

Résumé des prévisions du 14 avril 2021

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2021-2022

Département analyse et prévision de l'OFCE, sous la direction d'Éric Heyer et Xavier Timbeau*
Sciences Po, OFCE

* Ces textes synthétisent l'analyse de la conjoncture menée par le Département analyse et prévision de l'OFCE au printemps 2021. Ils s'appuient sur le travail de l'équipe internationale animée par Christophe Blot composée de Céline Antonin, Magali Dauvin, Amel Falah, Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Christine Riffart, Raul Sampognaro et de l'équipe France animée par Mathieu Plane composée de Bruno Ducoudré, Pierre Madec, Hervé Péléraux et Raul Sampognaro. Cette prévision intègre les informations disponibles au 12 avril 2021.

Les prévisions internationales sont réalisées sous l'hypothèse que la progression de l'immunité collective permettra une levée significative des contraintes dans l'ensemble des pays à partir de l'été 2021. La croissance mondiale serait alors de 5,5 % en 2021, après une contraction de 3,4 % en 2020. Dans les grands pays développés, la croissance serait de 3 % en Allemagne, 4 % en Italie, 6 % au Royaume-Uni, compensant une partie de la chute d'activité observée en 2020. Les États-Unis enregistreraient quant à eux une reprise supérieure à la récession de l'an passé (6 % après -3,5 %).

Le soutien public au revenu disponible des ménages en 2020 a conduit à une forte accumulation d'épargne. Fin 2021, l'épargne additionnelle, du fait de la crise de la Covid-19, hors épargne de précaution, atteindrait 9 points de revenu disponible en Allemagne. Cette épargne se situerait autour de 12 points en Italie et en Espagne, à près de 15 points au Royaume-Uni et 16 points aux États-Unis.

En 2022, la conjoncture mondiale dépendra fortement de l'utilisation par les ménages de cette « épargne-Covid » accumulée. Si un cinquième du surcroît d'épargne est consommé en 2022, la croissance serait de 5,5 % en Allemagne et en Italie, d'environ 8 % en Espagne et 6 % aux États-Unis. Si cette épargne n'est pas consommée, la croissance serait alors de 4 % en Allemagne et en Italie, d'environ 6 % en Espagne et 4 % aux États-Unis. Les implications pour la dette publique sont importantes.

En France, sur la base du calendrier sanitaire annoncé par le gouvernement, la croissance du PIB serait de +5 % en moyenne annuelle en 2021, la consommation des ménages et des administrations publiques rebondirait de 4 % et l'investissement de 7 %. La contribution extérieure serait positive en 2021, compensant la moitié des pertes extérieures encaissées en 2020. Fin 2021, le niveau d'activité serait inférieur de 1 % à son niveau observé au quatrième trimestre 2019.

En 2021, les branches les plus affectées par le choc sont l'hôtellerie-restauration, les services de transport, la fabrication de matériels de transport, la cokéfaction-raffinage et les services aux ménages qui représentent 12 % du PIB mais contribuent à 60 % des pertes d'activité.

Sur la période 2020-2021, les entreprises encaisseraient près de 90 milliards de pertes dans leurs fonds propres. Les administrations publiques absorberaient environ 80 % de la perte de revenu totale de l'économie sur les années 2020-2021. Enfin l'« épargne-Covid » des ménages, accumulée sur deux ans, va représenter environ 160 milliards, soit plus de 10 points de leur revenu annuel.

Les prévisions pour 2022 dépendent de manière cruciale de l'utilisation de l'« épargne-Covid » accumulée par les ménages. Dans un scénario où 20 % de ce surplus d'épargne est consommé, la croissance française serait de 6 % en 2022, le taux de chômage à 8,7 % et la dette à 115 % du PIB. Dans le cas où cette « épargne-Covid » n'est pas du tout consommée, le taux de croissance serait de 4,3 %, le taux de chômage de 9,4 % et la dette publique à 117 % du PIB en 2022.

Réserve de croissance

Perspectives 2021-2022 pour l'économie mondiale

Après un recul jamais observé au deuxième trimestre 2020, l'activité économique mondiale a rebondi dès l'été 2020 à la suite notamment de l'assouplissement des mesures prophylactiques qui avaient été prises pour freiner la diffusion de l'épidémie. La situation sanitaire s'est de nouveau dégradée à l'automne mais de façon moins synchrone qu'au printemps, contraignant certains pays à prendre de nouvelles mesures. L'activité a par conséquent marqué le pas, même si à l'exception de quelques pays – dont la France et l'Italie – la croissance est restée positive au quatrième trimestre.

Sur l'ensemble de l'année 2020, le PIB mondial a reculé de 3,3 %. Au début de l'année 2021, l'activité économique reste contrainte par les mesures prophylactiques, en particulier dans les secteurs à fortes interactions sociales. Même si la vaccination progresse, la pandémie de Covid-19 pèsera toujours sur certaines dépenses et freinera la reprise mondiale. La croissance atteindrait cependant 5,5 % en 2021 selon nos prévisions. La politique budgétaire des pays avancés continuera à compenser, comme elle l'a fait en 2020, les pertes subies par les ménages et les entreprises. Le creusement des déficits budgétaires consécutif aux mesures d'urgence et aux plans de relance a pour contrepartie l'accumulation d'une épargne importante de la part des ménages. Cette situation devrait s'amplifier en 2021 générant une surépargne « Covid ». La fin des restrictions sanitaires et de la crise économique qui en résulte pourrait conduire les ménages à dépenser cette réserve, ce qui pourrait être une contribution majeure à la croissance en 2022. Le rythme de croissance resterait alors élevé, permettant de combler plus rapidement les écarts à la production tendancielle qui sont apparus en 2020, et de réduire le taux de chômage. Inversement, la dynamique de reprise risque d'être freinée si les ménages conservent cette épargne exceptionnelle. La crise serait prolongée et s'accompagnerait d'un niveau de chômage durablement plus élevé.

Une récession inédite

Un an après le début de la crise de la Covid-19, le premier bilan d'un choc sanitaire aux conséquences économiques sans équivalent dans l'histoire contemporaine peut être dressé. Aucune région du monde n'a été épargnée par la récession en 2020 et rares sont les pays qui affichent des pertes d'activité inférieures à 4 % en moyenne annuelle par rapport à la trajectoire qui aurait pu être suivie en l'absence de pandémie (graphique 1)¹.

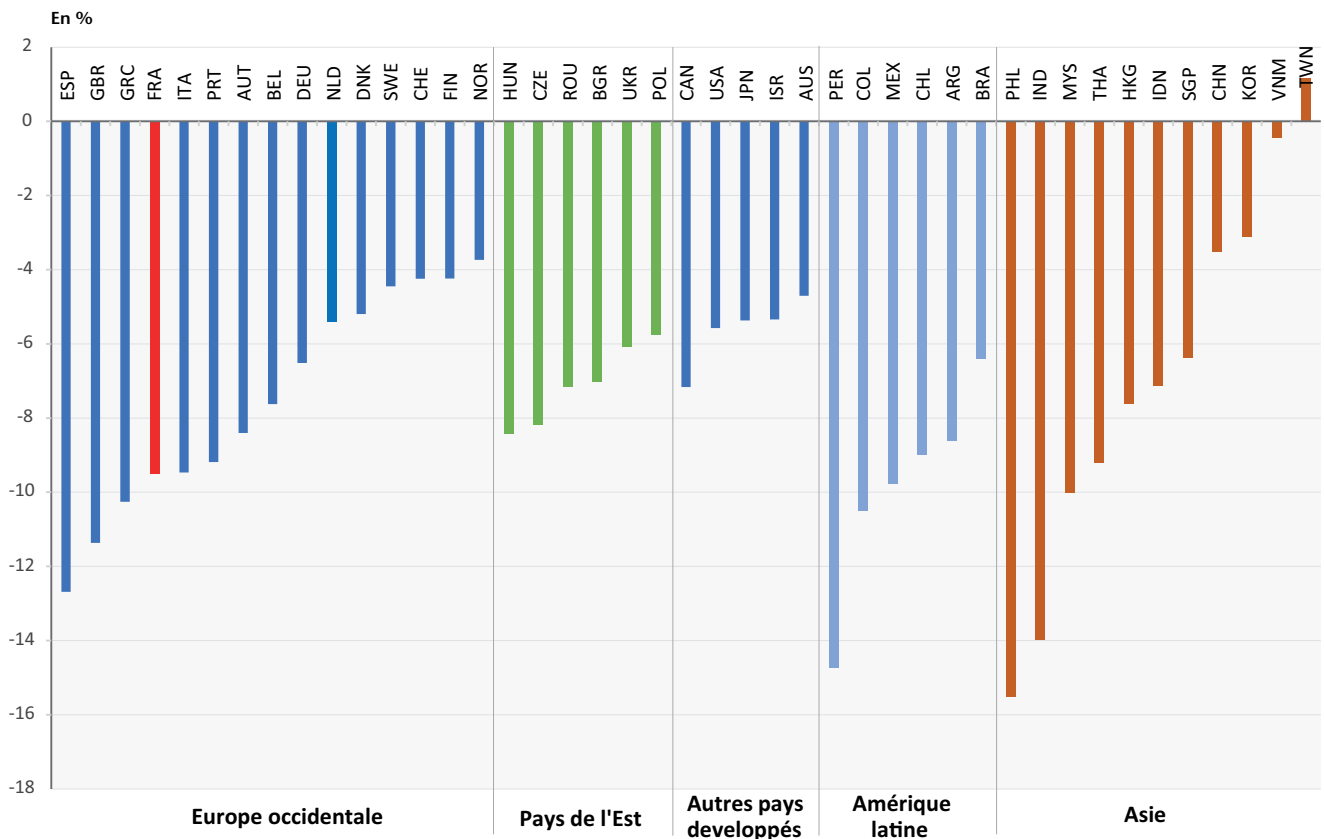
1.

La trajectoire de référence considérée est celle résultant des prévisions du FMI publiées à l'automne 2019, car ces dernières sont exhaustives pour les pays considérés ici. Il convient en effet pour cet exercice d'homogénéiser les biais de prévision. L'écart entre le PIB effectif et le PIB prévu est dénommé « écart d'activité ».

La trajectoire des économies au cours de l'année 2020 a été séquencée en trois phases. Au premier semestre, face à l'expansion de la pandémie à partir de mars, les gouvernements ont mis en place des mesures de confinement des populations particulièrement restrictives. Ces mesures ont précipité les pays dans une violente récession. Au troisième trimestre, l'activité a pu profiter d'un rattrapage partiel, à la faveur d'une levée partielle des restrictions induite par le ralentissement prononcé des contaminations durant l'été. Enfin, la résurgence de l'épidémie, tout particulièrement en Europe, à l'automne a déclenché une nouvelle vague de restrictions. Le rebond d'activité du

troisième trimestre 2020 n'a donc été que temporaire, et au quatrième trimestre, l'activité s'est contractée à nouveau, avec soit des croissances faibles, comme en Allemagne et aux États-Unis avec respectivement 0,3 et 1,1 %, soit négatives, comme en France et en Italie avec respectivement -1,9 et -1,4 %. Finalement, même si ce durcissement des restrictions a provoqué une chute d'activité bien moindre que dans la première moitié de l'année 2020, les évolutions économiques restent tributaires de l'évolution de l'épidémie et des mesures prises par les gouvernements pour la freiner. Ainsi, les pays qui ont pris les mesures sanitaires les plus restrictives sont aussi ceux qui ont affiché les moins bonnes performances de croissance au quatrième trimestre (encadré 1).

Graphique 1. Écart d'activité en 2020



Sources : Comptabilités nationales, prévisions du FMI (automne 2019), calculs OFCE.

Au premier trimestre 2021, étant donné la progression de l'épidémie et les nouvelles mesures prophylactiques prises dans de nombreux pays, l'activité devrait à nouveau se contracter dans la plupart des pays européens mais également au Japon, au Canada ou en Corée du Sud... En Europe, la France apparaît relativement atypique avec des mesures moins restrictives en moyenne au premier trimestre 2021.

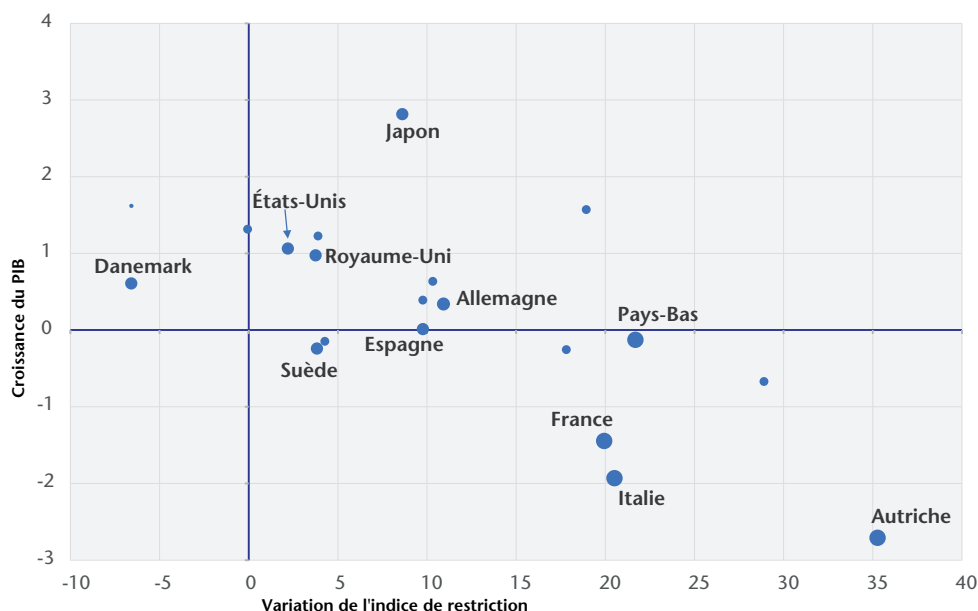
2.

Hale Thomas, Noam Angrist, Emily Cameron-Blake, Laura Hallas, Beatriz Kira, Saptarshi Majumdar, Anna Petherick, Toby Phillips, Helen Tatlow, Samuel Webster, 2020, *Oxford COVID-19 Government Response Tracker*, Blavatnik School of Government.

Encadré 1. Les mesures de restriction freinent toujours la croissance

Établir un lien entre l'activité et l'intensité des mesures prophylactiques prises pour endiguer l'épidémie suppose de pouvoir quantifier ces dernières. La multiplicité des mesures possibles et leur nature qualitative rend cette quantification difficile. Les chercheurs de l'Université d'Oxford et de la *Blavatnik School of Government*² ont construit un indicateur mesurant la rigueur des réponses gouvernementales pour 185 pays. Partant de ces indicateurs, il est possible de mesurer la sévérité du dispositif global de restrictions mis en place dans les pays et de le rapprocher de la croissance du PIB au quatrième trimestre 2020. On constate que les différences de croissance sont globalement corrélées à l'intensité des confinements (graphique 2). Les pays qui ont le plus reconfiné au dernier trimestre 2020 (Autriche, Italie, France) sont aussi ceux dont le PIB s'est à nouveau contracté, même si c'est dans une moindre mesure qu'au printemps 2020. À l'inverse, les pays qui ont le plus relâché les mesures de restriction ont connu un rebond de l'activité, comme le Brésil ou les Philippines, et de manière particulièrement marquée l'Inde.

Graphique 2. Corrélation entre le taux de variation du PIB et l'évolution des indices de restriction*



* L'indice d'Oxford est mesuré sur une échelle de 0 (aucune restriction) à 100 (degré maximal de restriction). Les données sont affichées ici en variation des moyennes trimestrielles de l'indice composite.

Sources : Comptabilités nationales, Oxford COVID-19 Government Response Tracker, Blavatnik School of Government, calculs OFCE.

La dispersion des pays autour de ce schéma général reste forte car d'autres facteurs affectent l'activité. Cette dernière dépend en premier lieu de la structure de la valeur ajoutée nationale et notamment du poids des services marchands, particulièrement touchés par le confinement. Elle s'explique aussi par le degré d'ouverture des pays et leur exposition aux chocs subis par leurs partenaires commerciaux ainsi que par le poids du tourisme dans l'économie. Cette dispersion résulte enfin très vraisemblablement des difficultés d'élaboration des comptes trimestriels dans le contexte de la crise de la Covid-19 et de la manière dont les instituts statistiques ont remédié aux problèmes créés par cette situation inédite, en particulier la comptabilisation de la production non marchande. Les révisions ultérieures pourront changer le tableau dépeint à l'heure actuelle par les comptes nationaux. D'autres facteurs, en plus des mesures obligatoires, ont également affecté le comportement des agents économiques : la crainte de la contamination a pu provoquer un report d'achats impliquant des contacts sociaux, même en l'absence de contraintes légales, ou le caractère anxigène de la crise inégalement ressenti par les populations a pu susciter des comportements d'épargne de précaution s'ajoutant à la surépargne « Covid ».

2021 : croissance en rémission

La dynamique de reprise pour 2021 dépendra de l'évolution de l'épidémie et des mesures prises par les gouvernements pour la freiner et atténuer la saturation des hôpitaux. La situation sanitaire est bien plus hétérogène qu'elle ne l'était il y a un an et dépend crucialement de la campagne de vaccination. Ces facteurs conditionnent le calendrier de ré-ouverture des commerces et la mobilité des individus. Certains pays, comme les États-Unis et le Royaume-Uni sont plus avancés sur la vaccination et envisagent la levée de certaines restrictions au début du deuxième trimestre 2021. Inversement, alors que le Japon avait dans l'ensemble pris des mesures moins restrictives en 2020, le gouvernement a instauré l'état d'urgence le 7 janvier dernier, ce qui pèsera sur la demande intérieure. De même, en Allemagne, le durcissement et l'extension des mesures de confinement au premier trimestre laissent présager une contraction de la demande. Les perspectives sont également moroses en Italie où les commerces non essentiels ont été fermés à partir du 15 mars sur une partie du pays, regroupant 75 % de la population et où le système scolaire a été fermé. La Chine présente un bilan singulier par rapport au reste du monde sur le plan sanitaire comme sur le plan économique. Les mesures sanitaires prises en Chine semblent avoir permis de stopper la progression du virus sur le sol chinois et ont permis un redémarrage de l'activité dès le deuxième trimestre 2020.

Il faut toutefois noter que les mesures prophylactiques ne sont pas toujours aussi strictes en 2021 que celles prises au printemps 2020 et s'accompagnent d'une adaptation des comportements des acteurs économiques permettant de maintenir la production : extension du travail à distance, développement du e-commerce et du *click-and-collect*. Cela en atténue l'impact économique. Nous supposons que le développement de la vaccination et la progression de l'immunité collective permettront une levée des contraintes dans l'ensemble des pays à partir de l'été 2021. Au premier semestre, les dépenses en hébergement-restauration, en services de loisirs et de transports seront fortement limitées et resteront nettement inférieures à leur niveau de fin 2019. Pour les autres produits, les contraintes seront dans l'ensemble moins fortes. Même si les commerces ne sont pas fermés, les dépenses peuvent être réduites si les individus diminuent leurs déplacements de façon volontaire ou contrainte. Au deuxième semestre 2021, la ré-ouverture progressive de la restauration et des services de loisirs permettra une hausse de la consommation des ménages. Toutefois, l'amélioration de la situation ne rimera pas immédiatement avec un retour vers les niveaux de demande observés fin 2019. Malgré la ré-ouverture des commerces, des mesures de distanciation ou l'application de jauges devraient subsister. Enfin, le tourisme international restera contraint ; nous faisons l'hypothèse de son retour à la normale pour l'été 2022.

Ces hypothèses suggèrent que la demande sera encore perturbée au premier trimestre 2021 et repartira à la hausse à partir du deuxième trimestre. La reprise serait plus franche à partir de l'été et d'autant plus forte que les pays ont subi un choc important. En fin d'année 2021, le niveau de la demande intérieure serait néanmoins encore inférieur à celui observé fin 2019 en Italie, au Royaume-Uni, en France et en Espagne. En Allemagne, la demande sera quasiment revenue à son niveau pré-crise. L'impulsion budgétaire demeurerait positive en 2021, avec des mesures d'aides aux entreprises et aux ménages, permettant un rattrapage rapide de la consommation et de l'investissement dès le deuxième trimestre 2021. Enfin, le niveau de demande aux États-Unis dépasserait celui de fin 2019 de 5,6 %. En Chine, la demande a été principalement freinée au premier trimestre 2020 et était, dès fin 2020, à un niveau plus élevé qu'avant la pandémie. Elle progresserait à un rythme proche de celui d'avant crise en 2021 et dépasserait de 12,5 % le niveau de fin 2019.

3.

Voir « Impact du choc de demande lié à la pandémie de la Covid-19 en avril 2020 sur l'activité économique mondiale », *Revue de l'OFCE* n° 166, pour une description de la méthodologie.

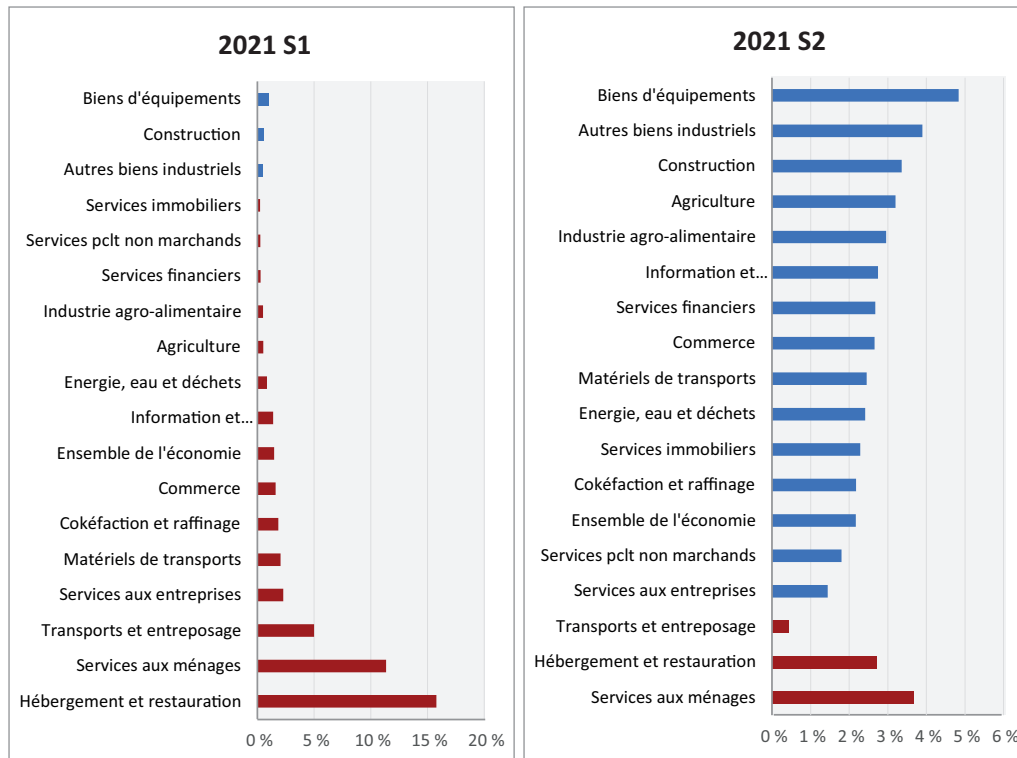
L'impact de ces chocs nationaux sur le PIB dépend aussi de la position des pays dans les chaînes de production mondiale, c'est-à-dire de leurs positionnements sectoriels et géographiques. Le calibrage du choc de demande propre à chaque pays et à son calendrier sanitaire permet alors de déduire la valeur ajoutée par produit et par pays selon la méthodologie développée dans Dauvin, Malliet et Sampognaro (2020)³. L'intégration de ces chocs dans la matrice entrées-sorties mondiale indique que sur l'ensemble de l'année la valeur ajoutée (VA) mondiale marquerait légèrement le pas en début d'année en lien avec les restrictions imposées dans de nombreux pays. La dynamique deviendrait bien plus favorable à partir du troisième trimestre. En fin d'année 2021, le niveau de valeur ajoutée mondiale serait 2,9 % supérieur à ce qu'il était fin 2019. La dynamique de la valeur ajoutée par pays serait conforme à la hiérarchie observée pour l'évolution de la demande. Fin 2021, l'activité n'aurait pas retrouvé son niveau pré-crise en Italie, au Royaume-Uni, en France et en Espagne. L'écart de valeur ajoutée serait cependant moindre que l'écart de demande. En Allemagne, même si l'écart de demande restait très légèrement négatif, la valeur ajoutée dépasserait le niveau de fin 2019 de 0,3 point. La valeur ajoutée dépend en effet à la fois d'une composante domestique et d'une composante liée au commerce extérieur.

Au niveau sectoriel, les branches où les interactions sociales et physiques sont les plus importantes resteraient durement touchées par la crise. Au terme du premier semestre 2021, la VA mondiale de l'hébergement-restauration serait réduite de près de 16 % par rapport à la fin de l'année 2019, celle des services aux ménages de 11,3 % et celle des services de transport et entreposage de 5 % (graphique 3). Ces trois secteurs accuseraient toujours un retard au cours du second semestre alors que l'activité serait revenue ou aurait dépassé le niveau du quatrième trimestre 2019 dans l'ensemble des autres secteurs. Dans les biens d'équipement, les autres biens industriels et le secteur de la construction, le niveau de fin 2019 serait dépassé de 4,8 %, 3,9 % et 3,4 % au deuxième semestre 2021. Au niveau agrégé, la VA mondiale en fin d'année 2021 serait supérieure de près de 3 % à celle du quatrième trimestre 2019.

Après une contraction du PIB mondial de 3,4 % en 2020, la croissance mondiale atteindrait 5,5 % en 2021, tirée notamment par la croissance chinoise et américaine. Dans la zone euro, la croissance dépasserait 4 % après une baisse de près de 7 % en 2020 (tableau 1). La croissance allemande serait marquée par un mauvais premier trimestre (-2 %) et par une reprise bien plus nette aux deuxième et troisième trimestres 2021 (+2 % et +2,8 %) pour s'établir à 3 % sur l'ensemble de l'année. Malgré la reprise économique, le nombre d'emplois créés ne compenserait pas la fin des mécanismes de soutien à l'activité et l'emploi baisserait de 0,5 %. En Italie, la normalisation de l'activité et la réouverture des secteurs les plus affectés par la pandémie devraient permettre d'atteindre une croissance de 4,1 % en 2021. En fin d'année, le PIB resterait toujours 1 point en dessous de son niveau du quatrième trimestre 2019. Aux États-Unis, bien que la récession fut relativement limitée en 2020 (-3,5 %), la croissance serait largement stimulée par les plans de relance budgétaires successifs et atteindrait 6,2 % en 2021. Au Japon, le lancement tardif de la campagne de vaccination freinera le rythme de reprise et le pays afficherait une croissance limitée en 2021 (2,7 %) après un recul du PIB de 4,9 % en 2020. La Chine aurait une croissance proche de 9 %. Elle bénéficierait de la reprise mondiale, et tout particulièrement de la croissance américaine, les États-Unis représentant près de 20 % de ses exportations. Le dynamisme de la production entraînerait la demande intérieure. La consommation contribuerait à près de 5,5 points à la croissance du PIB et l'investissement pour 3 points. La contribution du commerce extérieur serait également positive.

Graphique 3. Évolution semestrielle de la VA sectorielle mondiale

En écart au niveau du quatrième trimestre 2019, en %



Note : en rouge (respectivement en bleu) les secteurs où la VA est inférieure (respectivement supérieure) à son niveau du T4-2019 aux premier et deuxième semestres.

Sources : OFCE, WIOD.

Tableau 1. Tableau de croissance mondiale

En %

	PIB en volume		
	2019	2020	2021
DEU	0,6	-5,3	3,0
FRA	1,5	-8,2	5,0
ITA	0,3	-8,9	4,0
ESP	2,0	-10,8	5,5
EUZ	1,2	-6,9	4,0
GBR	1,4	-9,8	6,0
USA	2,2	-3,5	6,0
JPN	0,3	-4,9	3,0
Pays développés	1,6	-5,0	5,0
CHN	6,0	2,3	9,0
PVD	3,4	-2,1	6,0
Monde	2,6	-3,4	5,5

Note : la croissance mondiale est calculée à partir de la pondération du FMI des PIB en PPA.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE avril 2021.

Politiques budgétaires : « quoi qu'il en coûte »

L'activité partielle a permis de limiter l'impact du choc sur le taux de chômage et de compenser les pertes de revenu du travail des salariés et aussi parfois des travailleurs non-salariés. Ces dispositifs sont un élément central des mesures budgétaires prises dans les pays européens pour amortir le choc pour les agents privés. Dans certains pays – Allemagne, Royaume-Uni – le choc de revenus primaires a été surcompensé si bien que les ménages ont vu leur revenu disponible progresser. C'est également le cas aux États-Unis, malgré l'absence d'activité partielle. L'État fédéral a versé aux chômeurs une allocation additionnelle d'un montant forfaitaire. Le plan d'urgence voté en mars 2020 a également permis d'envoyer un chèque aux ménages pouvant aller jusqu'à 3 400 dollars pour un couple avec deux enfants. En tenant compte de l'ensemble des aides reçues par les ménages, leur revenu disponible a augmenté de plus de 7 % sur l'année 2020.

Si l'on tient compte des autres dépenses – d'investissement ou de santé pour le développement du vaccin et la campagne de dépistage – le total des mesures pour l'année 2020 s'élève à 3,4 points de PIB en Allemagne, 3,1 points de PIB en France, 4,3 points de PIB en Italie, 4,3 points en Espagne, 6,2 points au Royaume-Uni et plus de 9 points aux États-Unis. Le maintien des contraintes sanitaires en 2021 a poussé les États à prendre de nouvelles mesures dès l'automne et au cours du premier trimestre 2021. En Italie, le gouvernement a promulgué de nouvelles mesures afin de compenser les pertes liées au nouveau confinement. Sous l'hypothèse d'une ratification du Plan de relance européen, des nouvelles mesures budgétaires d'un montant de 55,3 milliards d'euros (3,2 points de PIB de 2019) viendront accompagner le scénario de normalisation de l'activité. L'orientation expansionniste de la politique budgétaire serait aussi amplifiée en Allemagne avec une impulsion positive à hauteur de 0,7 point. Inversement, le soutien s'atténuerait en Espagne. L'impulsion deviendrait négative, les nouvelles mesures ne compensant pas totalement la fin des mesures de soutien prises en 2020. Aux États-Unis, certaines mesures du plan voté au printemps 2020 ont été prolongées par un vote du Congrès en décembre. Puis, le nouveau Président élu, Joe Biden, a fait voter un plan de relance de 1 900 milliards de dollars (près de 9 points de PIB de 2019). Sur les deux années 2020-2021, l'impulsion budgétaire cumulée aux États-Unis atteindrait 12,6 points de PIB, un montant bien plus élevé que dans les pays européens où l'impulsion budgétaire cumulée serait légèrement supérieure à 4 points de PIB en Allemagne, en Espagne et au Royaume-Uni, de près de 3 points de PIB en Italie et en France. En 2022, la fin des mesures exceptionnelles se traduirait mécaniquement par une impulsion négative. La montée en charge du Plan de relance européen ou la possibilité de nouvelles mesures en faveur de l'investissement aux États-Unis pourraient cependant atténuer l'orientation restrictive des politiques budgétaires⁴.

4.

L'impulsion budgétaire correspond à la variation du solde budgétaire structurel primaire. Elle est négative quand ce solde s'améliore. L'adoption des mesures d'urgence en 2020 correspond à une impulsion positive. Lorsque ces mesures ne sont pas prolongées en 2021, l'impulsion devient négative. En 2021, une impulsion positive traduit la prolongation des mesures prises l'année précédente et l'adoption de mesures additionnelles.

La chute inédite de l'activité et la politique du « quoi qu'il coûte » mise en œuvre dans les différents pays a conduit à une forte dégradation des soldes budgétaires en 2020 qui ont atteint des niveaux rarement observés en temps de paix. Aux États-Unis, le déficit budgétaire dépasse 15 % du PIB. En Espagne et en Italie, il a atteint respectivement 11 % et 9,5 %. En France et en Allemagne, la dégradation du solde budgétaire est comparable. En Allemagne, le déficit budgétaire s'établirait à 4,2 % du PIB en 2020, contre un excédent de 1,5 % du PIB en 2019. En France le déficit passerait de 3,1 à 9,2 % du PIB. Les trajectoires de dettes publiques repartent à la hausse avec une augmentation moyenne de l'ordre de 20 points de PIB ; la plus forte hausse étant enregistrée pour l'Espagne et les États-Unis. Pour autant les taux d'intérêt ne se sont pas envolés notamment parce que les banques centrales ont amplifié leur politique d'achats d'actifs mais aussi du fait de l'augmentation de l'épargne privée. En 2021,

malgré les mesures de soutien à l'économie additionnelles, la dette publique se stabiliserait en France en raison de la forte croissance. Elle se réduirait même en Allemagne et au Royaume-Uni. Elle augmenterait de nouveau aux États-Unis du fait d'une impulsion budgétaire qui dépasserait encore 2 points de PIB.

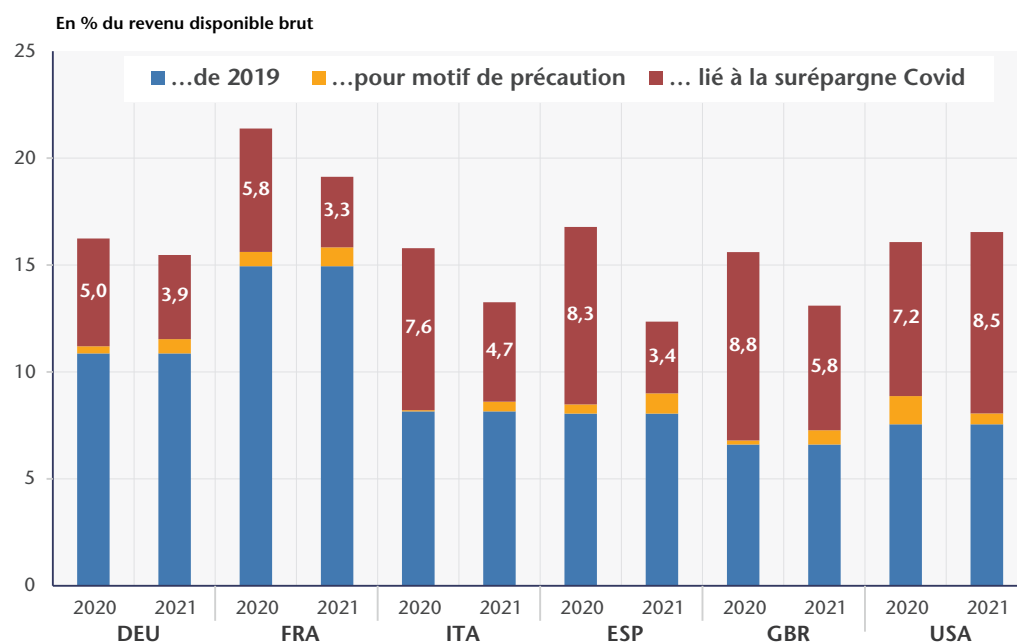
Une réserve d'épargne contrainte à dépenser ?

Ces mesures budgétaires ont largement contribué à soutenir le revenu disponible des ménages en 2020. Dans le même temps, la consommation a été empêchée par la fermeture des commerces non essentiels et la limitation des déplacements, notamment internationaux. Il en a résulté une forte accumulation d'épargne. Ainsi, le taux d'épargne des ménages est passé de 10,9 % du revenu disponible en Allemagne en 2019 à près de 16,2 % en 2020. Il a gagné plus de 7 points en Italie et a plus que doublé en Espagne et aux États-Unis, passant de 8,1 % (respectivement 7,6 %) à 16,8 % (respectivement 16,1 %). Enfin, au Royaume-Uni, le taux d'épargne a augmenté de 9 points de revenu disponible brut.

Ces niveaux d'épargne ne reflètent pas seulement l'incidence des mesures prophylactiques. Ils peuvent aussi résulter d'une épargne pour motif de précaution. L'incertitude engendrée par une situation inédite sur le plan sanitaire, économique et social a pu inciter les ménages à la prudence, soit parce qu'ils craignaient une perte d'emploi, soit parce qu'ils n'étaient pas éligibles aux dispositifs d'activité partielle, soit encore parce qu'ils pouvaient anticiper que ces dispositifs ne couvriraient pas, dans la durée, l'intégralité des baisses des revenus d'activité. Cet effet suggère que même en l'absence de fermetures des commerces non essentiels et de contraintes de mobilité, les ménages auraient fait le choix d'épargner plus. Les analyses macroéconomiques suggèrent généralement que cet effet de l'incertitude peut être capté par l'évolution du chômage dont l'augmentation reflète la dégradation sur le marché du travail et donc un risque de baisse des revenus. L'épargne de précaution a pour objectif de maintenir un certain niveau de dépenses dans l'éventualité où le risque de chômage et de baisse des revenus se matérialise. Avec la mise en place de l'activité partielle, l'ajustement sur le marché du travail ne s'est pas fait au détriment de l'emploi. Pour autant, l'incertitude quant à la pérennité de ces dispositifs a pu entraîner une épargne de précaution. Par ailleurs, dans les pays où la politique budgétaire a surcompensé les pertes de revenu primaire, les ménages ont pu choisir aussi d'en épargner une fraction supplémentaire, soit parce qu'ils anticipent que les transferts reçus aujourd'hui seront financés par des impôts futurs, soit parce que ce revenu supplémentaire leur a permis de réduire leur endettement. Du fait de la forte impulsion budgétaire, c'est aux États-Unis que cet élément pourrait avoir la plus grande influence sur le comportement d'épargne.

Une estimation de ces effets suggère que la surépargne « Covid » atteindrait 9 points de revenu disponible en Allemagne en cumul sur 2020 et 2021 (graphique 4). Cette épargne se situerait autour de 12 points en Italie et en Espagne et à près de 16 points aux États-Unis. Ces chiffres donnent surtout une idée du potentiel de dépenses additionnelles que pourraient réaliser les ménages en 2022. Aux États-Unis, calculée sur la base du revenu disponible de 2021, cette surépargne « Covid » atteindrait 3 000 milliards de dollars, ce qui correspond à un montant plus élevé que les mesures d'urgence prises en 2020 dans le cadre du plan CARES (*Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act*). Bien que cruciale pour la croissance mondiale en 2022, il est difficile d'anticiper précisément le comportement des ménages au regard de cette « surépargne ».

Graphique 4. Taux d'épargne des ménages en 2020-2021



Sources : Calculs OFCE.

Considérer que, une fois les mesures sanitaires levées, l'intégralité de cette réserve d'épargne accumulée ne sera pas dépensée revient à faire l'hypothèse que les ménages se limiteront à leur comportement de consommation pré-crise après plus de deux ans de restrictions. Dans la mesure où une partie de cette épargne reflète le choix des gouvernements de maintenir les revenus des ménages, cela revient également à faire l'hypothèse que les multiplicateurs associés aux politiques budgétaires seront très faibles. Dans ce scénario, les politiques budgétaires se traduiraient donc par un stock de dette publique plus élevé sans que la politique budgétaire ne soit parvenue à stimuler les dépenses privées même une fois les restrictions sanitaires levées. Une telle situation ne manquerait pas d'interroger *ex-post* sur la pertinence de ces politiques budgétaires.

On peut plutôt considérer que les ménages ont une cible implicite de patrimoine en fonction de leur revenu. Dans ce cas, l'épargne accumulée pendant la crise conduit à un surajustement vis-à-vis de cet objectif. On peut donc anticiper que les ménages augmenteront leurs dépenses de consommation afin de réduire progressivement la surépargne « Covid ». Nous n'intégrons pas dans ce patrimoine « excessif » celui accumulé pour motif de précaution. Étant donné le caractère exceptionnel de la situation, l'incertitude sur cette désépargne nous conduit à analyser deux scénarios pour 2022 (tableau 2).

Dans le premier scénario, avec désépargne, nous faisons l'hypothèse qu'une partie de la surépargne « Covid » accumulée en 2020 et 2021 sera consommée en 2022. L'hypothèse, calibrée sur la France, est celle d'une consommation de 1/5^e de cette épargne, soit 1,8 point de revenu, qui conduirait à une croissance du PIB de 6 % en France en 2022⁵. La même hypothèse – 1,8 point d'épargne décumulée – se traduirait par une croissance de 5,5 % en Allemagne et en Italie et près de 8 % en Espagne. Aux États-Unis, l'hypothèse de désépargne et l'effet du stimulus budgétaire cumulé en 2020-2021 se traduiraient par une croissance de près de 6 %.

5.

Voir la partie consacrée à la France pour une analyse plus détaillée de la consommation possible.

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

En %

	Scenario	Taux de croissance du PIB	Taux de chômage	Taux d'épargne
Allemagne	Avec désépargne	5,5	3,8	9,4
	Sans désépargne	4,1	4,4	11,6
France	Avec désépargne	6,0	8,7	13,1
	Sans désépargne	4,3	9,4	15,3
Italie	Avec désépargne	5,5	9,9	6,8
	Sans désépargne	3,9	10,6	8,6
Espagne	Avec désépargne	7,9	15,1	6,6
	Sans désépargne	6,1	15,9	8,8
Royaume-Uni	Avec désépargne	5,0	7,1	5,8
	Sans désépargne	3,2	7,9	7,6
États-Unis	Avec désépargne	5,9	3,1	7,3
	Sans désépargne	3,7	4,1	9,0

Note : dans le scénario A, nous faisons l'hypothèse qu'une partie de l'épargne forcée accumulée en 2020 et 2021 sera consommée en 2022. L'hypothèse, calibrée sur la France, est celle d'une consommation de 1/5^e de cette épargne, soit 1,8 point de RdB. Dans le scénario B, nous faisons l'hypothèse que le taux d'épargne revient progressivement à son niveau de 2019, hors effet de précaution.

Source : OFCE e-mod.fr.

Une telle dynamique s'accompagne d'un rattrapage plus rapide des économies vers leur trajectoire tendancielle. Les écarts ne seraient pour autant pas comblés en Italie, Espagne et en France⁶. En Allemagne, l'écart serait légèrement positif. Aux États-Unis, le scénario de désépargne se traduirait par un écart de croissance nettement positif si bien que le taux de chômage repasserait sous le point bas de 2019 atteignant 3,1 %.

Ainsi, le choix d'un stimulus budgétaire bien plus conséquent aux États-Unis que dans les pays de l'Union européenne aurait bien un impact sur la capacité de sortir rapidement de cette crise. Joe Biden semble faire le pari d'une légère surchauffe pour remettre l'économie américaine sur une trajectoire de croissance rapide, pousser le taux de chômage au plus bas, réduire les inégalités et relancer l'inflation américaine, que nous anticipons à 3,5 % en moyenne annuelle sur 2022. Il y a certes une possibilité pour que les taux d'intérêt repartent à la hausse mais ce risque devrait être atténué par une politique monétaire qui resterait expansionniste. Par ailleurs, une augmentation de l'inflation et des taux d'intérêt nominaux ne serait pas forcément synonyme de l'émergence d'un déséquilibre mais le reflet d'une stratégie macroéconomique pour sortir du piège des taux bas et de la déflation. Le risque principal est de plus d'ordre financier si l'épargne américaine ne se déverse pas sur le marché des biens mais sur les marchés financiers et immobiliers, alimentant de nouvelles bulles de prix d'actifs aux États-Unis.

Dans le scénario sans désépargne, nous simulons l'hypothèse plus conservatrice d'un taux d'épargne qui reviendrait progressivement en 2022 à son niveau de 2019, hors effet de précaution. Cela suppose *a minima* une absence de désépargne et même, dans certains pays, une accumulation supplémentaire d'épargne en 2022⁷. Sous cette hypothèse, la croissance de ces pays serait réduite en moyenne de 1,8 point par rapport au scénario avec désépargne et les taux de chômage resteraient supérieurs à leur niveau d'avant-crise (tableau 2). Dans le scénario sans désépargne, la croissance des pays européens pourrait être plus rapide que la croissance américaine. Aux États-Unis, la part de la consommation des ménages étant plus élevée et le taux d'importation plus faible, la

6.

On entend ici par écart d'activité, la différence entre le PIB (en 2022) et le niveau de PIB qu'auraient atteint ces pays si la croissance en 2020 et 2021 avait été conforme à celle anticipée dans notre scénario de croissance de septembre 2019. Pour l'année 2022, l'hypothèse de croissance correspond à une croissance tendancielle.

7.

C'est le cas notamment pour l'Allemagne, la France et l'Espagne qui enregistreraient dans ce scénario une surépargne de 0,4 point de RdB.

variante se traduirait par une croissance significativement plus faible, inférieure de 2,2 points à celle du scénario avec désépargne. Toutefois, une sortie de crise plus lente retarderait la fermeture des écarts de croissance et maintiendrait le taux de chômage de la France, l'Italie et l'Espagne à un niveau très élevé : 9,4 %, 10,6 % et 15,9 % respectivement. En Allemagne, grâce au commerce extérieur, la croissance serait moins rognée que dans les autres pays de la zone euro : 1,4 point contre 1,6 à 1,8 point pour les autres pays. Enfin, la croissance mondiale serait réduite d'au moins 0,5 point dans le scénario sans désépargne passant de 4,5 % à 4 %⁸.

8.

L'effet pourrait être plus important si l'hypothèse de désépargne est appliquée à l'ensemble des pays avancés puisque l'on peut supposer qu'ils ont aussi mis en œuvre des mesures de compensation. Dans ces pays qui représentent près de 45 % du PIB mondial, une réduction identique de 1,8 point de PIB en moyenne suggère une baisse de la croissance mondiale de 0,8 point.

D'autres aléas pourraient remettre en cause ces scénarios. Les plus importants, à court terme, sont une campagne de vaccination plus lente qu'anticipée ou la résurgence de l'épidémie due à l'apparition de variants résistants ou plus contagieux et donc de nouveaux durcissements des restrictions, différant alors la reprise économique. Par ailleurs, des tensions sur la situation financière des entreprises pourraient apparaître une fois les aides publiques levées. Des entreprises se retrouveraient surendettées et dans l'incapacité d'honorer leurs engagements ce qui provoquerait une vague de faillites importante et une hausse significative du chômage, limitant de fait le rebond de la demande. Inversement, une surprise positive est également possible. Le scénario de désépargne (scénario haut) est loin d'épuiser l'épargne accumulée en 2020 et 2021. Une désépargne plus importante est donc possible même si elle pourrait se heurter à des contraintes d'offre, ce qui pourrait se traduire par une augmentation des prix. ■

ANNEXE

Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et prix des matières premières

	2020				2021				2022				2019	2020	2021	2022
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Taux de change ¹																
1 €=...dollars	1,11	1,10	1,16	1,18	1,21	1,17	1,15	1,15	1,15	1,20	1,20	1,25	1,12	1,14	1,17	1,20
1 \$=...yens	108	107	106	105	105	105	105	105	105	105	105	105	109	107	105	105
1 £=...euros	1,17	1,13	1,11	1,11	1,13	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,14	1,13	1,11	1,10
Taux d'intérêt directeurs des banques centrales																
USA	1,00	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	0,75	1,0	1,5	2,73	0,44	0,25	0,94
JPN	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
EUZ	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
GBR	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,75	0,1	0,1	0,1
Prix du pétrole Brent, en \$ ¹	51	29	43	44	61	59	59	62	65	63	62	63	64	42	60	63
Prix du pétrole Brent, en € ¹	45	27	37	38	50	51	51	54	56	53	52	50	57	37	51	53

1. Moyenne sur la période.

2. Variation par rapport à la période précédente, en %.

Sources : Taux de change et pétrole : relevé des cotations quotidiennes. Taux longs : T-Bond à 10 ans aux États-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, cours moyen des obligations d'État à 10 ans pour la zone euro, obligations d'État à 10 ans au Royaume-Uni. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). Prévision OFCE avril 2021.

Le temps de la reprise

Perspectives 2021-2022 pour l'économie française

L'année dernière fut celle d'un choc inédit pour l'économie mondiale comme pour l'économie française. Aucune zone du monde n'a été épargnée et la récession se mesure en plusieurs points de PIB dans la plupart des pays jusqu'à dépasser 10 points de PIB pour certains.

La France ne fait pas exception et affiche une des pertes d'activité les plus fortes des pays développés. La récession en France est plus modérée qu'en Espagne ou au Royaume-Uni mais similaire à celles en Italie, au Portugal ou en Autriche. Elle est pire que celle en Allemagne ou aux États-Unis et au Canada.

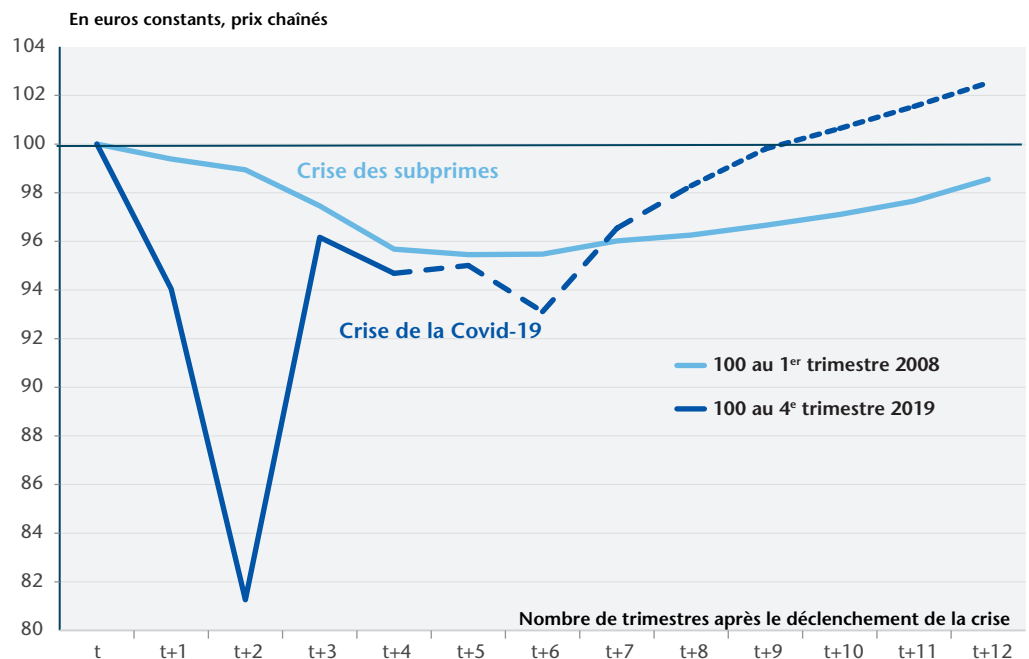
Le choc d'activité entraîné par les confinements au printemps et à l'automne 2020 est sans équivalent sur la période de l'après-guerre. L'économie française a déjà connu des crises économiques dans le passé (choc pétrolier, crise du SME, crise des *subprime*...) mais aucune n'avait eu des conséquences aussi fortes en termes de PIB. Ainsi, la récession de 2020 apparaît presque trois fois plus profonde que celle des *subprime*, qui était déjà un événement exceptionnel dans la trajectoire de l'économie française.

Cependant, si la récession de 2020 se singularise par sa soudaineté et son amplitude, elle se distingue aussi de celle des *subprime* par le profil de récupération attendu (graphique 1). Le rattrapage, partiel, des pertes du deuxième trimestre 2020 a été d'autant plus spectaculaire au troisième trimestre 2020 que le choc précédent avait été violent, ce qui démontre la capacité de rebond de l'économie. La récession est commandée par les mesures prophylactiques et les revenus sont globalement maintenus grâce aux politiques économiques. Lorsque l'on arrête les mesures prophylactiques, l'activité rebondit, ce qui fait une différence de nature importante entre cette récession et les précédentes, liées à des enchaînements économiques plus profonds et persistants. Selon nos prévisions, en cas de désépargne partielle en 2022, l'économie française devrait récupérer son niveau de PIB par habitant d'avant-crise au premier trimestre 2022, soit deux ans après le déclenchement de la crise, et même finir l'année 2022 un peu au-dessus de 2 % du niveau d'avant-crise (graphique 1). La crise des *subprime* a été bien moins brutale, mais le processus de récupération a été plus lent, et au bout de trois années, le PIB par habitant était encore de 2 % inférieur à son niveau d'avant-crise.

Si la France a été moins touchée par la récession que certains grands pays d'Europe en 2020, elle est néanmoins dans le peloton de queue des pays développés. L'intensité du confinement mis en place par le gouvernement au printemps 2020, parmi les plus sévères avec celui de l'Italie et de l'Espagne, en est une des causes. La France a relâché davantage les restrictions à l'été, mais elle a reconfiné plus durement et plus précocement que les autres à l'automne 2020. Au total, près de 60 % des pertes de PIB de 2020 ont été réalisées lors du confinement de mars à juin 2020. Ensuite, la spécialisation sectorielle de la France l'a rendue plus vulnérable aux restrictions de déplacement, le poids des secteurs touchés par les arrêts d'activité (tourisme, hôtellerie-restauration, culture, aéronautique) y étant plus important que dans d'autres pays, comme en Allemagne par exemple.

Cette prévision a été réalisée à l'aide du modèle trimestriel de l'économie française, *e-mod.fr*. La prévision tient compte des informations disponibles au 12 avril 2021 et intègre les comptes nationaux du quatrième trimestre 2020.

Graphique 1. PIB français par habitant (indice 100 au 1^{er} trimestre 2008 et au 4^e trimestre 2019)



Encadré 1. Comment expliquer la bonne résistance de l'activité au mois de novembre 2020 ?

La croissance française du quatrième trimestre 2020 a surpris favorablement (-1,4 % réalisé contre -6 % prévu lors de notre dernier exercice de prévision). La décision d'un nouveau confinement à partir du 30 octobre a lesté les perspectives économiques, notamment pour le mois de novembre. Pourtant les mesures restrictives étaient moins sévères : le système scolaire est resté ouvert et moins de secteurs étaient concernés par les fermetures administratives, mais la baisse historique du PIB d'avril 2020 (-31 %) poussait au pessimisme. Les pertes d'activité par rapport à la situation pré-Covid attendues pour le mois de novembre allaient de 20 % pour le gouvernement, à 14 % pour l'OFCE et à 12 % pour l'Insee et la Banque de France. Selon les comptes provisoires de l'Insee, l'activité n'a été amputée que de 7,5 points au mois de novembre¹. En mobilisant la méthodologie développée par Dauvin et Sampognaro (2021)², il est possible d'analyser les principaux déterminants de la baisse d'activité de novembre afin de mieux comprendre la bonne résistance de l'activité (tableau 1).

La bonne résistance de l'activité s'explique à la fois par des mesures moins restrictives et une meilleure adaptation des agents privés à un contexte sanitaire qui s'inscrit dans la durée.

Au mois de novembre les fermetures administratives concernaient moins de secteurs qu'en avril. Cela explique une contribution négative moitié moindre par rapport à cette période. Selon nos calculs, le choc de fermetures administratives expliquerait une baisse de PIB proche de 5,5 points de PIB en novembre (près de 3/4 des pertes d'activité). Par ailleurs, la fermeture des écoles aurait amputé le PIB de 5 points de PIB en avril. Or ce facteur a été inexistant lors du deuxième confinement. Enfin, les autres chocs d'offre – exprimant l'incapacité d'adapter rapidement les processus de production au contexte sanitaire – auraient réduit la valeur ajoutée de 5 points en avril. Ce type de choc n'aurait pas eu d'effet significatif en novembre.

1.

Insee, 2021, « Un an après... », Note de conjoncture, mars 2021.

2.

Dauvin Magali et Raul Sampognaro, 2021, « Dans les coulisses du confinement : modélisation de chocs simultanés d'offre et de demande. Une application au confinement du mois d'avril 2020 en France », *Sciences Po-OFCE Working paper*, n° 05/2021.

Tableau 1. Décomposition de l'effet des chocs d'offre et de demande sur la valeur ajoutée en novembre 2020

	Fermetures administratives	Garde d'enfants	Autres chocs d'offre	Choc de demande finale	Terme d'interaction	TOTAL
Agriculture et énergie	-3	0	0	1	0	-3
Industrie manufacturière	-2	0	0	-1	0	-3
Construction	0	0	0	-7	0	-7
Services marchands	-9	0	0	-2	0	-11
Services non marchands	0	0	0	-1	0	-1
Ensemble de l'économie	-5	0	0	-2	0	-8
<i>Ensemble de l'économie (rappel avril)</i>	<i>-12</i>	<i>-5</i>	<i>-5</i>	<i>-11</i>	<i>2</i>	<i>-31</i>

Sources : Insee, calculs OFCE.

Une meilleure adaptation des agents au contexte sanitaire a aussi été observée du côté de la demande. D'une part, les consommateurs ont augmenté leur demande dans certains secteurs non empêchés (*biens d'équipement, autres branches industrielles, information et communication, IAA*). D'autre part, même dans les secteurs souffrant d'importantes baisses de débouchés, comme les *matériels de transports*, le choc observé est en net retrait par rapport à celui d'avril. Enfin, seul le choc de débouchés identifié dans les *services de transports et entreposage* est comparable dans les deux confinements. Au total, à la faveur des réallocations des budgets du développement de nouveaux modes de consommation, le choc de débouchés n'a pesé que de 2 points de PIB en novembre, alors que son impact est évalué à 11 points de PIB lors du premier confinement.

Sur l'ensemble de l'année 2020, les pertes globales de revenu s'élèvent à plus de 150 milliards d'euros. Mais ces pertes sont distribuées inégalement selon les agents malgré l'intervention massive des pouvoirs publics. En effet, la succession des mesures sanitaires prises depuis le début du mois de mars de l'année 2020 a le plus souvent été suivie de l'annonce de mesures de soutien économique sans précédent. L'année 2020 a ainsi été marquée par quatre lois de finances rectificatives qui ont permis la mise en place d'un dispositif d'activité partiel inédit, la création du Fonds de solidarité, le versement d'un certain nombre d'aides urgence (familles, jeunes, ...) ou encore des soutiens fiscaux à l'image du crédit d'impôt pour les bailleurs commerciaux louant à des commerçants touchés par la crise mis en place à la fin de l'année 2020 (graphique 2).

Malgré ces dispositifs de soutien, les entreprises ont supporté une perte de revenu de près de 70 milliards en 2020, soit près de la moitié des pertes de l'année. L'intervention publique n'a pas absorbé entièrement le recul des activités des entreprises frappées par la crise et certains coûts fixes n'ont pas été complètement pris en charge (loyers, coût du capital productif non utilisé). Ces pertes de revenu sont très inégalement distribuées entre branches. Ainsi, 70 % des pertes d'EBE des sociétés non financières sont imputables à 6 branches qui totalisent un quart de l'EBE de l'ensemble de l'économie française. Sans surprise, ce sont les branches les plus exposées aux restrictions d'activité, comme les services et la fabrication de matériels de transport, la construction avec l'arrêt des chantiers lors du premier confinement, les commerces, l'hébergement-restauration et les services aux ménages.

3.

Selon l'Insee (« Un an après... », *Note de conjoncture*, mars 2021) le patrimoine des 25 % les plus modestes a augmenté de 218 euros en 2020 et celui des 25 % les plus aisés de plus de 10 000 euros. Environ 80 % de la hausse patrimoniale des ménages en 2020 provient des 25 % de ménages les plus aisés (contre moins de 2 % pour les 25 % les plus modestes).

En revanche, les ménages n'ont subi, d'un point de vue macroéconomique, aucune perte, et ont même vu leur revenu augmenter de façon agrégée. Le dispositif de chômage partiel et les aides gouvernementales ont préservé le RDB moyen des ménages. Ce chiffre masque cependant des situations individuelles qui ont pu se dégrader, et qui concernent au premier chef les étudiants, les saisonniers, certains indépendants... Dans un contexte où la consommation a fortement chuté à la suite des mesures de restriction (limitation des déplacements et fermetures administratives des commerces non essentiels), le taux d'épargne agrégé des ménages a bondi de 6,5 points de RDB en 2020, ce qui permet d'évaluer la constitution d'une « épargne-Covid » de presque 100 milliards d'euros, concentrée très largement sur les 25 % des ménages les plus aisés³ (Insee, 2021). Cette évolution n'est d'ailleurs pas spécifique à la France, et l'« épargne-Covid » atteint aussi des niveaux colossaux dans l'ensemble des économies avancées (voir partie internationale).

En contrepartie des soutiens au secteur privé, la situation budgétaire publique s'est considérablement dégradée en 2020. Les deux tiers des pertes de revenu ont été supportées par les administrations publiques en moyenne en 2020. Cette part, stable au cours des trois premiers trimestres (60 %), s'est notablement accrue au quatrième trimestre à l'occasion de l'extension des dispositifs d'aide lors de la mise en place du deuxième confinement à la fin octobre 2020.

2021 : un fort rebond attendu au second semestre avec la levée progressive des mesures sanitaires

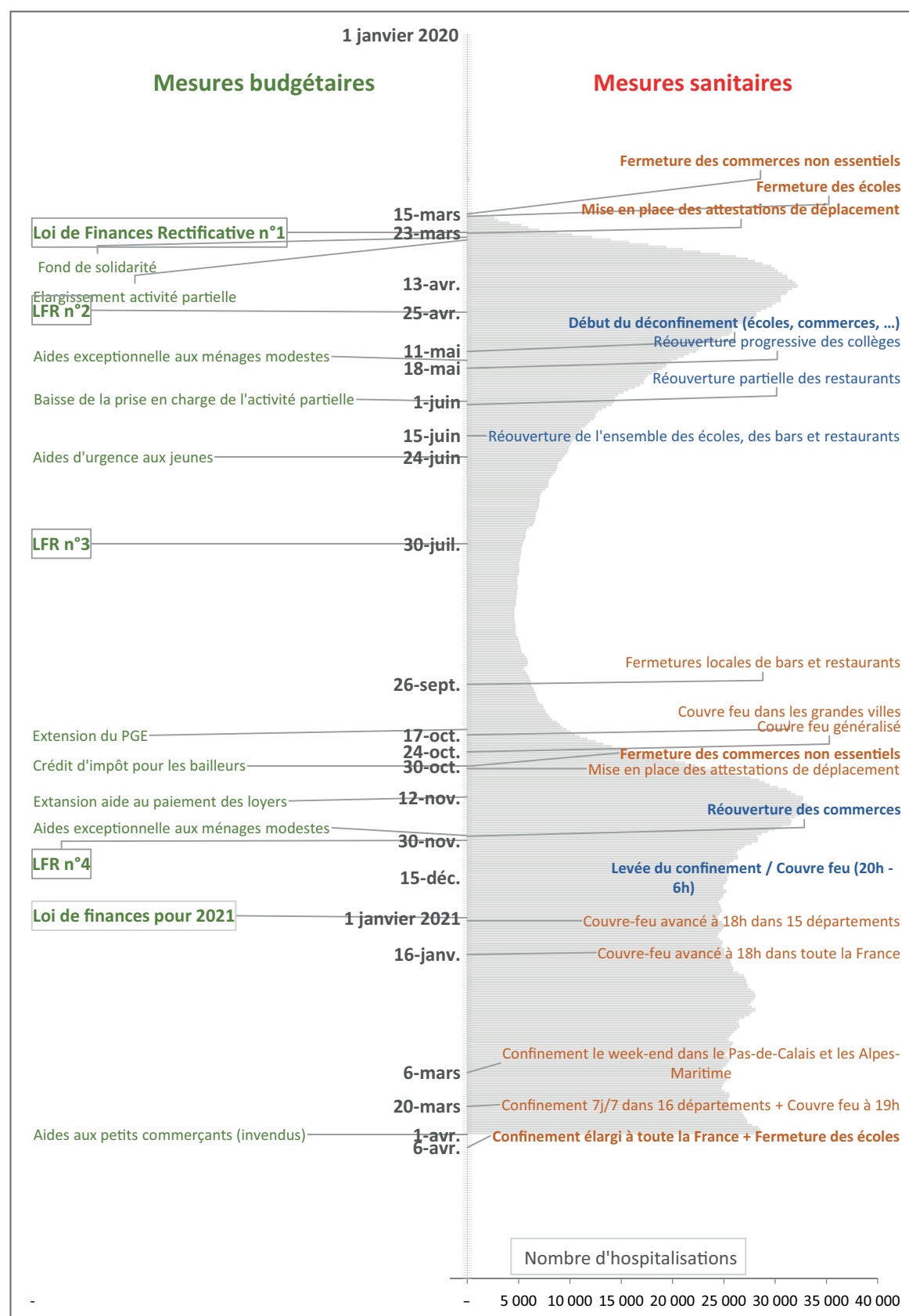
L'annonce d'un troisième confinement national à partir du 3 avril 2021 (fermeture des commerces non essentiels et des écoles, limitations de déplacement, ...), à l'image des mesures prophylactiques précédentes, a été suivie du renforcement des mesures de soutien économique notamment à l'adresse des commerces fermés ou des parents dans l'incapacité de télétravailler.

Concernant le deuxième trimestre 2021, nous suivons le calendrier sanitaire annoncé par le gouvernement avec une levée du confinement prévue fin avril après quatre semaines. Alors, un déconfinement progressif serait engagé à partir du mois de mai jusqu'à l'été, à l'image de la levée des mesures entamées un an auparavant. À partir de l'automne 2021, la vaccination d'une majorité de Français permettrait l'ouverture de l'ensemble des activités avec néanmoins le maintien de jauges dans les lieux clos à fortes interactions sociales (salles de concerts, discothèque...). La fin 2021 et le début de l'année 2022 verraient eux une normalisation de l'ensemble des activités de loisir mais le maintien de limitations aux déplacements hors Union européenne. Dans le scénario sanitaire retenu, la reprise totale des activités sans aucune restriction n'interviendrait elle qu'au second semestre 2022.

Les contraintes sanitaires fixent le tempo de la consommation

La trajectoire de la consommation des ménages, qui représente plus de 50 % du PIB, sera décisive pour la reprise de l'activité en 2021. Une forte hétérogénéité de la dynamique de consommation par produit est apparue au second semestre 2020 et devrait se prolonger en 2021 (graphique 3).

Graphique 2. Mesures sanitaires et de soutien économique entre le 15 mars 2020 et le 6 avril 2021



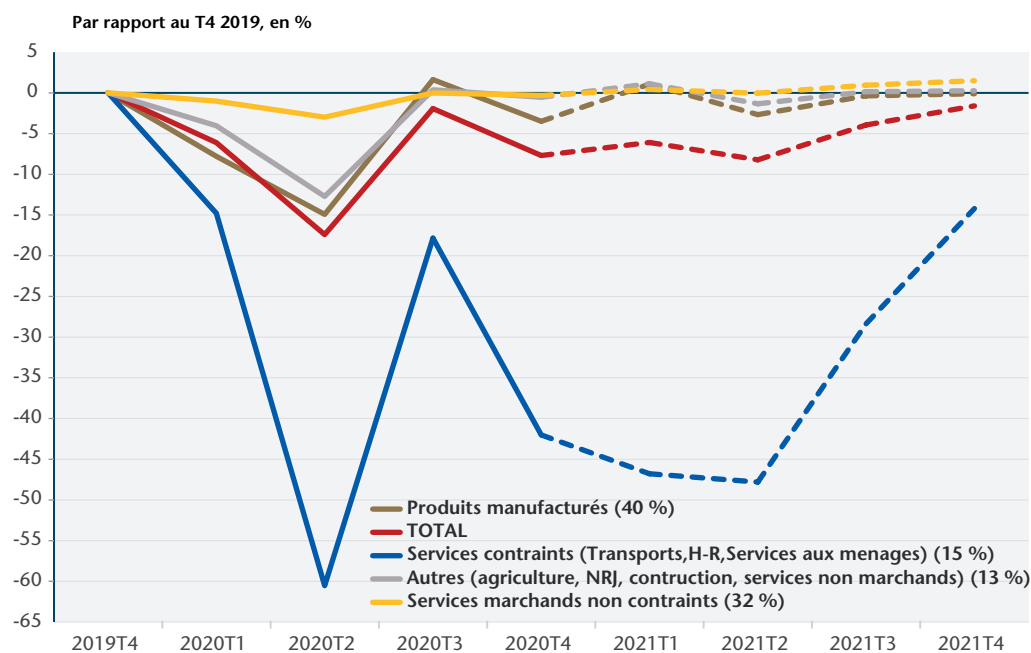
Sources : ministère de l'Économie et des finances, Santé publique France.

4.

Note de conjoncture de l'Insee « Un an après... », 11 mars 2021.

Les données du début d'année 2021, janvier-février et une partie de mars, sont calées sur les données mensuelles de consommation en biens et sur l'information fournie par l'Insee dans sa *Note de conjoncture* de mars 2021⁴. Les données du début d'année confirment ce que l'on observe depuis le second semestre 2020, c'est-à-dire un découplage entre la consommation en « services contraints », qui regroupent l'hôtellerie-restauration, les services de transport et les services aux ménages, et le reste de la consommation. Les nouvelles restrictions mises en œuvre depuis le mois de mars, complétées par un confinement de quatre semaines sur le mois d'avril, vont conforter ces différences. Sur la base du calendrier sanitaire annoncé par le gouvernement et de la levée progressive des mesures prophylactiques à partir du mois de mai 2021, la consommation des ménages serait, par rapport à la situation pré-Covid, de -7 % au deuxième trimestre 2021 (après -5 % au premier trimestre), avant de se redresser nettement au troisième trimestre (-3 %) et quatrième trimestre (-1 %). Ainsi, l'essentiel des pertes de consommation en 2021 (par rapport à la situation pré-Covid) est attribuable aux services contraints qui ne représentent pourtant que 15 % de la consommation des ménages. Plus de 80 % de ces pertes sont attribuables aux seules branches de l'hébergement-restauration et des services de transport, notamment aérien.

Graphique 3. Niveau de consommation finale des ménages par groupe* de branches



* les services marchands contraints regroupent les services de transports, l'hôtellerie-restauration, les services aux ménages. La catégorie « Autres » regroupe les produits agricoles, l'énergie, la construction et les services non marchands.
Sources : Insee, prévisions OFCE.

L'investissement tiré par le numérique

Malgré le confinement du mois de novembre, la baisse de l'investissement au quatrième trimestre 2020 (par rapport à la situation pré-Covid) a été 5 fois moins forte qu'au cours du deuxième trimestre (tableau 2). Ce phénomène traduit plusieurs éléments :

- le premier est certainement lié au fait que les entreprises n'anticipaient pas une chute durable de l'activité ;

- le deuxième est que les entreprises n'étant pas dans des secteurs administrativement fermés se sont adaptées aux contraintes sanitaires à l'image des chaînes de production industrielle ou des chantiers dans le BTP ayant poursuivi leur activité pendant ce deuxième confinement. C'est ce que montre la bonne résistance de l'investissement en produits manufacturés et en construction ;
- et troisièmement, la crise de la Covid-19 a conduit les entreprises à accélérer leur transformation numérique, ce que révèlent les chiffres d'investissement dans l'information-communication qui n'ont jamais été aussi élevés à la fin 2020, avec un niveau de 2 % supérieur à celui de fin 2019. Cet effet pourrait avoir des conséquences positives sur la productivité du travail à travers le développement du télétravail et la croissance potentielle.

En lien avec la levée progressive des mesures prophylactiques et le rebond de la demande au cours de l'année 2021, l'investissement connaîtrait une amélioration continue, passant de -6 % au premier semestre 2021 (par rapport à la situation pré-Covid) à -2 % au second semestre par rapport à la situation pré-Covid. Le rebond serait particulièrement soutenu par l'investissement en construction et en produits manufacturés, en raison à la fois de leur sensibilité à l'amélioration de l'activité et des mesures de soutien du plan de relance (investissement dans les infrastructures, baisse des impôts sur la production...). Sur la lignée de la fin d'année 2020, l'investissement en services marchands resterait supérieur à son niveau d'avant-crise.

Tableau 2. Contribution des investissements par produit

En points de %, par rapport au T4 2019

	Poids (2019)	2020				2021	
		T1	T2	T3	T4	S1	S2
Produits manufacturés	22 %	-3	-7	-1	-2	-3	-1
Construction	42 %	-6	-14	-3	-4	-4	-2
Services marchands	36 %	-1	-4	-2	1	0	1
Total	100 %	-11	-24	-6	-5	-6	-2

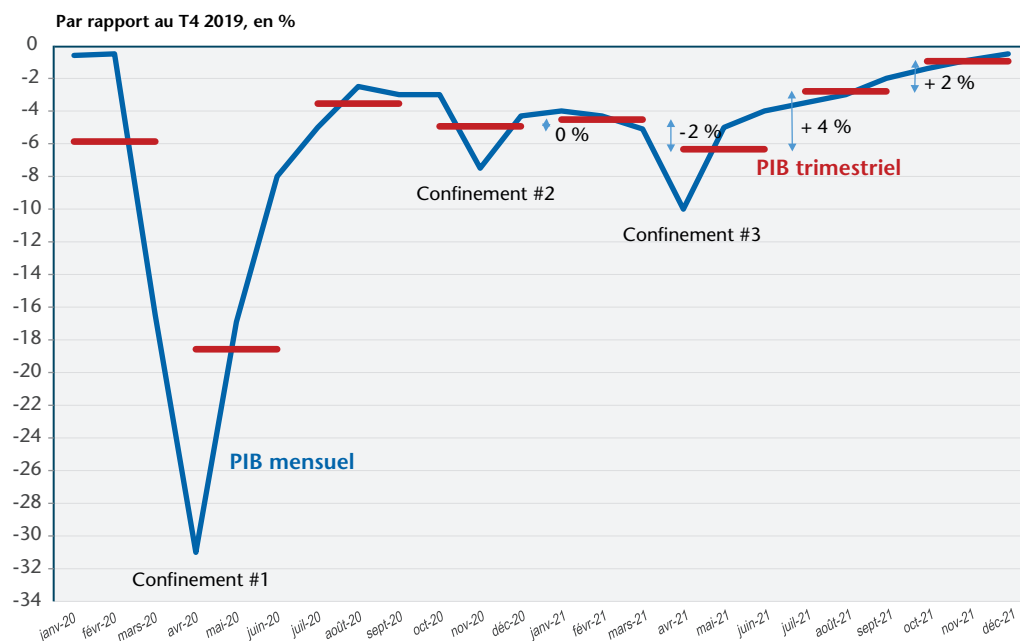
Sources : Insee, prévisions OFCE.

Quel scénario de croissance du PIB pour 2021 ?

Sur la base de l'évolution attendue de la demande finale domestique et de l'évolution du commerce mondial (voire partie internationale), nous construisons un scénario trimestriel par branche pour l'ensemble de l'année 2021.

Au premier trimestre 2021, le PIB se stabiliserait à un niveau équivalent à celui du quatrième trimestre 2020, soit un niveau d'activité de -5 % par rapport à la fin 2019. Les quatre semaines de confinement au niveau national conduiraient à faire chuter le PIB à -10 % (par rapport à une situation pré-Covid) au cours du mois d'avril (encadré 2). Avec un confinement limité à quatre semaines, le PIB retrouverait en mai un niveau proche du mois de mars, puis s'améliorerait avec la levée progressive des mesures prophylactiques. Ainsi, la croissance du PIB serait de -2 % au deuxième trimestre, avant de connaître un net rebond au troisième trimestre (+4 %) et au quatrième trimestre (+2 %) (graphique 4).

Graphique 4. PIB mensuel et PIB trimestriel



Encadré 2. Quel impact des nouvelles mesures sanitaires (confinement local et national) sur le PIB ?

Les nouvelles restrictions sanitaires, initiées par un confinement local de deux semaines en mars en Île-de-France et les Haut-de-France, puis étendues à tout le territoire pendant quatre semaines en avril avec la fermeture des écoles et l'avancement des vacances scolaires pour deux zones, devraient réduire le PIB de 0,6 % en 2021, par rapport à une situation de couvre-feu (-0,1 point pour l'effet du confinement localisé sur deux semaines et -0,5 point pour les quatre semaines de confinement national). Le PIB mensuel baisserait ainsi à -5 % en mars et -10 % en avril (par rapport à une situation pré-Covid). Les calculs détaillés ci-dessous sont réalisés sur la base d'un calendrier sanitaire respecté.

Avant la mise en place de nouvelles mesures restrictives, les pertes de PIB en situation de couvre-feu étaient estimées à -4 %. Sur la base de l'expérience du deuxième confinement au mois de novembre, avec fermeture des commerces non essentiels et restrictions de déplacement, le PIB a perdu -8 %. Par conséquent, nous considérons que le passage d'une situation de couvre-feu à un confinement similaire à celui de novembre conduit à réduire le PIB de -4 %, soit 0,3 point de PIB annuel sur quatre semaines (et dans le cas du confinement localisé sur 42 % du PIB pendant deux semaines, cela ampute le PIB annuel de 0,1 point).

À cela s'ajoute, la fermeture des écoles pendant quatre semaines pour les collèges (trois pour les maternelles et primaires). Selon une étude de l'OFCE (Dauvin et Sampognaro⁵, 2021), l'effet propre à la fermeture des écoles, par le travail empêché, a contribué à réduire le PIB de 5 % durant le premier confinement. Cette évaluation peut dans le cas du confinement actuel être interprétée comme une fourchette haute car elle concerne les enfants jusqu'à 15 ans (alors qu'un certain nombre de collégiens peuvent se garder seuls) et cet impact n'intègre pas de modes de gardes alternatifs (famille, amis, baby-sitting) qui n'étaient pas possible lors du premier confinement. Ainsi, nous considérons que la fermeture des écoles sur les trois/quatre semaines d'avril, dont deux de vacances scolaires, réduirait le PIB annuel sur la moitié du mois, soit -0,2 point de PIB annuel.

5.

M. Dauvin et R. Sampognaro, 2021, *op. cit.* note 2.

Au total, sur l'année 2021, la croissance du PIB serait de +5 % en moyenne annuelle (tableau 3). La consommation des ménages et des administrations publiques rebondirait de 4 % et l'investissement de 7 %. La contribution extérieure serait positive en 2021, compensant la moitié des pertes extérieures encaissées en 2020. En revanche, le décalage entre la reprise de la consommation et celle de la production conduirait à une contribution négative des variations de stocks en 2021.

Ce chiffre de 5% de croissance du PIB en 2021 ne doit pas masquer cependant que le rebond à la fin 2021 serait partiel : des pertes d'activité encore importantes subsisteraient en 2021. Le PIB de 2021 serait encore -3,7 % en-dessous de son niveau de 2019, ce qui représente un écart d'activité du PIB plus fort que celui de 2009, après le choc initial de la crise des *subprime*. Et par rapport à la trajectoire de PIB prévue avant la crise Covid-19, le PIB de 2021 accuserait un écart de -6,2 %.

Tableau 3. **Compte Emploi-Ressources pour l'économie française 2020-2021**

En %, en euros constants, prix chaînés

	2020.1	2020.2	2020.3	2020.4	2021.1	2021.2	2021.3	2021.4	2020	2021
PIB	-6	-14	18	-1	0	-2	4	2	-8,2	5,0
Consommation privée	-6	-12	19	-6	2	-2	5	2	-7	4
Consommation APU	-3	-10	15	0	0	-1	1	0	-3	4
Collective APU	-1	-8	12	1	0	1	1	1	-1	5
Individualisable APU	-4	-11	16	-1	0	-1	2	1	-4	4
FBCF totale	-11	-15	24	1	-1	-2	4	2	-10	7
FBCF SNFEI	-9	-14	21	1	0	-2	5	2	-10	8
FBCF APU	-11	-16	27	-2	0	-2	4	2	-10	7
Exportations	-7	-25	22	6	3	1	3	2	-16	13
Importations	-6	-17	16	2	3	0	3	2	-11	10
Contributions										
Demande intérieure hors stocks	-6	-12	19	-3	1	-2	3	2	-7	5
Variations de stocks	1	1	-2	0	0	0	0	0	0	-1
Solde commercial	0	-2	1	1	0	0	0	0	-1	1

Sources : Insee, prévisions OFCE.

En 2021, le choc reste particulièrement marqué dans les branches directement exposées aux contraintes sanitaires. Les branches les plus affectées par le choc sont l'hôtellerie-restauration, les services de transport, la fabrication de matériels de transport, la cokéfaction-raffinage et les services aux ménages. Ces branches enregistrent encore des pertes comprises entre -12 et -28 % en 2021 (par rapport à 2019) alors que la moyenne des autres branches d'activité est inférieure à -2 %. Elles ne représentent que 12 % du PIB mais contribuent à 60 % des pertes d'activité en 2021.

En 2021 l'accumulation d'«épargne-Covid» se poursuit

Sur l'ensemble de l'année 2021, la perte de revenu réel globale serait de près de 90 milliards d'euros par rapport à la situation pré-Covid-19 (tableau 4).

Le renforcement des mesures de soutien depuis le second confinement, à travers une plus grande compensation des coûts fixes des entreprises avec l'augmentation du fonds de solidarité et les exonérations de cotisations sociales, et le prolongement du

6.

De plus, à la suite de la fermeture des établissements scolaires et des crèches, les salariés dans l'impossibilité de télétravailler pourront également bénéficier de l'activité partielle pour garder leurs enfants. Et tous les établissements et entreprises fermés par décision administrative et les entreprises justifiant d'une perte de 60 % de leur chiffre d'affaires par rapport au mois précédent ou au même mois en 2019 bénéficient d'une prise en charge à 100 % de l'activité partielle, sans reste à charge pour l'employeur, tant que les mesures de restriction sanitaire seront mises en œuvre.

taux de prise en charge de l'activité partielle jusqu'à la fin avril 2021⁶ permet une plus large couverture des pertes des entreprises sur l'année 2021. À cela s'ajoutent, les baisses d'impôt sur la production pour 10 milliards d'euros et de l'impôt sur les sociétés pour 3 milliards.

Les entreprises encaisseraient une perte de revenu de l'ordre de 20 milliards en 2021 mais ne verraient pas leur taux de marge baisser. Avec un investissement n'ayant pas retrouvé son niveau de 2019, le besoin de financement des entreprises augmenterait de 0,4 point de PIB en 2021 (par rapport à 2019).

Soutenus par l'amélioration du marché du travail et les dispositifs d'activité partielle ainsi que la suppression progressive de la taxe d'habitation, les ménages dans leur ensemble verraient leur situation financière s'améliorer d'un peu plus de 20 milliards sur l'ensemble de l'année 2020. Avec une consommation encore 3 % en-dessous de son niveau de 2019, ils continueraient à accumuler une « épargne-Covid » pour un montant de 64 milliards sur l'année 2021.

La perte de revenu des administrations publiques (APU) est similaire à celle de l'ensemble de l'économie. Les APU absorbent 100 % des pertes de revenu totales, conduisant à dégrader le déficit public de 4,6 points de PIB (par rapport à 2019) malgré un niveau d'investissement encore 4 % en-dessous de son niveau de 2019.

Enfin, en raison de la spécialisation sectorielle de l'économie française et notamment des effets durables de la crise Covid-19 sur le tourisme et le transport aérien, la balance des transactions courantes serait plus dégradée qu'en 2019, conduisant à un besoin de financement supplémentaire de la France vis-à-vis du reste du monde de 1,8 point de PIB (par rapport à 2019).

Tableau 4. Évaluation de l'impact de la crise de la Covid-19 sur les comptes d'agents en 2021

En écart à l'année 2019

		SNF-SF	EI	Ménages	APU	ISBLSM	RDM	Total
En %	Valeur ajoutée	-6	-5	0	1	-6		-4
En pts de PIB annuel (en contrib.)	Valeur ajoutée	-3	0	0	0	0		-4
En Mds pour 2020	RDB	-20	23		-91	1		-89
Contribution (en pts de %)	RDB	23	-24		102	-1		100
En Mds pour 2020	Epargne		64					
En % du RDB	Taux d'épargne		4					
En % de la VA	Taux de marge	0.3						
En pts de % annuel	FBCF	-3	-5		-4	-5		-4
En % du PIB	CF (+) / BF (-)	-0,4		3,2	-4,6	0,0	1,8	0,0

Sources : Insee, prévisions OFCE.

7.

Selon les données du Comité de suivi de France Stratégie sur les aides aux entreprises confrontées à l'épidémie de Covid-19, le montant cumulé de PGE représentait 135 milliards d'euros fin février 2021, les cotisations restant dues 21 milliards fin janvier 2021 et le report d'échéances fiscales plus de 3 milliards.

8.

Cros M., A. Epaulard et P. Martin, 2020, « Les défaillances d'entreprises dans la crise Covid-19 : zombification ou mise en hibernation ? », *Focus du CAE*, n° 51, décembre.

Après deux années d'épidémie, et malgré le rebond d'activité attendu en 2021, la situation des agents économiques sera affectée de façon différenciée par la crise, laissant une trace durable dans les bilans des entreprises.

Sur la période 2020-21, les entreprises encaisseraient près de 90 milliards de pertes dans leurs fonds propres. Comptablement, la contraction de l'investissement atténue l'impact sur le besoin de financement des entreprises qui augmenterait de 2,6 points de PIB sur deux ans, soit 63 milliards. Couplé à la hausse de l'endettement, dont 160 milliards de Prêts Garantis par l'État et de dettes fiscales et sociales⁷, un certain nombre d'entreprises vont donc devoir faire face à un risque de solvabilité accru dans les années à venir (Cros *et al.*, 2020)⁸.

Les administrations publiques encaisseraient près de 80 % de la perte de revenu de l'ensemble de l'économie française sur les années 2020-21, conduisant à accroître leur besoin de financement de 11 points de PIB sur deux ans.

Les besoins de financement de la France vis-à-vis de l'extérieur augmenteraient de plus de 3 points de PIB annuel sur deux ans, en raison notamment des pertes liées au tourisme et à la fabrication de matériels de transports mais aussi de la baisse des revenus liés aux investissements directs étrangers.

Enfin, du côté des ménages, l'« épargne-Covid » accumulée sur deux ans va représenter environ 160 milliards, soit plus de 10 points de revenu annuel. Bien qu'inégalement répartie, la mobilisation de cette épargne vers la consommation ou au contraire sa thésaurisation pour motif de précaution va être déterminante pour le scénario de croissance de 2022.

Le marché du travail : des dégâts limités au regard de la crise

L'activité partielle a permis de protéger les salariés en contrat à durée indéterminée et en CDD longs en faisant principalement porter l'ajustement à la baisse d'activité sur les heures travaillées de ces salariés plutôt que sur leur emploi. Le nombre d'heures d'activité partielle indemnifiables est ainsi estimé par la Dares à 2,5 milliards d'heures sur l'ensemble de l'année 2020, pour un montant total d'indemnisations de 26 milliards d'euros.

Le recours à l'activité partielle serait encore élevé au premier semestre 2021. La rechute de l'activité attendue au deuxième trimestre 2021 s'accompagnerait d'une baisse des heures travaillées compensée par une hausse de l'activité partielle. L'emploi total progresserait légèrement au premier trimestre du fait du soutien des emplois aidés non marchands, et baisserait de 25 000 au deuxième trimestre 2021 (dont -41 000 emplois salariés dans le secteur marchand non agricole) à la suite du troisième confinement.

La levée progressive des mesures sanitaires au deuxième semestre s'accompagnerait d'un rattrapage de l'activité qui resterait toutefois, à la fin 2021, inférieur de 1 % à son niveau observé au quatrième trimestre 2019. La hausse du volume d'heures travaillées serait principalement soutenue par une hausse de la durée du travail par salarié. L'emploi dans l'industrie resterait en revanche pénalisé par une activité progressant à peine suffisamment pour absorber les gains de productivité. L'emploi serait plus dynamique dans la construction, grâce aux mesures du plan de relance. Dans les services marchands, la réouverture des secteurs fermés administrativement se traduirait par un rebond de l'emploi salarié dans plusieurs branches : +88 000 emplois salariés au second semestre 2021 dans le commerce, l'hébergement-restauration et les services aux ménages, sans que ces branches retrouvent leur niveau d'emploi d'avant-crise. Ainsi, dans le secteur marchand non agricole, l'emploi salarié serait encore inférieur de 1,4 % à son niveau d'avant-crise. Enfin, les contrats aidés dans le secteur non marchand soutiendraient l'emploi salarié dans cette branche.

Compte tenu de nos prévisions d'activité et de recours au dispositif d'activité partielle, le total d'heures indemnifiables s'élèverait à 1,3 milliard en 2021 pour un coût de 13,4 milliards d'euros, y compris l'Activité Partielle de Longue Durée (APLD). Ces estimations ne portent que sur les montants d'indemnisation versés par l'État et l'Unedic aux entreprises, et n'intègrent pas les pertes de cotisations sociales et de CSG. *In fine*, le dispositif soutiendrait encore largement le revenu des ménages en 2021 et sauvegarderait massivement l'emploi en diminuant le coût de la crise porté par les entreprises.

Malgré les créations d'emplois attendues au second semestre, l'emploi resterait encore dégradé fin 2021, par rapport à la situation pré-Covid (-229 000 emplois salariés et -36 000 emplois non-salariés par rapport au quatrième trimestre 2019, tableau 5). La levée des mesures sanitaires au second semestre et les créations d'emplois auraient pour conséquence une augmentation de la population active (des chômeurs qui s'étaient retirés du marché du travail du fait des mesures sanitaires et des perspectives d'emploi dégradées en 2020 recommenceraient à chercher du travail). Au total, le nombre de chômeurs augmenterait de 213 000 sur l'année 2021 (et de 159 000 depuis la fin 2019) et le taux de chômage atteindrait 8,7% en fin d'année (tableau 5).

Tableau 5. Emploi et chômage en 2020-2021 par rapport au T4 2019

Par rapport au T4 2019 (en milliers)

	2020	2021
Emploi salarié	-348	-229
Agriculture	-4	-4
Industrie	-81	-81
Construction	9	15
Services pplt marchands	-241	-172
Services pplt non-marchands	-30	13
Emploi non-salarié	-52	-36
Population active	-454	-106
Nombre de chômeurs	-54	159
Taux de chômage (En %, fin d'année)	8,0	8,7

Source : prévisions OFCE.

Dans le cadre du Plan de relance, le budget alloué aux mesures favorables à l'emploi, à l'insertion et à la formation professionnelle devrait atteindre environ 15 milliards d'euros sur la période 2020-2022 pour la création d'environ 55 000 emplois en 2020 et 45 000 emplois supplémentaires fin 2021 par rapport au quatrième trimestre 2020, auquel il faut ajouter les 700 000 emplois équivalent temps plein maintenus grâce à l'activité partielle en 2021 pour un coût estimé sur l'année de 10,4 milliards d'euros. Le dynamisme de l'apprentissage enclenché en 2020 devrait se poursuivre en 2021, accentué par le prolongement jusqu'en fin d'année des aides exceptionnelles à l'embauche d'un alternant. De même, la montée en charge des Plans Emploi Compétence (PEC) et les objectifs affichés sur la Garantie Jeune devraient continuer à soutenir les effectifs d'emplois aidés (+122 000 fin 2021 par rapport à fin 2020). Enfin, le prolongement jusqu'à fin mai de la Prime à l'embauche d'un salarié de moins de 26 ans soutiendrait les embauches au premier semestre 2021. Au total, les mesures d'aide à l'emploi et les entrées en formation auraient un effet positif sur l'emploi en 2021 (+98 000 emplois).

2022 : l'évolution de l'épargne au cœur du scénario de croissance

L'année 2022 devrait se caractériser par un retour à la normale sur le plan sanitaire. Bien sûr, cette hypothèse est fondamentale car elle est au cœur du scénario de reprise de l'activité. Cependant, au-delà de l'aspect sanitaire, de nombreuses incertitudes demeurent pour l'année 2022. À ce stade, il est donc préférable de parler de scénario

plutôt que de prévision. De nombreuses incertitudes demeurent même si les orientations des politiques budgétaires et monétaires à cet horizon sont assez claires et visent à soutenir la reprise : les mesures budgétaires évoluent en fonction de la situation sanitaire et une enveloppe importante a été budgétée dans le cadre de France Relance. Du côté de la politique monétaire, le Conseil des gouverneurs de la BCE a confirmé fin janvier l'orientation très accommodante de sa politique monétaire et annoncé qu'il effectuera des achats nets d'actifs au titre du PEPP au moins jusqu'à fin mars 2022 et, dans tous les cas, jusqu'à ce qu'il juge que la crise du coronavirus est terminée. Du coup, nous écartons le risque d'une crise financière ou un tournant rapide vers l'austérité tant les politiques économiques mondiales semblent orientées à l'horizon de 2022 vers la reprise économique. Il reste bien sûr l'incertitude concernant les faillites d'entreprises mais leur impact macroéconomique, bien que non négligeable, devrait être modéré d'ici à 2022, compte tenu des annonces sur l'extension des délais de remboursement. Au final, si l'on écarte les aléas liés à l'évolution de la pandémie, difficilement modélisables, l'incertitude la plus forte porte sur le comportement des ménages vis-à-vis de l'« épargne-Covid » accumulée.

C'est pourquoi nous avons retenu deux scénarii autour du comportement d'épargne pour 2022 :

Le premier scénario suppose que les ménages, en 2022, vont désépargner 20 % de leur « épargne-Covid », hors épargne de précaution⁹ (qui représente selon nos calculs 0,9 point de RDB). Cela conduirait les ménages à désépargner 1,8 point de RDB sur l'année 2022, soit 28 milliards d'euros, ramenant le patrimoine net lié à la crise Covid-19 à un peu plus de 130 milliards fin 2022 (graphique 5). Le taux d'épargne serait en moyenne de 13,1 % du RDB en 2022 (contre 14,9 % en 2019) et atteindrait 11,4 % en fin de période.

Si les études montrent généralement peu, voire pas du tout d'effet de richesse financière sur la consommation des ménages en France lorsque les prix des actifs financiers augmentent, la variation du patrimoine pendant la crise Covid-19 est de nature différente. La variation de la richesse est d'une part le résultat d'une « épargne forcée » et pas « désirée », et d'autre part cette épargne est plus liquide que le patrimoine financier moyen et donc plus facilement mobilisable. On peut donc légitimement supposer que cet effet de richesse « Covid » sera plus fort sur les comportements de consommation que ce que l'on observe avec des effets richesse habituels, qui sont ici de nature différente. Enfin, la communication du gouvernement sur les impôts et les finances publiques devrait réduire les anticipations de hausses d'impôts, réduisant les effets ricardiens (*i.e.* une hausse durable de l'épargne en prévision d'impôts futurs).

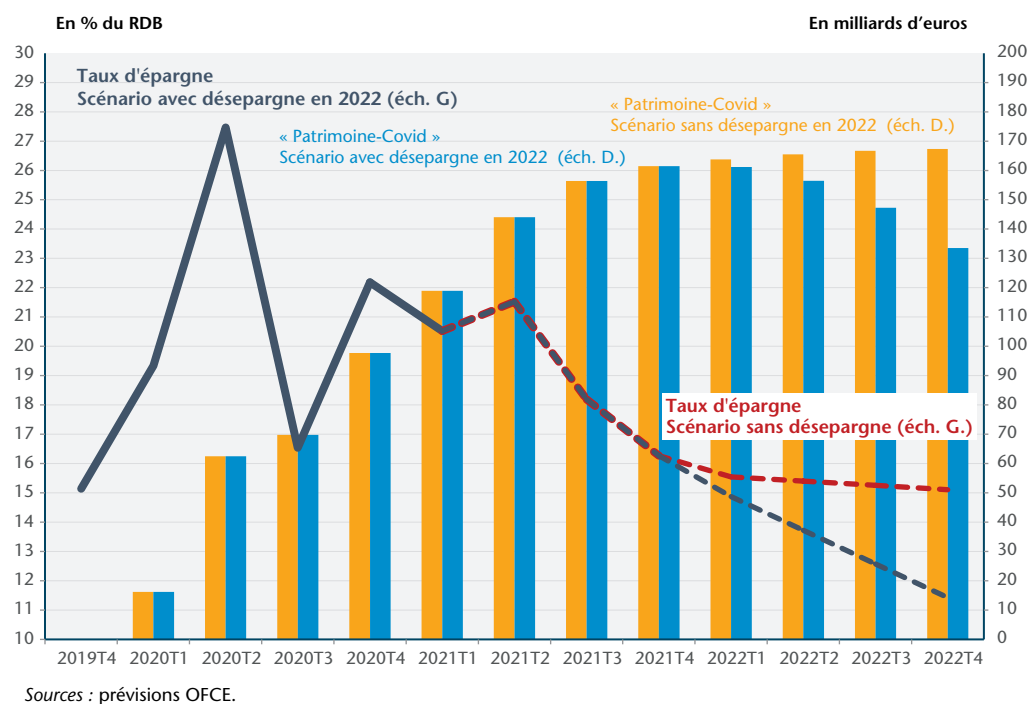
Le second scénario ne tient pas compte d'effet de richesse « Covid » sur la consommation en 2022 et suppose un comportement ricardien des ménages, l'épargne accumulée pendant la crise étant thésaurisée pour faire face à une hausse potentielle d'impôts futurs pour éponger la dette Covid. Le taux d'épargne reviendrait fin 2022 à son niveau pré-Covid. Avec un taux d'épargne moyen à 15,3 %, les ménages accumuleraient 0,4 point de revenu d'épargne supplémentaire en 2022, soit 6 milliards, portant le « patrimoine-Covid » à près de 170 milliards (10,8 points de RDB) fin 2022.

Dans les deux scénarii, nous supposons un comportement d'épargne semblable chez nos principaux partenaires commerciaux, sans effet donc sur le commerce extérieur (voire partie internationale).

9.

Le taux de chômage étant un indicateur partiel de l'épargne de précaution liée à l'incertitude, nous avons étendu la mesure de l'épargne de précaution au risque lié à la dégradation du marché du travail au sens large (hausse du chômage, risque de précarité, effort salarial...) ainsi que le risque entourant l'évolution des mesures sanitaires et leur financement.

Graphique 5. Taux d'épargne et « patrimoine-Covid » dans les deux scénarii



Dans le cas du scénario avec désépargne, la croissance du PIB serait de 6 % en 2022 et le taux de chômage se stabiliserait à 8,7 % de la population active. Le déficit public serait de 4,6 % et la dette publique se réduirait à 115 % du PIB en 2022 (après 118 % en 2021).

Dans le cas du scénario sans désépargne, la croissance du PIB serait de 4,3 % en 2022 et le taux de chômage atteindrait en moyenne 9,4 %. Le déficit public serait de 5,4 % et la dette publique se réduirait peu, à 117 % (tableau 6).

Les deux scénarii permettent de quantifier l'enjeu macroéconomique de l'« épargne-Covid ». Une désépargne plus forte et plus rapide que le premier scénario pourrait conduire à un scénario de croissance encore plus dynamique pour 2022, avec une convergence accélérée vers le PIB tendanciel et une hausse de l'inflation sous-jacente. À l'inverse, une accumulation supplémentaire d'épargne, liée à des comportements de grande prudence, motivée par un argument ricardien, et ce malgré l'éradication de l'épidémie, conduirait à une reprise faible et à un scénario potentiellement déflationniste. L'anticipation des ménages quant à la hausse à venir ou non des impôts ou la réduction des dépenses est donc centrale pour la croissance future.

Tableau 6. Principales variables macroéconomiques en 2022 selon les deux scénarii

	Croissance du PIB (en %)	Taux de chômage (en %, moyenne annuelle)	Solde public (en % du PIB)	Dette publique (en % du PIB)
Scénario avec 20 % de désépargne	6,0	8,7	-4,6	115
Scénario sans désépargne	4,3	9,4	-5,4	117

Sources : prévisions OFCE.

Encadré 3. Quel impact de la crise sur le PIB potentiel de moyen terme ?

Si cette crise est hors norme par les pertes d'activité qu'elle génère mais aussi par le profil de reprise attendu, une grande incertitude demeure sur les conséquences structurelles de cette crise. Nous essayons d'évaluer, sur la base de l'évolution du capital productif de l'économie (privé et public), les conséquences de cette crise sur les capacités de production de l'économie liées au sous-investissement. Cette méthode, qui permet de chiffrer l'impact de la crise sur l'offre à moyen terme, ne tient pas compte d'autres effets pouvant agir sur le potentiel : productivité du travail, chômage structurel, modification durable de la structure productive. Si la crise peut avoir un impact sur ces variables structurelles, les effets sur le PIB potentiel sont aujourd'hui difficilement quantifiables et ambigus (comme l'accélération de la numérisation et le développement du télétravail sur la productivité).

Nous utilisons comme référentiel le PIB tendanciel pré-Covid qui correspond au PIB potentiel de long terme, ce dernier augmentant au rythme de 1,2 % par an. Dans une trajectoire de long terme où le ratio (K / PIB) est stable, le capital productif de l'économie croît comme le PIB de long terme. Nous pouvons ainsi quantifier l'impact du sous-investissement sur le capital productif par rapport à cette trajectoire de long terme¹⁰.

Le PIB potentiel de moyen terme qui tient compte de la moindre accumulation de capital serait ainsi -1,5 % en-dessous du tendanciel fin 2020, -1,8 % fin 2021 et -1,1 % fin 2022 (graphique 6).

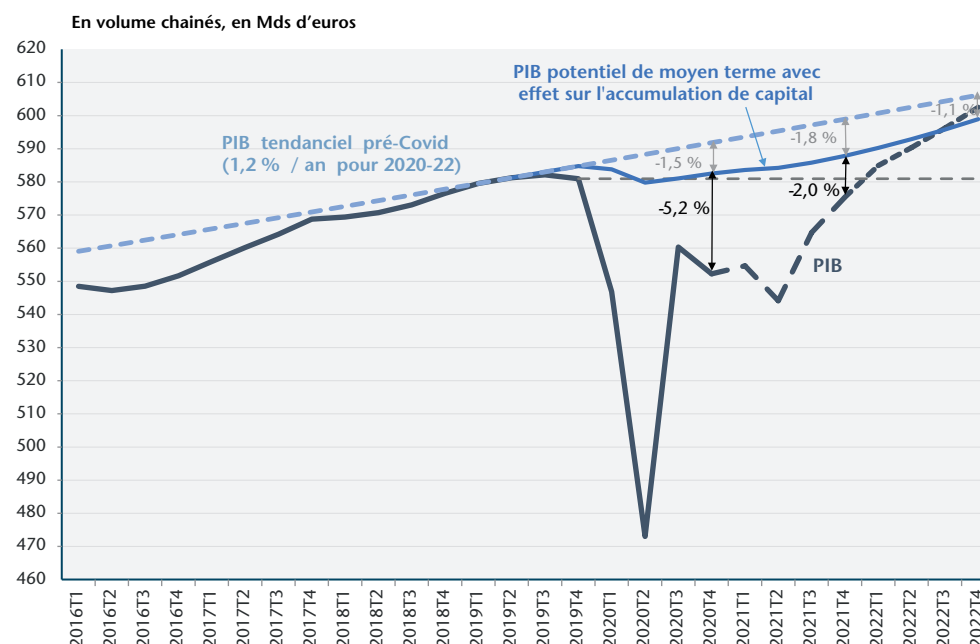
Fin 2021, le PIB serait -2 % en-dessous du PIB potentiel de moyen terme et -3,8 % en-dessous du PIB tendanciel de long terme. Fin 2022, dans le scénario avec désépargne, le PIB serait -0,5 % en-dessous du PIB tendanciel de long terme mais serait légèrement au-dessus du PIB potentiel de moyen terme.

Comme nous pouvons le constater, les pertes de PIB potentiel peuvent être importantes mais ne sont pas définitives et dépendent de l'accumulation de capital à venir, donc de la trajectoire d'investissement. Une politique de soutien à l'investissement public et privé accélérerait la récupération des effets négatifs de cette crise sur le PIB potentiel à moyen terme.

10.

Nous maintenons le même taux de dépréciation du capital productif que celui hors crise Covid-19. Une dépréciation moindre du capital productif, liée à la moindre utilisation des immobilisations corporelles au prorata de la perte de valeur ajoutée, conduirait à minimiser l'effet de la crise Covid-19 sur le PIB potentiel de moyen terme.

Graphique 6. PIB effectif, PIB potentiel de moyen terme et PIB tendanciel de long terme



Sources : Insee, calculs OFCE.

Plan de relance et finances publiques

Sur l'ensemble de la période 2020-2022, selon les informations disponibles, les mesures d'urgence et de relance représenteraient un coût direct pour les finances publiques de 185 milliards d'euros (7,6 points de PIB), notamment en raison des importants dispositifs de soutien aux entreprises, à travers le Fonds de solidarité, les exonérations de cotisations sociales, le dispositif de renforcement des fonds propres et la baisse durable des impôts sur la production (tableau 7). Si plus de 40 % des mesures sont concentrés sur les aides directes aux entreprises, l'autre volet concerne les mesures liées à l'emploi, avec notamment le Plan jeunes, et à sa préservation, à travers l'activité partielle. Bien que concentrées sur 2020 et 2021, les mesures pour l'emploi, la formation et l'activité partielle représenteraient 30 % de l'enveloppe globale des mesures d'urgence et de relance de la période 2020-2022. Enfin, un quart de l'enveloppe globale déployée sur 3 ans serait principalement à destination du secteur de la santé et de l'investissement dans les infrastructures publiques (rénovation thermique, numérique...).

Au total, ces mesures d'urgence et de relance soutiendraient l'activité à hauteur de près de 6 points de PIB sur trois ans, ce qui correspond à un multiplicateur budgétaire moyen de 0,8 sur la période. Bien que les montants de ces mesures ne soient pas répartis équitablement sur chaque année, nous estimons que les mesures d'urgence et de relance permettraient de rehausser le PIB de 2 % en moyenne chaque année sur la période 2020-2022.

Tableau 7. Mesure d'urgence et de relance sur la période 2020-2022

Détail des mesures (en points de PIB)

		Total 2020-2022
Aides aux entreprises	ciblées	2,2
	non ciblées	1,1
Aides aux ménages	ciblées	0,2
	non ciblées	0,1
Emploi, formation et activité partielle	ciblées	2,1
	non ciblées	0,1
Investissement public		0,6
Santé hors investissement		0,9
Autres		0,4
Total des mesures		7,6
Impact sur le PIB		5,8
Multiplicateur total apparent		0,8

Sources : PLF2021, LFR4 2020, France Relance, prévisions OFCE.

En 2021, malgré une croissance de 5 %, le PIB serait en moyenne encore de 6 % en-dessous de la trajectoire de PIB potentiel pré-Covid-19, dégradant le déficit public conjoncturel de 2,8 points de PIB. Si l'on inclut le coût budgétaire attendu des mesures d'urgence et de relance (3,4 points de PIB), et les effets des mesures discrétionnaires de baisse de prélèvements hors plan de relance (baisse d'IS et de taxe d'habitation), le déficit public de la France s'établirait à 8 % du PIB en 2021 dans le scénario avec désépargne. Une partie des dépenses du Plan de relance français doit être prise en charge par des transferts issus du Plan de relance européen, pour un montant prévu de

0,7 point de PIB (le déficit public, hors financement européen, serait donc de -8,7 % du PIB). La dette publique continuerait à augmenter, passant de 116 % en 2020 à 118 % du PIB en 2021 (tableau 8).

En 2022, avec une croissance attendue à 6 % (scénario avec désépargne), et des mesures issues du Plan de relance représentant 1,2 point de PIB, le déficit public se réduirait à 4,6 % du PIB et la dette publique baisserait à 115 % du PIB. Nous supposons en 2022 une prise en charge équivalente à celle de 2021 du Plan de relance français par les fonds européens, soit 0,7 point de PIB.

Dans le cas du scénario sans désépargne, avec une croissance à 4,3 % en 2022, le déficit public serait de 5,4 % et la dette de 117 % du PIB. Hors financement européen, dans ce scénario, la dette publique ne baisserait pas et se stabiliserait à 118 % du PIB.

Par ailleurs, le calcul de dette publique brute que nous avons retenu est hors recapitalisations d'entreprises, annulation de créances fiscales, activation de garantie des PGE ou de reprise de PGE. À l'inverse, il est important de noter que la dette nette a augmenté de 77 milliards de moins que la dette brute en 2020 (3,2 % du PIB), les PGE ou les aides en quasi fonds propres s'inscrivant au passif de l'État mais aussi à son actif par la créance détenue sur les entreprises. Or, dans un scénario limité de défaut d'entreprises, une fois les aides remboursées et le désengagement de l'État avéré, une part significative de ces 3,2 points de PIB viendrait alléger la dette brute en 2022 et au-delà. Nous ne tenons pas compte de cet effet net dans la trajectoire de dette pour cette année et l'année prochaine.

Tableau 8. Solde public et dette publique

En % du PIB

	2020	2021	2022 (Scénario avec désépargne)	2022 (Scénario sans désépargne)
Solde public (= a + b + c)	-9,2	-8,0	-4,6	-5,4
Solde public hors Covid* (a)	-2,2	-2,5	-2,7	-2,7
Mesures d'urgence / relance (b)	-3,1	-3,4	-1,2	-1,2
Effet d'activité (c)	-3,9	-2,8	-0,7	-1,5
Fonds du plan de relance européen**		0,7	0,0	0,0
Dette publique	116	118	115	117

* Nous supposons que la trajectoire du solde public hors crise Covid-19 correspond à une évolution tendancielle des dépenses publiques (correspondant au taux de croissance du PIB potentiel pré-Covid), en excluant l'ensemble des mesures d'urgence et de relance spécifiques à la gestion de la crise sanitaire, et à une évolution des prélèvements obligatoires (PO) correspondant aux mesures discrétionnaires votées (-0,3 point de PIB en 2021 et -0,2 point en 2022 avec la baisse de la taxe d'habitation et de l'IS notamment). En revanche, la baisse des impôts sur la production pour -0,4 point de PIB est incluse dans les mesures de relance et pas dans les mesures discrétionnaires en PO du solde public hors crise Covid-19.

** L'impact du Fonds issu du Plan de relance européen sur le déficit est nul en 2022, ce qui suppose que la subvention de 2022 est équivalente à celle de 2021.

Sources : PLF2021, LFR4 2020, France Relance, prévisions OFCE.

Cette prévision réalisée sur la base des informations connues au 12 avril 2021 n'intègre pas de nouvelles restrictions sanitaires au-delà de celles qui ont été annoncées, ni de calendrier vaccinal alternatif ou d'apparition de variants résistant aux vaccins pouvant mettre à mal l'immunité collective attendue d'ici la fin de l'année. ■



Nos derniers Policy briefs

6 avril 2021 (*Policy brief 88*)

**Cinq ans après la réforme du congé parental (PreParE),
les objectifs sont-ils atteints ?**

Hélène Périvier, Grégory Verdugo

19 mars 2021 (*Policy brief 87*)

Soutenir et relancer l'économie française en période de crise sanitaire
OFCE

9 mars 2021 (*Policy brief 86*)

More or less public debt in France?

Xavier Ragot

29 janvier 2021 (*Policy brief 85*)

L'économie française en 2020-2022 selon le panel des prévisionnistes de l'OFCN

Pierre Madec, Hervé Péléraux

27 janvier 2021 (*Policy brief 84*)

Plus ou moins de dette publique en France ?

Xavier Ragot

19 janvier 2021 (*Policy brief 83*)

Heurs et malheurs du système universel de retraite

André Masson, Vincent Touzé

14 janvier 2021 (*Policy brief 82*)

Croissance mondiale confinée en 2020

Sabine Le Bayon, Hervé Péléraux

11 décembre 2020 (*Policy brief 81*)

**Évaluation au 11 décembre 2020 de l'impact économique de la pandémie
de COVID-19 en France et perspectives pour 2021**

Magali Dauvin, Bruno Ducoudré, Éric Heyer, Pierre Madec, Mathieu Plane,
Raul Sampognaro, Xavier Timbeau

9 novembre 2020 (*Policy brief 80*)

**De la monétisation à l'annulation de la dette publique, quels enjeux pour
les banques centrales ?**

Christophe Blot, Paul Hubert



Département analyse et prévision de l'OFCE, sous la direction d'Éric Heyer et Xavier Timbeau, 2021, « **Perspectives économiques 2021-2022.**
Résumé des prévisions du 14 avril 2021 », *OFCE Policy brief* 89, 14 avril.

Directeur de la publication : Xavier Ragot
Rédacteur en chef du blog et des *Policy briefs* : Guillaume Allègre
Réalisation : Najette Moummi (OFCE).

Copyright © 2021 – OFCE *policy brief* ISSN 2271-359X. All Rights Reserved.