d'ancrer les anticipations des prix et du taux de change par un durcissement de leur politique monétaire. Si le transfert de richesse entre pays bénéficie principalement aux pays

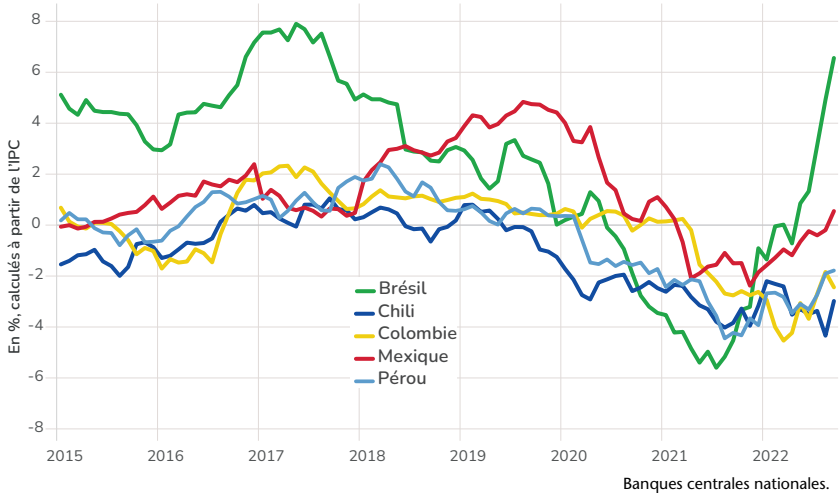
exportateurs de matières premières (notamment d'Amérique latine, d'Indonésie, de Malaisie), l'impact inflationniste de la hausse des cours des produits alimentaires et industriels pourrait dominer faute de redistribution.

Historiquement plus élevée en Amérique latine, l'inflation a accéléré d'abord en Amérique latine puis en Asie. Et si elle a commencé à refluer au Brésil, elle continue d'augmenter dans les autres pays à des niveaux jamais observés depuis le début des années 2000 en Amérique latine, et depuis la grande crise de 2008 pour l'Asie. Mais surtout à l'époque, si la crise financière centrée sur les grands pays industrialisés s'était traduite par une chute du commerce international, la politique monétaire d'alors avait été particulièrement accommodante. En 2022, la violence du choc inflationniste dans les pays développés est telle que l'objectif de contrôle des prix prévaut sur le risque de récession. La hausse des taux d'intérêt, engagée dès 2021 dans de nombreux pays d'Amérique latine et en Corée, se poursuit en 2022 et s'étend désormais à l'ensemble des pays d'Asie. Les taux directeurs corrigés de l'inflation sont négatifs, sauf au Brésil et au Mexique, mais le sont de moins en moins dans les autres pays d'Amérique latine, illustrant par là le caractère plus restrictif de la politique monétaire que celle menée en Asie (graphique 24 et 25).

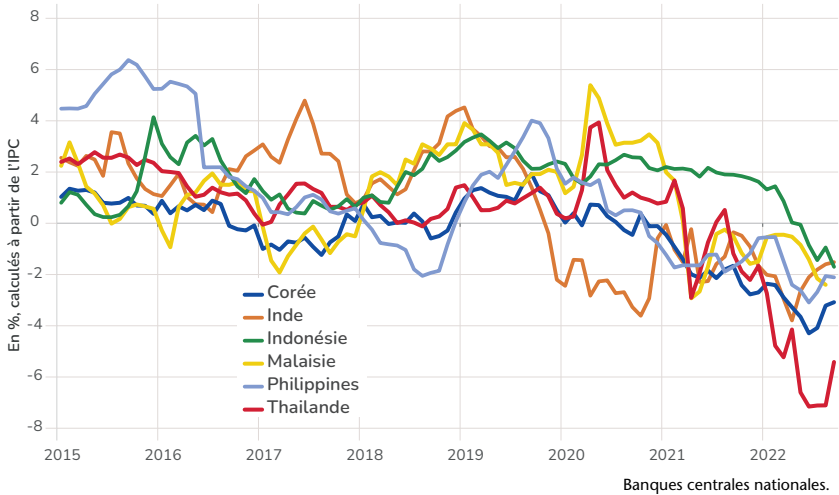
La hausse des taux d'intérêt des banques centrales vise à atténuer les tensions inflationnistes sur le marché domestique mais surtout à défendre la valeur de la monnaie sur le marché des changes notamment pour limiter l'inflation importée, éviter la fuite des capitaux et réduire le service de la dette extérieure. Depuis le début de la crise, à l'exception de celles visant un ancrage rigide au dollar (le dollar de Hong-Kong ou le peso mexicain), toutes les monnaies se sont dépréciées face au dollar, et notamment celles dont les pays constituent une place financière importante. Ainsi, le Brésil a vu sa monnaie perdre 20 % de sa valeur face au dollar, presque autant que le Chili, la Colombie, la Thaïlande. En Inde, aux Philippines et en Corée, la monnaie a baissé plus de 10 %.

En plus de la hausse des taux, les autorités sont intervenues massivement sur le marché des changes. C'est notamment le cas au Chili, en Inde, aux Philippines et en Thaïlande : les réserves de change ont baissé entre 50 et 20 % sur un an. Pour autant, elles restent encore relativement confortables à en juger le taux de couverture exprimé en mois d'importations. C'est en Malaisie, au Mexique et au Chili qu'elles sont les moins importantes (la couverture est d'environ 5 mois).

Graphique 24. Taux directeurs déflatés de l'inflation en Amérique latine



Graphique 25. Taux directeurs déflatés de l'inflation en Asie



Les perspectives restent sombres en 2023

En 2023, la situation ne devrait guère s'améliorer. Partout à l'exception de quelques pays (Hong Kong et Thaïlande notamment), la croissance du PIB devrait être plus faible qu'en 2022. Le commerce international restera impacté par la faiblesse de la croissance mondiale. La lente reprise de l'activité en Chine, due à la levée probable de la

stratégie Zéro Covid, ne devrait pas compenser l'effondrement de 2022. Or si les pays voisins sont les plus exposés du fait de leur participation aux chaînes de valeur dont la Chine reste une plaque tournante, les pays émergents d'Amérique latine sont devenus aussi de plus en plus dépendants du marché chinois. Dès lors, la demande adressée à ces économies ralentira fortement en 2023. Par ailleurs, malgré la dépréciation des monnaies face au dollar, les positions relatives de compétitivité-prix ne devraient pas être très modifiées du fait des rythmes d'inflation élevés. Les parts de marché devraient donc rester stables. En Asie hors Chine, la croissance viendrait donc surtout de la demande intérieure et resterait proche de son potentiel. Les perspectives de croissance en Amérique latine sont plus dégradées, le resserrement monétaire étant plus fort et les principaux pays plus exposés à la volatilité des capitaux. Par ailleurs, si l'envolée du cours des matières premières industrielles a atténué la crise en 2021 et 2022 pour les pays qui sont exportateurs nets, ce facteur devrait cesser de jouer avec la baisse de la demande.

Finalement, si le risque de crise financière ne peut être totalement exclu compte tenu de l'ampleur des hausses des taux d'intérêt et du resserrement de l'accès au marché international des capitaux, et notamment des titres de dettes souveraines (les primes de risque sont très légèrement inférieures à leur niveau de la précédente crise financière de 2014-2015), les pays émergents d'Asie et d'Amérique latine sont malgré tout plus solides financièrement que par le passé. Les conséquences de ce nouvel environnement seront surtout douloureuses pour les pays à plus bas revenus, déjà frappés par le renchérissement du prix des produits de base.

L'**Inde** semblait bien engagée sur la voie de la reprise après le choc économique dû à la pandémie. En effet en 2021, son PIB a progressé de +8,7 % par rapport à l'année précédente (6,6 %). Avec l'assouplissement des restrictions liées au Coronavirus, l'activité économique est repartie depuis le deuxième semestre 2021. Au cours du deuxième trimestre 2022, l'Inde a enregistré une croissance de 13,5 % en rythme annuel bénéficiant de la poursuite du rebond post-pandémie, rebond qui risque toutefois d'être freiné par les tensions inflationnistes et le durcissement des conditions de financement. Face à la flambée de l'inflation mondiale provoquée par la guerre en Ukraine et la hausse du prix des matières premières, la banque centrale indienne (RBI) a décidé d'augmenter son principal taux d'intérêt. Le taux repo, celui auquel empruntent les banques commerciales indiennes, a été rehaussé de

50 points de base, passant à 4,9 %. L'enjeu est maintenant de contenir une inflation record sans nuire à la croissance. En effet, les classes pauvres et moyennes de l'Inde sont les plus touchées par les augmentations car elles consacrent une grande partie de leurs revenus à l'alimentation. Au premier trimestre 2022, l'inflation s'établissait à 7,8 % en glissement, sous l'effet d'une hausse des prix des denrées alimentaires. L'inflation des denrées alimentaires a, quant à elle, atteint les 8,4 %. Les perturbations dans les chaînes d'approvisionnement ont fait grimper les prix des denrées alimentaires (principalement huiles comestibles) et les prix de l'énergie (l'Inde importe 80 % de son pétrole brut). Cela a poussé l'Inde à décréter un embargo sur le blé à la suite d'une production largement moins bonne qu'escomptée en raison de la vague de chaleur extrême qui a littéralement brûlé les récoltes.

La Corée du Sud n'avait pas connu une telle poussée de son activité depuis 2010 avec une croissance de +4,0 % en 2021, après -0,9 % en 2020, ce qui lui a permis de dépasser son niveau d'avant la pandémie. La croissance coréenne résiste au premier trimestre 2022, à +0,7 % par rapport au trimestre précédent. Les exportations de biens et services ont été le principal moteur de la croissance puisqu'elles ont progressé de +5,0 % sur le trimestre. Les exportations et les importations coréennes sont étroitement liées à la Chine, avec environ 30% et 40 % des échanges de produits technologiques dépendant de la Chine. De ce fait le ralentissement de l'activité en Chine devrait peser sur les exportations coréennes. L'interruption de la chaîne d'approvisionnement régionale a affecté la production et les exportations dans le secteur technologique. La baisse de la production manufacturière (-3,1 %) a pu être partiellement compensée par une reprise de la consommation privée (+2,9 %) à partir au second trimestre 2022 notamment grâce aux dépenses en services. Le taux de chômage est resté relativement bas, à +2,8 % au deuxième trimestre. La plupart des emplois créés ont concerné les services, la santé publique et le travail social. En août 2022, le taux d'inflation par rapport au même mois de l'année précédente était en baisse à +5,7 % contre +6,3 % en juillet, mais les tensions inflationnistes restent fortes. Il s'agit notamment des prix de l'énergie (+28,8 %) et de l'alimentation (+8,0 %). L'inflation est d'autant plus forte que la valeur du won vis-à-vis du dollar est au plus bas depuis 2009. La Banque de Corée se montre particulièrement active dans sa politique de resserrement monétaire. Elle a procédé à 5 hausses de son taux de base depuis août 2021, la dernière datant du

26 mai 2022, pour atteindre 1,75 %, soit un niveau qui n'avait pas été atteint depuis novembre 2018. Au deuxième trimestre 2022, le gouvernement a mis en place un budget supplémentaire (2,9 % du PIB), budget principalement destiné aux petites entreprises qui bénéficieront d'environ 72 % des fonds. La croissance a augmenté de +4,0 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2022 contre 6,3 % un an auparavant.

Singapour a vu sa croissance se solder par un rebond spectaculaire de +7,6 % en 2021, alors que l'économie s'était contractée de 5,1% en 2020, au plus fort de la crise. Au deuxième trimestre 2022, grâce à la suppression des restrictions intérieures et frontalières l'économie singapourienne a progressé de +4,4 %. La forte reprise du trafic aérien et des arrivées de visiteurs internationaux a profité aux secteurs liés à l'aviation et au tourisme. Au premier trimestre 2022, le taux de chômage a retrouvé son niveau pré-pandémique à 2,2 %. Les pressions inflationnistes plus fortes que prévues et un resserrement agressif de la politique monétaire des banques centrales ont pesé sur la croissance. L'inflation a accéléré en début d'année pour dépasser la barre des 5 %. Les coûts du fret, des biens de consommation durables, de l'énergie et des produits alimentaires ont augmenté et restent élevés.

En raison d'un assouplissement des mesures anti-Covid, l'économie **philippine** a connu en 2021 une croissance plus importante que prévue, passant de +5,7 % contre -9,1% en 2020, ce qui a permis de stimuler la consommation et le retour à l'emploi. Au premier trimestre 2022, les Philippines ont affiché une forte dynamique de l'activité avec une croissance du PIB atteignant 8,3 % en glissement annuel. Le soutien de l'État à l'économie et la réouverture du pays aux touristes internationaux ont permis de stimuler le secteur des services et soutenir la reprise de l'activité en début d'année. La consommation finale des ménages reste le principal moteur de croissance. Elle s'est redressée progressivement (+ 10,1 % en glissement annuel au premier trimestre 2022) grâce notamment à une augmentation des envois de fonds en provenance de l'étranger (États-Unis, Malaisie et Corée du Sud étant les principaux pays d'origine des fonds). Les Philippines accusent un retard important en matière d'infrastructures et de services de transport et l'administration Duterte a élaboré le programme « Build, Build, Build » : 75 projets prioritaires d'infrastructures ont été sélectionnés pour un montant total de 170 Mds de dollars sur la période 2017-2022 favorisant les investissements. Au premier trimestre 2022 la formation brute de capital a augmenté de 20 % en glissement annuel.

En Malaisie, en 2021, le PIB a progressé de seulement 3,1 %. Au premier trimestre 2022, malgré les blocages en Chine et les conditions d'approvisionnement difficiles, l'industrie manufacturière ne devrait pas avoir pesé lourdement sur la croissance avec une progression de +8,9 % en glissement annuel. La hausse de 25 % du salaire minimum conjuguée aux subventions aux carburants ont permis de protéger le pouvoir d'achat des ménages. Ainsi la croissance s'explique aussi par une hausse de la demande intérieure. Le gouvernement invite les entreprises et les commerçants à ne pas augmenter les prix des biens et des services sur le marché intérieur après l'introduction du nouveau salaire minimum afin de limiter l'inflation.

En Indonésie, Le PIB a enregistré une croissance de 5,4 % en glissement annuel au second trimestre 2022, cela représente une légère hausse par rapport aux 5% enregistrés au cours du premier trimestre. Ce rebond est dû en grande partie au recul de la pandémie et à une forte augmentation de la consommation des ménages, des investissements et des exportations. Les dépenses des ménages ont bénéficié de la levée des restrictions liées à la pandémie et de l'augmentation des vaccinations. Les exportations ont augmenté de +19,8 % grâce à une demande solide et à la flambée des prix mondiaux des matières premières tels que le charbon, l'huile de palme et le nickel. La perturbation de la chaîne d'approvisionnement mondiale a entraîné la hausse des prix des principaux produits de base de l'Indonésie, ce qui s'est traduit par une aubaine pour la performance des exportations du pays.

La croissance économique de **Taiwan** a atteint 6,6 % en 2021 grâce à l'investissement des entreprises qui a progressé de 5,3 % et au commerce extérieur. En début d'année 2022 l'activité ralentissait : 1,1 % contre 2,4 % quatrième trimestre 2021. La consommation privée reste inférieure aux niveaux pré-pandémiques. La courbe épidémique s'est de nouveau dégradée avec un pic à 97 796 cas la dernière semaine de mai. Les exportations taiwanaises ont été directement affectées par les conséquences des récents confinements à Shanghai et dans d'autres régions industrielles chinoises. Les exportations au second trimestre 2022 ont atteint 13 %, contre 24 % au quatrième trimestre 2021 notamment dans les machines et les équipements électriques, information, communication et production audiovisuelle.

Après une contraction de -6,1 % en 2020, l'économie **thaïlandaise** a progressé de 1,5 %, l'une des croissances les plus faibles d'Asie du Sud-Est. En effet La Thaïlande a accueilli environ 40 millions de visiteurs étrangers en 2019, soit 12 % du PIB du pays, avant de chuter à

6,7 millions en 2020 et à 400 000 en 2021 dans le contexte de la pandémie. Au début d'année 2022 en raison de l'assouplissement des contrôles et de l'amélioration de la situation en matière de Covid, les arrivées ont été plus nombreuses que prévu + 19,6 % contre + 3,6 % en janvier. La politique Zéro-Covid en Chine aura un impact sur la croissance du pays, en effet la Chine représentait 28 % du total des arrivées en 2019.

Avec une hausse de 17 % des exportations et une amélioration de ses ventes au détail de 7,3 % en 2021, **Hong Kong** a affiché une croissance de 6,4 %. Au premier trimestre 2022, l'économie hongkongaise a reculé de 4 % sous l'effet du renforcement des mesures de distanciation sociale (stratégie Zéro-Covid). C'est la consommation privée qui a apporté la contribution la plus négative à la croissance : -3,5 points.

En Asie, plusieurs risques vont peser sur la croissance. L'impact de la guerre en Ukraine et du durcissement de la politique monétaire de nombreuses banques centrales dans le monde pour faire face à l'inflation, le ralentissement de la croissance mondiale et la flambée des prix des matières premières sont autant de facteurs extérieurs qui vont avoir un impact sur la croissance de la région. De plus la série de confinements en Chine impactant les chaînes d'approvisionnement se rajoute aux chocs précédents. L'inflation est néanmoins moindre que dans le reste au monde.

En Amérique latine, la croissance est restée plutôt soutenue au premier semestre. Entre la fin 2021 et le deuxième trimestre 2022, l'activité a progressé entre 2 et 3 % au Mexique, Argentine, Brésil, et Colombie. Elle a cependant baissé de 0,6 % au Chili et de 4 % au Pérou. L'inflation reflue depuis mai au Brésil à 7 % en septembre et semble avoir atteint un plateau au Chili (à 13,7 %) et au Pérou. Elle continue de progresser encore au Mexique, en Colombie et au Pérou. Ces rythmes sont loin des bandes autorisées par les banques centrales dans le cadre de leur stratégie de ciblage d'inflation. Dès lors, les taux directeurs devront rester très élevés tant que les pressions inflationnistes se maintiendront ou continueront d'augmenter. L'impact peu visible jusque-là, sera très marqué à partir du milieu d'année et sera amplifié par l'ajustement budgétaire.

Au **Brésil**, l'accélération de la croissance au premier semestre montre la bonne résilience de l'économie, notamment de la consommation des ménages et de l'investissement soutenus par les mesures de relance du gouvernement (transferts aux ménages, baisse des taxes sur

les prix des carburants et de l'électricité, ...). Le taux de chômage a baissé de 6 points par rapport à son pic de 2020 et se situe à un niveau historiquement bas. L'année 2022 étant une année électorale, les dépenses publiques ont sensiblement augmenté mais sans entraîner de dérapage des finances publiques. En 2023, la politique économique monétaire et budgétaire sera particulièrement restrictive. Au Mexique, malgré une croissance encore soutenue au premier semestre, les indicateurs conjoncturels sont mitigés. L'austérité budgétaire menée depuis plusieurs années pèse sur les performances de l'économie tout comme en 2022 et 2023, tout comme le ralentissement, voire la récession aux États-Unis. Au Chili, la croissance avait été particulièrement forte en 2021, poussée par la hausse des prix du cuivre. En 2022 puis 2023, l'impact bénéfique du prix élevé des matières premières sera plus que contrebalancé par le retrait des mesures de soutien à l'économie, la contraction du marché chinois qui absorbe 40 % des exportations chiliennes et la forte volatilité des marchés financiers. L'Argentine, qui applique une gestion monétaire et budgétaire peu orthodoxe, enregistre une inflation à plus de 80 % en septembre, malgré les contrôles des changes et des capitaux. Le rebond de la production agricole en 2022 après la sécheresse sévère de 2021 profite à la croissance mais les perspectives macroéconomiques restent mauvaises.