

## I / Le prix de la reprise<sup>1</sup>

DAP/ Christophe Blot

Le profil de la croissance du premier semestre 2021 est resté fortement conditionné par les vagues de la pandémie de Covid-19, mais les perspectives se sont améliorées. La vague qui s'amorce à l'automne 2021 ne devrait pas remettre en cause ce mouvement car les éventuelles nouvelles mesures prophylactiques mises en place sont bien plus limitées et d'une moindre intensité que lors de la période de mars-avril 2020, à condition toutefois que la progression de la vaccination permette de ralentir le nombre d'hospitalisations et de décès. Sous l'hypothèse que de nouveaux variants ne compromettent pas l'efficacité du vaccin, l'impact de la crise se résorberait progressivement en 2022. Après avoir baissé de 6,3 % en 2020, la croissance de l'Union européenne dépasserait 4,5 % en 2021 et en 2022. Cette forte reprise s'accompagne d'un regain d'inflation : 4,1 % en octobre 2021 dans la zone euro et même 4,4 % dans l'Union européenne. Ces tensions seraient temporaires et n'amèneraient pas la Banque Centrale européenne (BCE) à durcir les conditions monétaires. En 2022, les mesures budgétaires de soutien disparaîtraient progressivement mais, contrairement à l'après-crise des *subprime*, les pays de la zone euro ne s'engageraient pas dans une consolidation budgétaire prématurée. Certaines mesures passées pourraient même encore soutenir la demande, leur transmission ayant été ralentie par les mesures prophylactiques.

---

1 Ce texte s'appuie sur l'analyse de la conjoncture internationale et européenne réalisée par le Département Analyse et Prévision de l'OFCE en octobre 2021 et publiée dans la *Revue de l'OFCE*, n° 174.

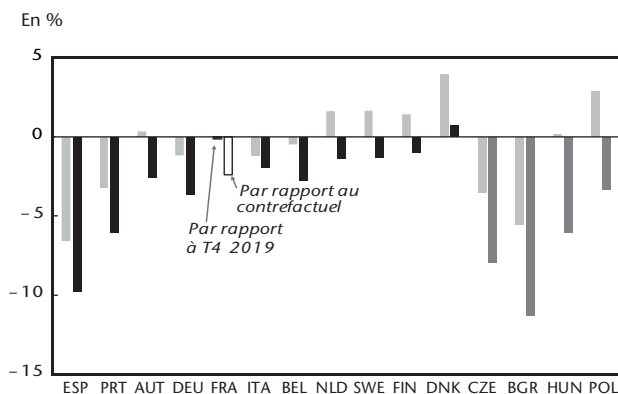
## Les stigmates de la crise

L'année 2020 a été marquée par une contraction inédite de l'activité au deuxième trimestre, suivie d'un rebond tout aussi spectaculaire. Avec la reprise de l'épidémie en fin d'année 2020, l'activité a de nouveau reculé au quatrième trimestre 2020 et au premier trimestre 2021. Une reprise durable semble toutefois s'amorcer depuis le printemps 2021, ce qu'ont confirmé les premières estimations d'Eurostat pour la croissance au troisième trimestre. Sur l'ensemble de l'Union, le PIB progressait de 2,1 %. La reprise semble donc plus robuste, grâce à la vaccination et aux mesures sanitaires (gestes barrières), qui ont accompagné l'adaptation des comportements des ménages au contexte sanitaire en matière de consommation et d'organisation du travail. Les performances économiques ont été toutefois hétérogènes. Dans la zone euro, le PIB a progressé de 2,1 % et 2,2 % aux deuxième et troisième trimestres, tiré notamment par ceux de la France et de l'Italie. Sur ces deux derniers trimestres, le PIB a effectivement progressé de 4,4 % et 5,3 % respectivement contre 3,7 % en Allemagne et 3,1 % en Espagne. Toutefois, l'écart au niveau de PIB du quatrième trimestre 2019 reste important pour les quatre grands pays de la zone euro, compris entre - 6,6 points de PIB pour l'Espagne et - 0,1 point pour la France. Sur l'ensemble de la zone euro, le PIB au troisième trimestre 2021 était inférieur de 0,5 point à son niveau du quatrième trimestre 2019.

Cet écart ne rend qu'imparfaitement compte du déficit d'activité des pays. Il faut en effet considérer la trajectoire de croissance qu'auraient suivi les pays sous l'hypothèse que l'activité ait évolué conformément aux estimations de croissance pré-crise<sup>2</sup>. À cet égard, la plupart des pays restent dans une situation de déficit de croissance (graphique 1). Dans la zone euro, c'est en Espagne que la crise aurait eu le plus d'impact avec un écart d'activité à la trajectoire de référence de 9,8 points. La position de l'Italie serait plus favorable (- 1,9 point) que celles de l'Allemagne et de la France (- 3,6 et - 2,4 points respectivement). Dans les autres pays de l'Union, l'écart est redevenu positif pour le Danemark mais négatif pour les pays d'Europe de l'Est.

<sup>2</sup> Cette trajectoire de référence est calculée à partir des prévisions faites par le Fonds monétaire international (FMI) à l'automne 2019.

Graphique 1. Écarts d'activité au premier semestre 2021

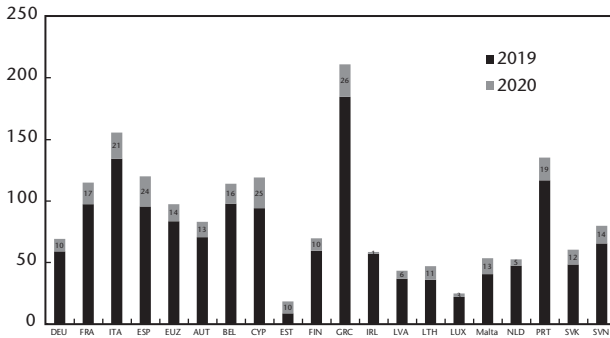


Sources : comptabilités nationales, prévisions du FMI (octobre 2019), calculs OFCE.

Ces écarts d'activité se reflètent aussi sur le marché du travail et sur la dette publique. En effet, le niveau d'emploi est globalement plus faible qu'avant l'éclatement de la crise. Dans la zone euro, les pertes d'emplois entre le quatrième trimestre 2019 et mi-2021 sont proches de 2 millions, soit 1,3 % d'emplois en moins. Pour autant, le choc a été largement amorti par la mise en place des dispositifs d'activité partielle qui ont joué pleinement leur rôle en 2020, permettant ainsi de limiter à 5 millions les destructions d'emplois au deuxième trimestre 2020. Comparativement, aux États-Unis, où il n'y a pas eu d'activité partielle, les pertes d'emplois ont dépassé 20 millions au pire de la crise, soit 13,2 % d'emplois en moins contre 3,1 % dans la zone euro. Avec la levée des restrictions, les dispositifs de chômage partiel cessent progressivement, ce qui pourrait laisser apparaître un niveau de chômage en sortie de crise plus important. On note cependant que le taux de chômage dans la zone euro est repassé sous la barre des 7,5 % en septembre 2021, proche de son niveau d'avant crise : 7,3 % au premier trimestre 2020. La dégradation de la situation sur le marché du travail s'est aussi traduite par des retraits importants de la population active. Dans la zone euro,

## Graphique 2. Dette publique

En % du PIB



Source : FMI.

la population active a été réduite de 1,1 million de personnes au deuxième trimestre 2021, soit 0,6 % de baisse contre une baisse de 1,8 % aux États-Unis.

Alors que les mécanismes d'activité partielle ont contribué à amortir le choc sur le marché du travail, ils ont eu pour conséquence de creuser les déficits budgétaires en 2020 puisque les administrations publiques (APU) ont pris à leur charge une partie des revenus salariaux. Ainsi, dans la zone euro, le déficit s'élevait à 7,2 % du PIB en 2020. Le creusement a été particulièrement important en Espagne (8,1 points) et en Italie (7,9 points) et plus modéré en France (6,1 points) et en Allemagne (5,7 points). Ces écarts résultent aussi largement de l'effet des stabilisateurs automatiques puisque la baisse d'activité a réduit les recettes fiscales et accru les dépenses sociales et de santé. À cet effet s'ajoute celui de l'ensemble des mesures discrétionnaires mises en œuvre par les gouvernements. Selon le FMI, la dette dépasse 150 points de PIB en Italie et 200 points de PIB en Grèce avec des hausses de plus de 20 points en 2020 du fait de la crise sanitaire et économique (graphique 2).

## Le rebond se poursuit au second semestre 2021

À l'automne 2021, l'épidémie est certes mieux contrôlée, mais n'est toujours pas complètement maîtrisée. Dans ces conditions, certaines contraintes devraient subsister, mais seraient globalement moins fortes qu'en 2020 ou qu'au premier semestre 2021. Elles concerneraient surtout les secteurs à fortes interactions physiques, avec l'instauration d'un passe sanitaire ou l'application de jauges — ce qui pèse encore sur la consommation de ces services. Mais, dans l'ensemble, les mobilités — au moins à l'intérieur des frontières — sont désormais peu limitées. En revanche, les mobilités transfrontalières sont toujours réduites et un retour à la normale du tourisme mondial n'est prévu qu'à l'été 2022.

Dans ces conditions, les risques d'un nouveau freinage de l'activité lié à la situation sanitaire seront largement atténués. La dynamique du début d'année 2021 se maintiendrait globalement en fin d'année et en 2022 même si les profils nationaux pourraient varier en fonction des conditions propres à chaque pays. Sur l'ensemble de l'année, la croissance européenne atteindrait 4,7 % après une contraction du PIB de 6,3 % en 2020 (tableau 1). Dans la zone euro, la croissance serait modérée en Allemagne (2,6 %), notamment parce que le choc a été moins négatif en 2020. Après une chute historique du PIB (- 8 %) en 2020, la croissance française atteindrait 6,3 % en 2021, ce qui permettrait de retrouver le niveau d'avant crise en fin d'année. En Italie, la croissance serait de 1 % au troisième trimestre et de 2 % au quatrième, chiffres positifs qui s'expliquent par le rebond de la consommation, particulièrement forte dans les services. Dans ce contexte, la croissance annuelle s'établirait à + 5,9 %. Fin 2021, le PIB italien serait toutefois inférieur de 0,8 point à son niveau préCovid-19. Dans l'ensemble de la zone, la croissance s'établirait à 5,1 %.

Étant donné les mesures mises en œuvre en 2020, les APU ont absorbé l'essentiel des pertes de revenus. Les mesures d'activité partielle ont permis d'éviter aux entreprises de licencier leurs salariés et aux employés de recevoir un revenu de remplacement. Dans les pays avancés, dans un contexte où la consommation a été partiellement empêchée, les ménages ont épargné une fraction importante de leurs revenus salariaux ou des transferts reçus. Ainsi, entre fin 2019 et fin 2020, le

**Tableau 1. Tableau de croissance des économies de l'Union européenne**

En %

	PIB en volume			
	2019	2020	2021	2022
Allemagne	1,1	- 4,9	2,6	5,1
France	1,8	- 8,0	6,3	4,1
Italie	0,3	- 8,9	5,9	4,3
Espagne	2,1	- 10,8	5,0	7,0
Pays-Bas	1,9	- 3,8	3,8	3,4
Belgique	1,8	- 6,3	5,8	3,3
Finlande	1,3	- 2,9	3,2	2,9
Autriche	1,4	- 6,3	3,9	5,0
Portugal	2,7	- 8,4	3,9	5,1
Grèce	1,7	- 7,8	9,4	6,0
Irlande	5,1	5,8	15,2	4,3
Zone euro	1,5	- 6,5	5,1	4,8
Royaume-Uni	1,7	- 9,7	6,9	4,5
Suède	2,0	- 2,9	3,8	3,3
Danemark	2,1	- 2,1	4,2	3,2
Nouveau pays membres <sup>1</sup>	4,2	- 3,9	5,5	5,0
UE27	1,8	- 6,3	4,7	4,6

1. Pologne, République tchèque, Hongrie, Bulgarie, Roumanie et Croatie.

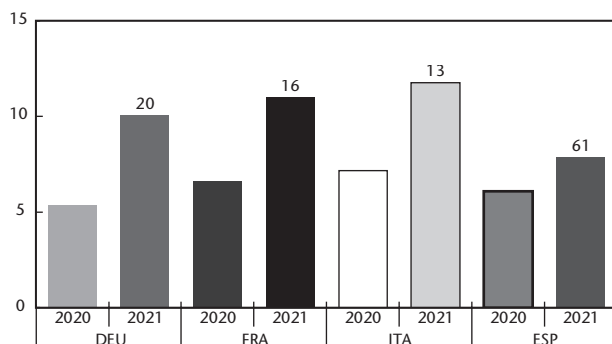
Sources : comptabilités nationales, prévisions OFCE.

taux d'épargne a augmenté de 6,5 points de pourcentage du revenu disponible dans la zone euro. Le phénomène serait amplifié en 2021 si bien que la « surépargne Covid », atteindrait 12 points en France et en Italie contre 10 points en Allemagne et 8 en Espagne (graphique 3)<sup>3</sup>. Ainsi, fin 2021, le taux d'épargne des ménages en Espagne reviendrait à son niveau de fin 2019. En Allemagne, l'écart serait inférieur de

3 L'estimation de la surépargne correspond ici à la différence cumulée entre le taux d'épargne de 2020 et de 2021 relativement à celui de la fin d'année 2019. Elle ne tient par conséquent pas compte des effets éventuels d'épargne de précaution liés à l'augmentation du chômage ou des effets de la politique budgétaire qui pourraient aussi se traduire par un accroissement de l'épargne.

## Graphique 3. « Épargne Covid »

En % du revenu disponible de 2019 et en milliards d'euros (étiquette)



Source : comptabilités nationales, calculs OFCE.

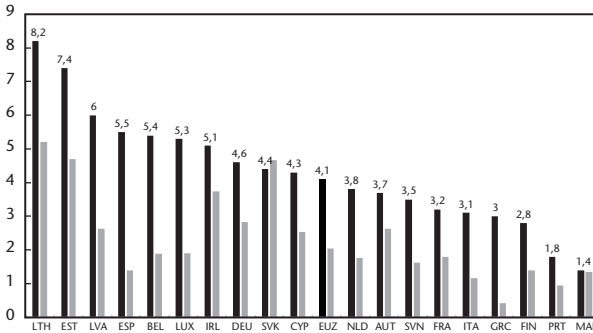
1 point tandis qu'il serait de 1,2 point en Italie. Il reste que les ménages auront accumulé un patrimoine financier pendant la crise. Ce dernier a été plutôt conservé sous forme d'épargne liquide et pourrait donc être rapidement dépensé par les ménages et ainsi contribuer à augmenter la demande en 2022.

### Inflation : retour en grande pompe ?

En 2020, la pandémie avait conduit à une forte baisse des PIB et de la consommation énergétique, induisant un ralentissement des prix ayant abouti à une progression nulle — voire négative dans certains pays — de l'inflation. Le rattrapage de l'activité et la remontée du prix du pétrole ont retendu les ressorts inflationnistes au premier semestre 2021. Dans tous les grands pays avancés, l'inflation a rebondi même si la poussée est un peu moins forte en zone euro (+ 2,8 % en glissement annuel sur un an au troisième trimestre 2021) qu'aux États-Unis où elle a augmenté de 5,3 %. Au sein de la zone euro, les situations sont assez disparates. Les informations disponibles pour le mois d'octobre 2021 témoignent, en termes d'indices

Graphique 4. Inflation IPCH<sup>1</sup> et inflation sous-jacente (barre grisée)

En %



1. IPCH : indice des prix à la consommation harmonisé.

Source : Eurostat.

des prix à la consommation (IPC), d'une poursuite de l'accélération des prix, en hausse de 3,4 % pour l'ensemble de la zone où tous les pays, à l'exception de la Grèce, du Portugal et de Malte, affichent désormais des taux d'inflation au-dessus de la cible des 2 %, visée par la BCE (graphique 4).

Cette reprise de l'inflation est principalement due à la hausse des prix des matières premières et notamment de ceux du pétrole, après le choc de 2020. Le prix du baril de Brent, passé sous les 20 dollars mi-avril 2020, est revenu à 75 dollars à la fin juin 2021 et a poursuivi sa progression au-dessus de 80 dollars début octobre. Un tel rebond s'est directement transmis aux prix à la consommation depuis trois trimestres par le biais de leur composante énergie. Expurgée de cette composante énergie (et également des produits alimentaires, habituellement volatils), l'inflation sous-jacente témoigne d'une plus grande sagesse des prix, *a fortiori* quand sa progression est appréhendée sur deux ans (tableau 2). Ces évolutions peuvent sembler spectaculaires, mais elles font suite à une inflation anormalement basse l'année dernière à la même époque. La normalisation du niveau des prix à la faveur de la reprise de



Tableau 2. Glissement des indices de prix à la consommation

En %

Septembre 2021	IPCH 1 an	IPCH 2 ans	Sous-jacent 1 an <sup>1</sup>	Sous-jacent 2 ans <sup>1</sup>
Allemagne	4,1	1,9	2,1	1,3
France	2,7	1,4	1,3	0,9
Italie	3,0	1,0	0,8	0,5
Espagne	4,0	1,7	0,6	0,3
UE27	3,4	1,5	1,9	1,1

1. août 2021.

Sources : Eurostat, instituts statistiques nationaux, calculs OFCE.

l'activité après la récession de 2020 majore sa progression à partir d'un niveau bas. Une manière d'éliminer cet effet de base est de considérer la trajectoire des prix en prenant comme base de calcul non pas le niveau des prix de l'année 2020, mais celui de 2019 à la même période de l'année<sup>4</sup>. Ce faisant, le rebond de l'inflation au premier semestre 2021 apparaît bien plus modéré et laisse penser que le niveau des prix ne fait que retrouver un niveau compatible avec sa trajectoire de long terme.

Des mesures de soutien aux ménages pendant la pandémie ont aussi un impact sur l'inflation calculée aujourd'hui, dans la zone euro notamment : la baisse de la TVA entre juillet et décembre 2020 en Allemagne (de 3 points pour le taux normal et de 2 points pour le taux réduit) a joué négativement sur les prix dans cet intervalle. Le retour aux taux de TVA précédemment en vigueur, au début de 2021, a donc mécaniquement poussé à la hausse le glissement annuel des prix à la consommation en Allemagne et en zone euro. Ainsi, l'inflation sous-jacente évaluée sur deux ans en zone euro (+ 1,1 % en septembre) demeure largement sous la cible de la BCE, même en Allemagne et en Espagne qui sont les pays où l'inflation *headline* est la plus forte. À l'effet inflationniste du prix de l'énergie comme intrant de la production s'est ajouté celui des prix des matières premières non énergétiques qui ont accru le coût des consommations intermédiaires

4 Le taux de croissance sur deux ans a été ramené sur une base annuelle pour pouvoir être comparé au glissement annuel habituel.

des entreprises. Des facteurs, *a priori* ponctuels, ont également joué pour renchérir les prix de production après le choc récessif de 2020, comme les pénuries de semi-conducteurs, de certaines matières premières et de main-d'œuvre.

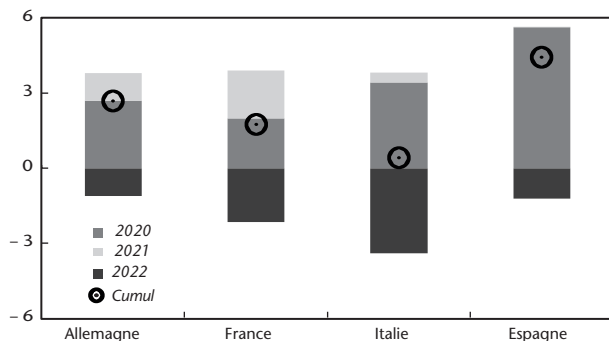
Prendre la mesure du phénomène inflationniste est malaisé dans un environnement perturbé par un choc récessif sans équivalent. La poussée des prix observée depuis neuf mois, tirée par le cours des matières premières, ne devrait être que temporaire si la fièvre sur les marchés internationaux retombe. Il n'en demeure pas moins que le risque d'effets de second tour, par lesquels s'enclencherait une spirale prix-salaires entretenant la dynamique inflationniste, est revenu à l'ordre du jour.

### **Vers la normalisation des politiques économiques**

Après avoir fortement soutenu les revenus en 2020 et début 2021, les politiques budgétaires devraient se normaliser. L'objectif des mesures d'urgence adoptées pendant la crise sanitaire était de maintenir le pouvoir d'achat des ménages et d'amortir les effets des mesures de confinement sur les entreprises. Avec le développement de la vaccination et l'immunité collective, les mesures prophylactiques prennent fin progressivement, ce qui permet aux gouvernements d'envisager de mettre un terme à leur soutien. Cet arrêt se traduira mécaniquement par des impulsions budgétaires négatives dans l'ensemble des grands pays en 2022 (graphique 5). Néanmoins, la politique budgétaire ne deviendrait pas restrictive, elle cesserait d'être fortement expansionniste. En 2021 le soutien budgétaire s'est amplifié dans les pays de la zone euro, à l'exception de l'Espagne, parce que certains pays — comme l'Allemagne, la France ou l'Italie — ont adopté des plans de relance. Les impulsions ont donc été positives à nouveau en 2021 dans ces pays. Le caractère exceptionnel de ces plans d'urgence reste cependant plus ambigu puisque certaines mesures, prises dans le cadre de la crise de la Covid-19, pourraient en effet avoir un caractère pérenne. C'est notamment le cas avec le passage des mesures d'urgence aux plans de relance en France ou en Allemagne. C'est aussi le cas des mesures comme les subventions au transport, les primes pour l'achat de véhicules électriques ou l'aide à la recherche qui portent sur plusieurs années.

Graphique 5. Mesures budgétaires

En % du PIB potentiel



Sources : sources nationales, calculs OFCE.

Contrairement à ce qui s'est passé après la crise des *subprime*, la volonté des gouvernements des pays de la zone euro n'est pour l'instant pas de donner la priorité à la réduction des déficits publics en imposant une cure d'austérité comme ils l'avaient fait en 2011-2013. Il s'agit ici surtout d'une normalisation. D'ailleurs, l'arrêt des mesures d'urgence peut en partie masquer l'adoption de nouvelles mesures en dépenses, comme c'est le cas en France, si bien que le cumul des mesures depuis 2020 laisse effectivement apparaître une impulsion globalement positive, qui atteint 2,7 points en Allemagne et 4,4 points en Espagne où le soutien de 2020 ne serait que partiellement renversé en 2022. Inversement, la normalisation serait plus significative en Italie. Il en résulterait une diminution des déficits budgétaires. À l'exception de l'Allemagne, celle-ci serait déjà amorcée dès 2021 du fait de la forte reprise économique. Ces déficits resteraient cependant élevés : - 8,7 % en France, - 9 % en Espagne et - 9,4 % en Italie contre - 4,6 % en Allemagne. Pour 2022, la réduction serait surtout liée à la réduction, voire l'arrêt des mesures d'urgence. Il reste que, pour les pays de la zone euro, le déficit en 2022 devrait être plus élevé que celui d'avant crise.

Du côté de la BCE, le rebond de l'inflation ne semble pas susciter de craintes. L'inflation dépasserait pourtant la cible de 2 % retenue par la BCE, mais le diagnostic reste que ce mouvement est transitoire et ne devrait pas se traduire par une inflation durable. Étant donné les retards d'activité en Europe et les incertitudes sur la durée et l'ampleur de la reprise en 2022, la BCE n'évoque toujours pas la normalisation de sa politique monétaire. Pour autant, la BCE a annoncé en septembre que les achats de titres effectués dans le cadre du PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) ralentiraient.

## 2022 : croissance épargnée ?

La poursuite du rattrapage dans les secteurs empêchés permettra de maintenir le rebond d'activité en 2022. La levée des mesures serait complète et définitive à l'été 2022, ce qui se traduira notamment par une reprise du tourisme mondial. À cet effet pourrait s'ajouter la diffusion progressive des politiques budgétaires adoptées en 2020 et 2021 et dont les effets multiplicateurs auront été étalés dans le temps. La principale incertitude concerne l'attitude des ménages vis-à-vis de l'« épargne Covid » qui constitue de fait fin 2021 une réserve importante de leur pouvoir d'achat. Nous supposons que le taux d'épargne reviendrait au moins à son niveau d'avant crise au plus tard en début d'année 2022. Les ménages stabiliseraient ensuite cette épargne. Dans ces conditions, la croissance européenne atteindrait encore 4,3 % en 2022. Cette hypothèse de stabilité du taux d'épargne en 2022 a pour corolaire une accumulation de patrimoine financier des ménages. Cette épargne actuellement liquide pourrait leur permettre de se désendetter ou être utilisée pour financer des projets immobiliers ou acheter des actifs financiers, ce qui se répercuterait alors sur le prix des actifs.

Dans la zone euro, la croissance s'établirait à 4,8 % et resterait dynamique dans l'ensemble des États membres. Après une reprise initialement plus faible et un retour vers le PIB d'avant crise au quatrième trimestre 2021, l'économie allemande croîtrait de 5,2 %, avec une croissance tirée par la demande intérieure et le commerce extérieur. La levée des contraintes d'approvisionnement fin 2021-début 2022 permettrait une reprise de l'activité manufacturière. La consommation des ménages poursuivrait son rattrapage au premier trimestre puis resterait

sur une trajectoire dynamique au cours de l'année, soutenue par la progression du revenu disponible brut (1,2 % en 2022), sous l'effet de la progression de l'emploi. Il en résulterait une baisse du taux de chômage qui passerait de 3,8 % en 2021 à 3,3 % en 2022.

La croissance serait également robuste en France (+ 4,1 %). Malgré de nombreuses créations d'emplois en 2021, le taux de chômage se stabiliserait à 7,9 % fin 2021 en raison du retour d'actifs sur le marché du travail et de la réduction de l'activité partielle. En 2022, le rythme de créations d'emplois serait insuffisant pour stabiliser le taux de chômage qui serait de 8 % à la fin de 2022.

La normalisation du comportement d'épargne des ménages continuera à soutenir la reprise de l'activité italienne avec une consommation qui progresserait de 7 %. Par ailleurs, la reprise des mouvements internationaux de personnes soutiendrait fortement l'activité touristique en Italie, pays exportateur net de tourisme. Dans ce contexte, le commerce international contribuerait à la croissance pour 0,7 point de PIB en 2022. Enfin, le déploiement du plan d'investissement lié au Plan de relance européen soutiendrait l'investissement. Au total, la croissance transalpine resterait dynamique (+ 4,3 %). En Espagne, le PIB progresserait de 7 %, ce qui permettrait de retrouver le niveau préCovid-19 au milieu de l'année. La croissance serait tirée par la consommation des ménages. Comme en Italie, l'Espagne bénéficierait du retour des touristes étrangers, qui expliquerait 2,4 points de croissance. Malgré cela, le taux de chômage pourrait augmenter au fil des trimestres et passer de 14,2 % fin 2021 à 14,6 % fin 2022, soit un niveau supérieur à son niveau d'avant crise (14,1 % en moyenne 2019, 13,8 % au quatrième trimestre).

Dans le scénario décrit précédemment pour l'année 2022, le taux d'épargne revient à son niveau observé en 2019 dans l'ensemble des pays développés. Concrètement, cela suppose que les ménages retrouveraient leur comportement de consommation pré-crise après plus de deux ans de restrictions et que l'intégralité de la réserve d'épargne accumulée pendant la crise ne sera pas dépensée. Dans la mesure où une partie de cette épargne reflète le choix des gouvernements de maintenir les revenus des ménages pendant la crise, cela permet également de faire l'hypothèse que les multiplicateurs associés aux politiques budgétaires seront très faibles, et ce même une fois les restric-

Tableau 3. Croissance, chômage, inflation et solde des APU en 2022 selon l'hypothèse d'épargne

En %

Scénario	Taux de croissance du PIB	Taux de chômage (pop. act.)	Taux d'inflation	Solde des APU du PIB	
Allemagne	sans désépargne	5,1	3,3	2,2	- 1,6
	avec désépargne	7,1	2,0	3,1	- 0,5
France	sans désépargne	4,1	7,9	1,5	- 5,0
	avec désépargne	6,2	6,0	2,4	- 3,8
Italie	sans désépargne	4,3	9,3	1,1	- 6,0
	avec désépargne	6,7	7,2	2,0	- 4,6
Espagne	sans désépargne	7,0	14,5	1,0	- 5,4
	avec désépargne	8,6	13,1	1,6	- 4,5

Sources : Commission européenne, calculs OFCE.

tions sanitaires levées. Une telle situation ne manquerait pas d'interroger *ex post* la pertinence de ces politiques budgétaires qui auraient pour principale conséquence une hausse du stock de dette publique.

Une hypothèse alternative est envisageable. Elle suppose que les ménages aient 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 augmentent leurs dépenses de consommation afin de réduire progressivement la « surépargne Covid ». À cet égard, nous avons simulé un second scénario dans lequel 20 % de la « surépargne Covid » accumulée en 2020 et 2021 dans l'ensemble des pays développés serait consommée en 2022. Ce choc de demande correspond en moyenne à plus de 2 points du revenu disponible brut (RDB) des ménages.

Un tel choc de consommation stimulerait significativement la croissance de 2022, notamment dans les pays où le poids de la demande intérieure est important. Dans ces conditions, l'activité dans les grands pays développés ne ralentirait pas en 2022 comme envisagé dans le scénario sans désépargne, permettant un rattrapage plus rapide des économies vers leur trajectoire tendancielle, si bien que le taux de chômage repasserait sous son niveau de 2019 et atteindrait dans certains

pays (Allemagne, France) un plus bas historique. Cette consolidation de la reprise entraînerait une hausse additionnelle de l'inflation de près de 1 point sous l'effet joint de l'évolution du prix du pétrole et d'une accélération des salaires liée à la décroissance du chômage. Enfin, les finances publiques bénéficieraient de ce rebond plus important de l'activité : les soldes des APU connaîtraient une amélioration supplémentaire de près de 1 point de PIB en moyenne dans l'ensemble des pays développés (tableau 3).

### Conclusion

L'économie européenne devrait bénéficier d'un fort rebond de la croissance en 2021 reflétant l'ampleur inédite de la récession. Bien que les incertitudes demeurent quant à l'évolution de l'épidémie, la vaccination semble limiter la saturation des systèmes de soins et permettrait donc d'éviter de nouvelles mesures de confinement. Il reste que des écarts de croissance subsisteront en fin d'année et ne seront résorbés progressivement qu'en 2022. Ils le seront d'autant plus rapidement que les ménages dépenseront une partie de l'épargne accumulée pendant la crise. La préservation du revenu des ménages et des capacités de production a été permise par une nouvelle augmentation des dettes publiques. Ces politiques de soutien se dissiperont progressivement sans pour autant que les gouvernements s'engagent dans une politique de consolidation budgétaire prématurée, comme ils l'avaient fait à la sortie de la crise des *subprime*. Ce risque semble écarté pour 2022, mais la question de la dette publique pourrait rapidement resurgir dans le débat européen et au sein des États membres. Un tel scénario pourrait alors remettre en question la trajectoire de croissance.