

1. Synthèse : Le prix de la reprise

Près de deux ans après l'apparition du virus Sars-Cov2, la crise sanitaire n'est pas terminée. Les vagues se succèdent et le nombre de cas continue à augmenter à l'échelle mondiale. Mais la vaccination progresse, ce qui a permis de ralentir la contamination et surtout le nombre d'hospitalisations et de décès. Les mesures prophylactiques subsistent mais elles sont d'une bien moindre intensité que lors de la période de mars-avril 2020. Le profil de la croissance du premier semestre 2021 est resté fortement conditionné par les vagues de la pandémie mais les perspectives se sont améliorées. Sous l'hypothèse que de nouveaux variants ne compromettent pas l'efficacité du vaccin, l'impact de la crise se résorberait progressivement en 2021 et 2022. Après avoir baissé de 3,6 % en 2020, la croissance mondiale atteindrait 5,8 % en 2021. La forte reprise s'accompagne d'un regain d'inflation. Ces tensions seraient temporaires et n'amèneraient pas les banques centrales à durcir brutalement les conditions monétaires. En 2022, les mesures budgétaires de soutien disparaîtraient mais contrairement à l'après-crise des *subprime*, les pays, notamment ceux 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.

Dans les pays développés, la trajectoire de croissance en 2022 dépendra du comportement d'épargne des ménages qui ont accumulé du patrimoine financier pendant les périodes de confinement. Sous l'hypothèse que le taux d'épargne se stabiliserait à son niveau de fin 2019, l'activité des pays développés ralentirait légèrement en 2022 pour s'établir à 4,1 % en moyenne annuelle, ce qui n'interromprait pas le processus de rattrapage. En contrepartie, les ménages conserveraient un niveau de patrimoine plus élevé qu'avant la crise. Dans le cas d'une désépargne, même partielle, la croissance serait plus forte mais l'inflation le serait aussi. Les tensions apparues pendant l'été 2021 pourraient

se prolonger par un effet de demande et de réduction du chômage qui entraînerait une augmentation des salaires.

L'épidémie ralentit, l'activité repart

Malgré un rebond au troisième trimestre, l'année 2020 est marquée par une récession mondiale inédite, avec une baisse de l'activité de 3,6 %. Au premier semestre 2021, la reprise s'est poursuivie en dépit de l'épidémie et de l'apparition de nouveaux variants, 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 ou d'organisation du travail. Les performances économiques ont été toutefois hétérogènes reflétant les vagues épidémiques plus ou moins fortes. Dans la zone euro, le PIB s'est de nouveau contracté (-0,3 %) au premier trimestre 2021. Du fait de nouvelles mesures prophylactiques, en Allemagne la consommation des ménages a fortement chuté (-5,2 %) contribuant largement au recul du PIB de 2 %. L'Espagne, les Pays-Bas, l'Autriche ou le Portugal ont également enregistré des baisses d'activité tandis qu'elle restait stable en France et en Finlande et qu'elle était orientée plus favorablement en Italie, Belgique, Irlande ou en Grèce. Au deuxième trimestre, le rebond a été général avec une croissance de 2,2 % pour l'ensemble de la zone euro ; l'activité progressant de plus de 3 % en Italie et aux Pays-Bas et de 2,8 % en Espagne. En Allemagne, l'activité s'est certes redressée, notamment dans les services marchands – hôtellerie et restauration et vente au détail – mais l'industrie manufacturière n'a pas pu entièrement répondre aux commandes en raison des difficultés d'approvisionnement en certains biens intermédiaires. La croissance du PIB a atteint 1,6 %, soutenue par la consommation privée et publique tandis que la contribution du commerce extérieur est restée négative. Malgré une troisième vague assez forte en Italie au mois d'avril 2021, la croissance transalpine a nettement rebondi au deuxième trimestre 2021 (+2,7 %) à la faveur d'une consommation des ménages très dynamique (+5 %). À l'issue du premier semestre 2021, le PIB italien était encore 4 points en dessous de son niveau pré-Covid.

Au Royaume-Uni, le confinement du premier trimestre a provoqué une récession de -1,4 %, suivie d'un rebond de 5,5 % au deuxième trimestre. L'activité fut tirée par les consommations privée et publique ainsi que par une contribution positive du commerce extérieur. Le contexte économique est aussi marqué par la sortie du Royaume-Uni

de l'Union européenne et dont les effets sont principalement visibles sur les échanges internationaux. Au Japon, le PIB a baissé de 1,1 % au premier trimestre et a connu une reprise modérée à 0,5 % au trimestre suivant. Parmi les pays industrialisés, les États-Unis ont échappé à une nouvelle récession en début d'année. Malgré une vague épidémique au tournant de l'année 2020, le démarrage plus précoce de la vaccination a permis de lever les contraintes sanitaires. La croissance s'est établie à 1,5 % et 1,6 % aux premier et deuxième trimestres, permettant au PIB de dépasser son niveau de la fin de l'année 2019. Comparativement, la zone euro accuse un retard d'activité de 2,5 points tandis qu'il s'élève à 3,3 points pour le Royaume-Uni.

Du côté des pays émergents, après un rattrapage rapide, le PIB chinois affiche un ralentissement au premier semestre 2021, avec une hausse de 0,4 % au premier trimestre 2021, puis de 1,3 % au deuxième. Les secteurs porteurs pendant la pandémie comme la production de médicaments et de matériels informatiques et électroniques restent notamment en forte croissance. Toutefois, les exportations mensuelles de marchandises en volume, qui avaient fortement augmenté jusqu'en février 2021, ont commencé à baisser ensuite et les indicateurs conjoncturels signalent une stabilisation de l'activité pendant les mois d'été. Pour autant, le PIB dépasse son niveau d'avant-crise. Comparativement, l'émergence du variant Delta a pesé sur la croissance indienne. Le PIB a reculé de 6,5 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre. La situation semble donc contrastée entre ces deux émergents.

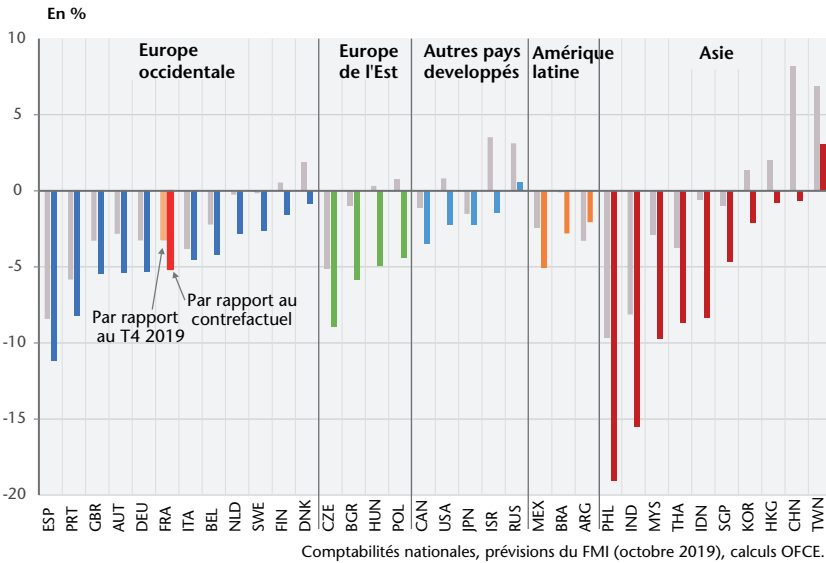
Malgré la reprise, les écarts d'activité subsistent

L'évolution de la croissance au premier semestre 2020 et la comparaison avec le niveau du PIB du quatrième trimestre 2019 ne rend qu'imparfaitement compte du déficit d'activité des pays. Il faut en effet tenir compte de la trajectoire de croissance qu'aurait suivi les pays sous l'hypothèse que l'activité ait évolué comme le FMI le prévoyait avant la crise¹. À cet égard, la plupart des pays restent dans une situation de déficit de croissance. À l'aune de cet indicateur, la Chine accuserait au deuxième trimestre un retard de 0,7 point (graphique 1). Cependant dans une position relativement favorable puisque seuls Taïwan et la Russie feraient mieux. Parmi, les pays industrialisés, les États-Unis

1. Cette trajectoire de référence est calculée à partir des prévisions du FMI à l'automne 2019.

affichent toujours une performance relative meilleure que la plupart des pays européens, mais avec un écart désormais de 2,2 points, similaire à celui du Japon et de la Corée du Sud. En Europe, c’est en Espagne que la crise aurait eu le plus d’impact avec un écart d’activité à la trajectoire de référence de 11,2 points. La position de l’Italie serait plus favorable (-4,5 points) que celle de l’Allemagne, la France et du Royaume-Uni où l’écart d’activité serait compris entre 5,2 et 5,4 points.

Graphique 1. Écarts d’activité au premier semestre 2021

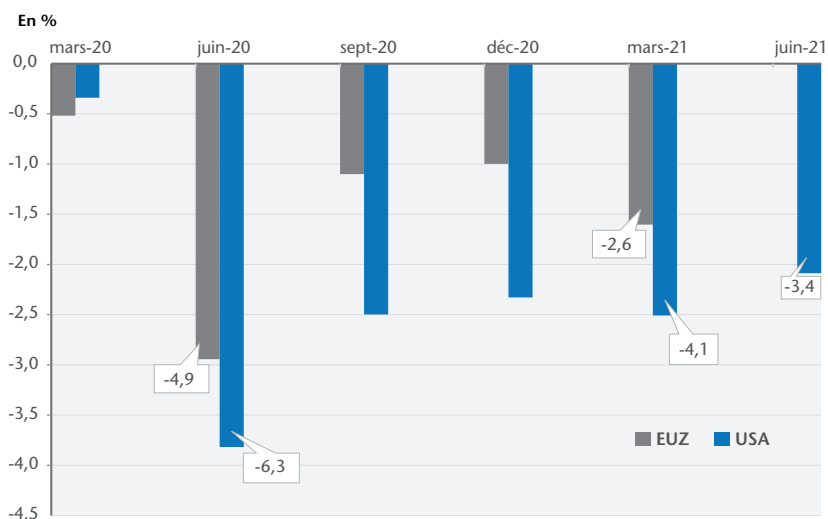


Les stigmates de la crise

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’emploi entre mi-2021 et le quatrième trimestre 2019 sont proches de 2 millions d’emplois, 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’emploi ont dépassé 20 millions au pire de la crise, soit 13,2 % d’emplois en moins contre 3,1 % dans la zone euro et 2,5 % au Royaume-Uni. Il en a résulté que l’ajustement du taux

de chômage a été très brutal et violent aux États-Unis avec une hausse de plus de 11 points entre février et avril 2020². En Europe, l'ajustement a été beaucoup moins marqué mais aussi plus diffus. De fait, 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 important³. On note cependant que le taux de chômage dans la zone euro est repassé sous la barre des 8 % en juin 2021 contre 7,3 % au premier trimestre 2020. Au Royaume-Uni, on est encore 0,8 point au-dessus du creux de novembre 2019. Aux États-Unis, en dépit d'une réduction rapide du taux de chômage, l'écart reste conséquent puisqu'en août 2021 le taux de chômage se situait encore de 1,7 point au-dessus du niveau de février 2020. La dégradation de la situation sur le marché du travail s'est aussi traduite par des retraits importants de la population active (graphique 2). Aux États-Unis, il y avait, en août 2021, toujours 3 millions de personnes en moins dans la population active relativement à décembre 2019. Là encore, l'ajustement a été plus modéré dans la zone euro avec une population active réduite de 1,1 million de personnes au deuxième trimestre 2021, soit 0,6 % de baisse contre 1,8 % aux États-Unis.

Graphique 2. Évolution de la population active depuis le quatrième trimestre 2019



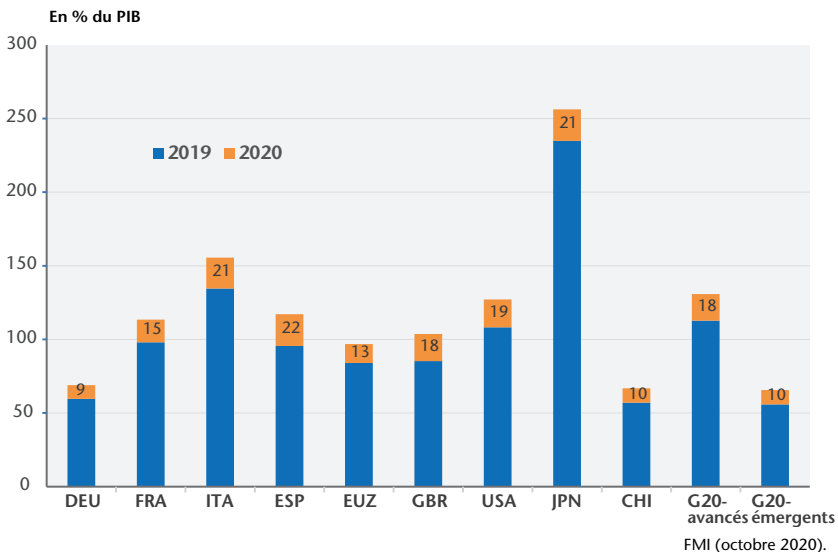
Les étiquettes indiquent quels sont les écarts de la population active en millions.
Eurostat, BLS (Bureau of Labour Statistics).

2. La hausse a par ailleurs été probablement sous-estimée comme nous l'indiquions dans le [Blog de l'OFCE](#) du 26 juin 2020.

3. Ainsi, par exemple en Allemagne, l'institut Ifo estime que le nombre de travailleurs en activité partielle est de 1,06 million en juillet 2021 contre 3,4 en février.

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 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. C'est pourquoi, aux États-Unis, malgré un choc moins important sur le PIB, le déficit budgétaire s'est accru de 10 points de PIB sous l'effet du plan de relance massif de mars-avril 2020. Il en a résulté une forte augmentation des dettes publiques. Selon le FMI, les dettes dépassent 150 et 250 % du PIB en Italie et au Japon respectivement (graphique 3). En moyenne dans la zone euro, la dette publique s'élève désormais à 97 points de PIB, soit 20 points de moins qu'aux États-Unis alors que les niveaux étaient comparables avant l'éclatement de la crise des *subprime* en 2007. Notons que globalement, la dette a moins progressé dans les pays émergents que dans les pays avancés. Le choc récessif fut globalement moins violent puisque la croissance a

Graphique 3. Dette publique en 2020



baissé de 2,6 % dans les pays en développement contre -4,8 % dans les pays plus avancés. Les stabilisateurs automatiques sont aussi généralement moins développés et les plans de relance ont été plus limités.

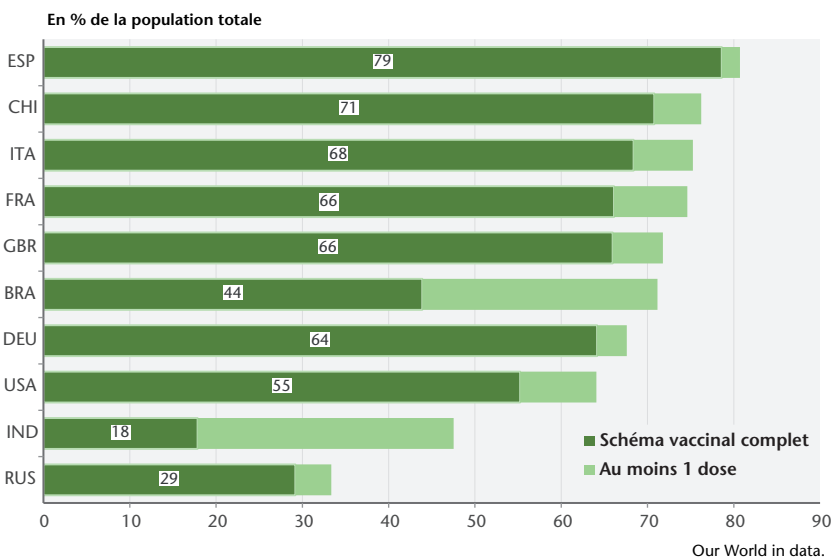
Le rebond se poursuit au second semestre 2021

À l'automne 2021, l'épidémie n'était toujours pas complètement maîtrisée. Le variant Delta a été à l'origine d'une nouvelle vague de contaminations mondiales. L'épidémie semble cependant mieux contrôlée que lors des vagues précédentes et occasionne surtout bien moins d'hospitalisations dans les pays où la campagne de vaccination est avancée. 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 *passé 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. L'indicateur basé sur les données de *google mobility* suggère un retour à la normale dans les principaux pays. 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.

Les vaccins se sont effectivement montrés efficaces pour éviter les formes graves de la Covid-19 si bien que l'on peut anticiper que les pays qui ont les taux de vaccination les plus élevés ne devront pas réintroduire de restrictions. À cet égard, les pays industrialisés sont globalement mieux lotis que les pays émergents dans la mesure où la part de la population ayant reçu les deux doses de vaccin y est plus élevée (graphique 4). Il existe toutefois des disparités entre les États-Unis où 55 % de la population dispose d'un schéma vaccinal complet et l'Espagne où cette part atteint 79 % fin septembre 2021. Ce décalage pourrait se traduire par un taux de contamination relativement plus important et donc des contraintes sur la dépense. Pourtant, les États-Unis avaient démarré leur campagne de vaccination avant les pays de la zone euro. De fait, la reprise de l'épidémie observée pendant l'été outre-Atlantique est associée à un fléchissement de la consommation des ménages, signe que ceux-ci adaptent leur comportement selon l'évolution de la situation sanitaire. Les mesures annoncées par le Président Joe Biden début septembre afin d'élargir l'obligation vaccinale devraient cependant se traduire par un rattrapage. De même,

en Inde, le gouvernement a annoncé une stratégie d'achat centralisé des vaccins afin de renforcer la vaccination. Du côté chinois, malgré le faible nombre officiel de décès et une campagne de vaccination qui a permis d'atteindre un taux de vaccination de 75 % de la population en octobre, des doutes planent sur l'efficacité de ces vaccins face à l'émergence du variant Delta. Le gouvernement chinois maintient donc une vigilance de tous les instants pour éviter la résurgence de cas de Covid-19.

Graphique 4. État de la vaccination dans les principaux pays industrialisés et émergents fin septembre 2021



Dans ces conditions, les risques d'un nouveau freinage de l'activité lié à la situation sanitaire seront largement atténués. La dynamique du deuxième trimestre se maintiendrait globalement au second semestre même si les profils régionaux pourront varier en fonction des conditions propres à chaque pays. Malgré le fléchissement de la consommation privée au cours des deux premiers mois d'été, la reprise ne serait pas entravée aux États-Unis puisque l'activité progresserait de 1,4 % au troisième trimestre 2021 et accélérerait à 2,3 % en fin d'année. Sur l'ensemble de l'année, la croissance américaine dépasserait 6 %, dopée par le fort soutien budgétaire en faveur des ménages en 2020 et 2021. Le profil serait inversé dans la zone euro avec une croissance de 1,8 % au troisième trimestre et 1,4 % au quatrième. Après le fort rebond du deuxième trimestre, la croissance britannique serait plus

faible mais néanmoins de 1,3 et 1,2 % respectivement. Dans tous les cas, la consommation des ménages serait le principal moteur de croissance reflétant le fait qu'elle fut largement empêchée sur une partie de l'année 2020 et encore légèrement au premier semestre 2021.

Sur l'ensemble de l'année, la croissance mondiale atteindrait 5,8 % après une contraction du PIB de 3,6 % de 2020 (tableau 1). La croissance serait notamment dynamique dans les pays émergents atteignant 6,3 %. 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 particulièrement 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 pré-Covid. Dans l'ensemble de la zone, la croissance s'établirait à 5,1 %. Aux États-Unis, la croissance serait dopée par le soutien budgétaire en faveur des ménages et atteindrait 6,3 %. Enfin, au Japon, le retard sur la vaccination a contraint le gouvernement à adopter plusieurs états d'urgence en 2021, le dernier prenant fin en septembre, ce qui devrait freiner la consommation et le PIB au troisième trimestre 2021.

En Chine, la poursuite d'une « normalisation » des parts de marché chinoises qui avaient fortement augmenté pendant la crise sanitaire se traduirait par une baisse des exportations en fin d'année 2021. Bien que fragilisée par les contraintes sanitaires, le risque immobilier et les difficultés d'approvisionnement en énergie, la croissance atteindrait 7,7 % en 2021. Le secteur de l'immobilier était l'un des piliers de la croissance avant l'arrivée de la pandémie et se trouve fragilisé par un niveau d'endettement élevé. Le promoteur immobilier *Evergrande*, dont la dette s'élève à 300 milliards de dollars de dette – 2 % du PIB chinois – est un des premiers promoteurs à ne plus pouvoir honorer ses échéances de remboursement des dettes.

Au niveau mondial, les restrictions passées et le maintien de certaines mesures prophylactiques ont pesé sur la demande dans les services. La crise sanitaire a effectivement fortement réduit la demande dans les services de transport et ceux pour lesquels les interactions physiques sont les plus importantes. Comme le pouvoir d'achat des ménages fut préservé, ces derniers ont à la fois épargné et réorienté

Tableau 1. Tableau de croissance mondiale

En %

	Poids ¹ dans le total	PIB en volume				Révision	Révision
		2019	2020	2021	2022	2020	2021
DEU	3,7	1,1	-4,9	2,6	5,1	0,3	-0,4
FRA	2,6	1,8	-8,0	6,3	4,1	0,2	1,3
ITA	2,3	0,3	-8,9	5,9	4,3	0,0	1,8
ESP	1,6	2,1	-10,8	5,0	7,0	0,0	-0,5
NLD	0,8	1,9	-3,8	3,8	3,4	-0,1	1,0
BEL	0,5	1,8	-6,3	5,8	3,3	0,0	1,5
FIN	0,4	1,3	-2,9	3,2	2,9	-0,1	0,7
AUT	0,3	1,4	-6,3	3,9	5,0	0,4	1,5
PRT	0,3	2,7	-8,4	3,9	5,1	-0,9	-0,4
GRC	0,2	1,7	-7,8	9,4	6,0	0,2	5,9
IRL	0,2	5,1	5,8	15,2	4,3	3,4	11,8
EUZ	13,4	1,5	-6,5	5,1	4,8	0,3	1,2
GBR	2,4	1,7	-9,7	6,9	4,5	0,2	1,2
SWE	0,4	2,0	-2,9	3,8	3,3	0,1	1,6
DNK	0,3	2,1	-2,1	4,2	3,2	0,7	1,3
Nouveaux pays membres ²	2,4	4,2	-3,9	5,5	5,0	0,0	2,1
UE à 27	18,6	1,8	-6,3	4,7	4,6	0,1	0,9
CHE	0,4	1,2	-2,5	3,0	2,9	0,5	-0,2
NOR	0,3	0,9	-1,3	2,5	3,7	0,0	-0,8
Europe	19,4	1,8	-6,5	5,1	4,6	0,2	1,0
USA	17,2	2,3	-3,4	6,3	4,2	0,1	0,1
JPN	4,8	0,0	-4,7	2,4	3,0	0,2	-0,3
CAN	1,6	1,9	-5,3	5,0	4,0	0,1	0,5
Pays avancés	44,5	1,7	-4,8	5,1	4,1	0,1	0,5
Pays candidats à l'UE ³	1,6	1,2	1,2	5,9	3,6	6,2	0,8
RUS	3,6	2,0	-3,0	4,0	2,8	0,0	1,1
Autres CEI ⁴	0,8	4,0	-2,6	3,9	5,0	0,2	0,3
CHN	14,9	6,0	2,3	7,7	4,2	0,0	-0,9
Autres pays d'Asie	16,6	4,1	-5,0	6,9	6,1	0,1	-0,8
Amérique latine	8,8	0,1	-6,7	6,6	3,0	0,3	2,5
Afrique subsaharienne	2,3	3,2	-1,8	3,4	4,1	0,1	0,0
M-O et Afrique du nord	6,8	0,8	-3,0	4,1	3,7	-6,2	1,3
Pays en développement	55,6	3,3	-2,6	6,3	4,4	-0,5	0,2
Monde	100	2,6	-3,6	5,8	4,3	-0,2	0,3

1. Pondération selon le PIB et les PPA de 2014 estimés par le FMI.

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

3. Turquie, Bosnie-Herzégovine, ancienne République yougoslave de Macédoine, Monténégro, Kosovo, Serbie et Albanie.

4. Communauté des États indépendants.

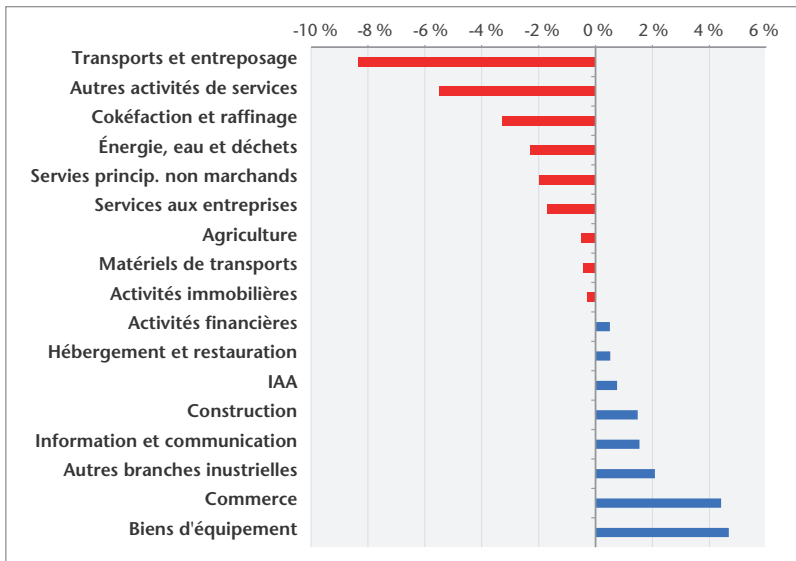
Le calcul des révisions est effectué relativement à la prévision OFCE d'avril 2021.

FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2021.

leur demande au profit de la consommation de biens. Le développement du télétravail a probablement augmenté les besoins en équipement du foyer, ce qui a aussi contribué aux tensions sur les prix apparues récemment. Fin 2021, la demande en biens d'équipement ou dans le commerce resterait relativement mieux orientée que celle pour les services de transports et entreposage et les services aux ménages qui resteraient fortement en retrait (graphique 5). Malgré de fortes contraintes en 2020, la demande en hébergement et restauration se redresserait d'ici la fin de l'année 2021.

Graphique 5. Demande intérieure par produit au quatrième trimestre 2021

En écart au niveau du quatrième trimestre 2019 et à la variation de la demande mondiale

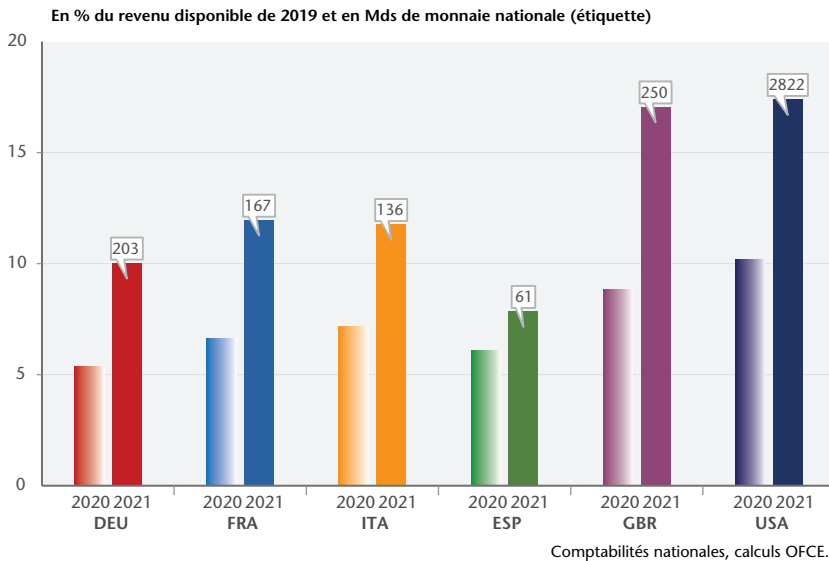


WIOD et prévisions OFCE.

Étant donné les mesures mises en œuvre en 2020, les administrations publiques 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. Des mesures fiscales supplémentaires ont également soutenu le pouvoir d'achat. Aux États-Unis, l'administration de Donald Trump puis celle de Joe Biden en 2021 ont pallié l'absence d'activité partielle en versant une allocation chômage fédérale additionnelle et en envoyant des chèques à une grande partie des ménages, ce qui a conduit à une large surcompensation des pertes de revenus salariaux. Dans les pays avancés, dans un contexte où la consommation fut

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 taux d'épargne a augmenté de 8,7 points de revenu disponible brut aux États-Unis, de 6,5 points dans la zone euro et de 9 points au Royaume-Uni. Le phénomène serait amplifié en 2021 si bien que la sur « épargne Covid », atteindrait 17 points de revenu disponible de 2019 aux États-Unis et au Royaume-Uni (graphique 6). Elle serait de 12 points en France et en Italie contre 10 points en Allemagne et 8 en Espagne⁴. On observe cependant des différences de trajectoire sur l'année 2021. Ainsi, fin 2021, les taux d'épargne des ménages aux États-Unis et en Espagne redeviendraient proches de leur niveau de fin 2019. En Allemagne, l'écart serait inférieur à un 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.

Graphique 6. La sur- « épargne Covid »

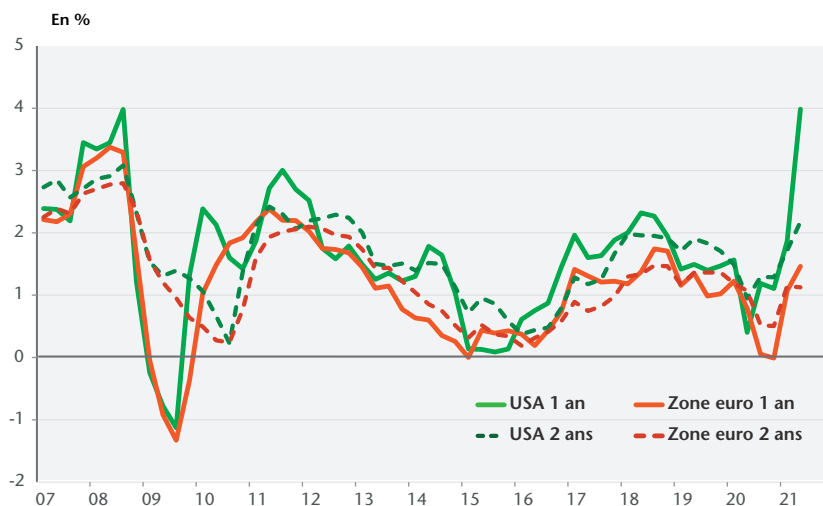


4. L'estimation de la sur-épargne correspond ici à la différence cumulée entre le taux d'épargne de 2020 et de 2021 relativement à celui de la fin d'année 2019. Elle ne tient par conséquent pas compte des effets éventuels d'épargne de précaution liés à l'augmentation du chômage ou des effets de la politique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

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 – des déflateurs de la consommation en glissement annuel. Le rattrapage de l'activité et la remontée du prix du pétrole ont retendu les ressorts inflationnistes au premier semestre 2021 (graphique 7). Dans tous les grands pays avancés (sauf au Japon), les déflateurs ont rebondi, moins nettement en zone euro (+1,5 % en moyenne sur un an au deuxième trimestre 2021) qu'aux États-Unis (+3,9 %). Au sein de la zone euro, les situations sont assez disparates, avec des hausses des déflateurs encore modérées dans les pays du Sud (+0,8 % en Italie, +1,1 % en France et +1,5 % en Espagne), plus soutenues en Allemagne (+2,1 %) et, hors Union européenne, au Royaume-Uni (+3 %).

Graphique 7. Taux de croissance des déflateurs de la consommation



Le trait plein représente l'évolution de l'inflation en glissement annuel (t/t-4) tandis que le trait pointillé représente l'évolution de l'inflation en glissement sur 2 ans (t/t-8).

Comptabilités nationales, calculs OFCE.

Les informations disponibles pour le troisième trimestre 2021 témoignent, en termes d'indices des prix à la consommation (IPC), d'une poursuite de l'accélération des prix, en hausse de 5,2 % sur un an en août aux États-Unis, et de 3,4 % en septembre dans la zone euro. Au sein de la zone, tous les pays affichent des taux d'inflation au-dessus de la cible des 2 % visée par la Banque centrale européenne. Si la zone

euro est encore en dessous de ses sommets inflationnistes enregistrés en 2008 avant la Grande Récession, les États-Unis ont d'ores et déjà rejoint ce pic.

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 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'année⁵. 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 une trajectoire plus longue. De fait, la remontée du déflateur sur deux ans aux États-Unis, +2,2 % au deuxième trimestre 2021, n'est guère plus élevée que la progression observée sur la période 2018/2019 et inférieure de presque 1 point à son pic de la fin 2008 (graphique 7). Le même constat vaut pour la zone euro à la mi-2021.

Cette reprise de l'inflation est principalement due à la hausse des prix des matières premières et notamment à 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).

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.

5. Le taux de croissance sur 2 ans a été ramené sur une base annuelle pour pouvoir être comparé au glissement annuel habituel.

Tableau 2. Glissement des indices de prix à la consommation

En %

Septembre 2021	IPC		Sous-jacent	
	1 an	2 ans	1 an*	2 ans*
USA	5,2*	3,2*	4,0	2,8
GBR	3,0*	1,7*	3,1	2,0
DEU	4,1	1,9	2,1	1,3
FRA	2,7	1,4	1,3	0,9
ESP	4,0	1,7	0,6	0,3
ITA	3,0	1,0	0,8	0,5
EUZ	3,4	1,5	1,9	1,1

Note : pour les pays de la zone euro, il s'agit de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH).

* août 2021.

Eurostat, instituts statistiques nationaux, calculs OFCE.

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. Ce constat n'est toutefois plus vrai dans les pays anglo-saxons puisque non seulement l'inflation y est plus élevée qu'en zone euro mais elle est aussi supérieure à la cible des banques centrales quel que soit son mode de calcul. Aux États-Unis, en particulier, l'emballement inflationniste ne semble pas tenir seulement à un effet matières premières ou à un effet de base puisque, sur deux ans, les progressions de l'IPC et de l'indice sous-jacent avoisinent 3 %, se détachant de celles des autres pays développés. Selon les informations disponibles jusqu'en août 2021, il semble que les salaires aient sensiblement accéléré depuis 2019, si l'on laisse de côté la période troublée de 2020. Selon le *Bureau of Labor Statistics* américain (BLS), la progression des salaires du secteur privé sur deux ans s'est établie à 4,5 % en rythme annuel en août 2021, contre 3,2 % en décembre 2019.

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 des entreprises. Dans tous les pays, on observe jusqu'à l'été 2021 un renchérissement des prix de production pour préserver le niveau de valeur ajoutée en valeur, ce qui a participé également à la reprise des prix à la consommation par le biais du renchérissement du prix des produits écoulés sur le marché. 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 (encadré). 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. Si aux États-Unis la trajectoire des salaires s'est indiscutablement relevée depuis la reprise, en Europe les éléments récents ne permettent pas de conclure. Les prochaines données sur les salaires seront déterminantes à cet égard.

Encadré 1. Quel impact de l'évolution du prix des matières premières sur l'inflation ?

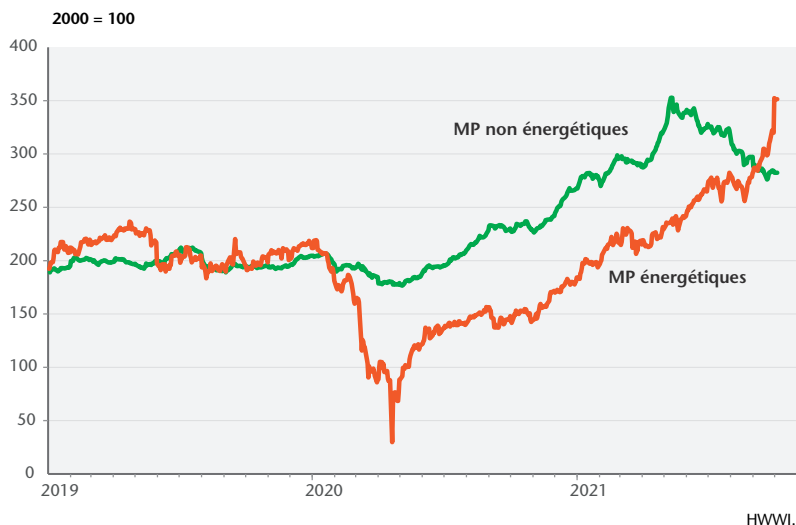
Pour l'heure dominée par le fort rebond du prix des matières premières, la reprise de l'inflation peut être décomposée en une évolution sous-jacente des indices de prix nationaux, à laquelle vient s'ajouter l'effet de la hausse du prix des importations, principalement énergétiques. Pour conduire l'analyse, nous nous sommes appuyés sur l'indicateur du prix des matières premières calculé par l'Institut de Hambourg (HWWI). Au sein de cet indicateur global, les prix de l'énergie occupent une place prépondérante (85 % de l'indice, essentiellement le pétrole), face aux matières premières non énergétiques (alimentation et matières premières industrielles).

Durant la pandémie, le prix des matières premières non énergétiques n'a que faiblement baissé mais s'est ensuite emballé face à l'ampleur de la reprise (graphique 8). Le repli de ces matières premières a ensuite été assez rapide à partir de la mi-mai 2021 et reste pour l'heure non démenti plus de 4 mois après son enclenchement, malgré l'augmentation de certains métaux industriels (aluminium, zinc...) et les pénuries ponctuelles apparues ici où là.

A contrario, les prix des matières premières énergétiques se sont effondrés au plus fort de la récession, l'offre ne s'étant qu'imparfaitement ajustée à la baisse de la demande. Ils ont ensuite augmenté fortement du fait de la vigueur de la reprise en Chine et aux États-Unis et de la levée des restrictions de déplacements automobiles. La dernière réunion de l'OPEP+ a confirmé la stratégie des derniers mois de hausse contenue et progressive de la production (+0,4 Mbj en novembre 2021). Après 73,5 dollars le baril au troisième trimestre 2021 en moyenne, le baril de Brent atteignait 82 dollars après la réunion du 4 octobre 2021.

Nous intégrons dans notre prévision le fait que des marges de manœuvre importantes existent du côté de la production, tant en Iran qu'aux États-Unis et en Arabie saoudite. Ceci conduirait à une augmentation plus franche

Graphique 8. Indice du prix des matières premières en dollars



de l'offre en 2022, d'autant que les stocks sont élevés. De plus, la demande ne reviendrait pas à son niveau d'avant-pandémie du fait de la moindre mobilité des salariés impliqués dans le développement du télétravail et de l'absence de retour à la normale dans le transport aérien (qui représente 8 % de la consommation mondiale de produits pétroliers). C'est pourquoi nous tablons sur une baisse du prix du pétrole jusqu'à 65 dollars fin 2022. La « bulle » des matières premières pourrait ainsi avoir atteint son maximum, leur composante non énergétique au printemps, et l'énergie au cours du quatrième trimestre 2021.

Les indices de prix à la consommation devraient donc ralentir sous l'impulsion du reflux des cours des matières premières. Pour évaluer l'ampleur de ce ralentissement, nous avons estimé la sensibilité du déflateur de la consommation aux prix des importations par le biais de l'indice HWWI pour reconstituer l'impact du prix des matières premières sur le déflateur de la consommation depuis le début de la crise.

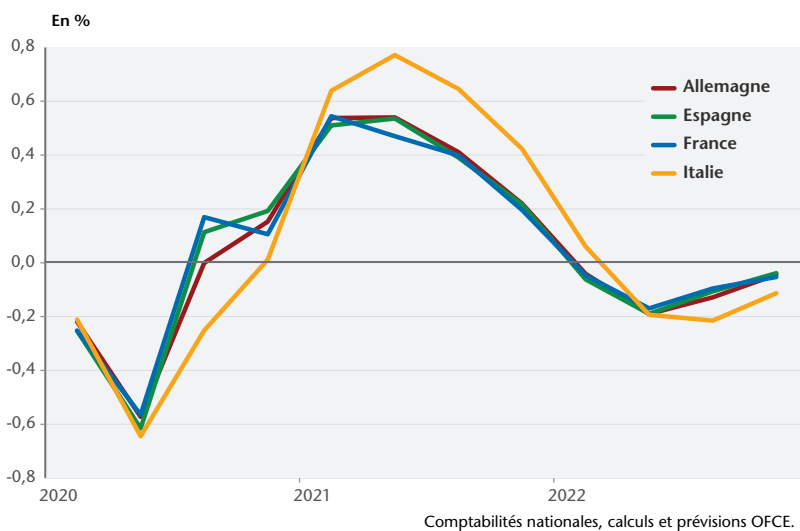
En zone euro, l'effet désinflationniste du prix des matières premières a atteint son maximum au deuxième trimestre 2020 (graphique 9). S'en est suivie une remontée qui a culminé au deuxième trimestre 2021 avant que ne s'enclenche un retournement de la contribution à partir du troisième trimestre. Dans le sillage du reflux du cours du Brent au premier et au deuxième trimestres 2022 (de l'ordre de 7 % en euro chaque trimestre), l'effet du prix des importations sur les déflateurs devrait revenir à la baisse.

Le tassement de l'inflation devrait aussi être facilité par l'intervention des gouvernements afin d'amortir la hausse du prix de l'énergie pour les consommateurs. Face à l'augmentation du tarif de l'électricité et du gaz, différents pays européens ont déjà pris des mesures. Le gouvernement

espagnol a baissé la TVA sur l'électricité fin juillet et la taxe spécifique sur l'électricité en septembre. En France, la hausse du prix de l'électricité est plafonnée à 4 % en février 2022 et le prix du gaz a été gelé en novembre et décembre 2021 à minima. En Italie un certain nombre de coûts habituellement facturés aux particuliers et aux entreprises ont été gelés pour le gaz et l'énergie.

Il reste que ce scénario s'appuie sur une hypothèse de décreue du prix du pétrole. Dans l'éventualité où celui-ci se stabiliserait à 80 dollars le baril, le déflateur de la consommation augmenterait de 0,4 à 0,5 point supplémentaire dans les pays de la zone euro en 2022. Au Royaume-Uni et aux États-Unis, l'impact serait plus modéré : 0,1 à 0,2 point d'inflation en plus.

Graphique 9. Impact du prix des importations sur le déflateur de la consommation

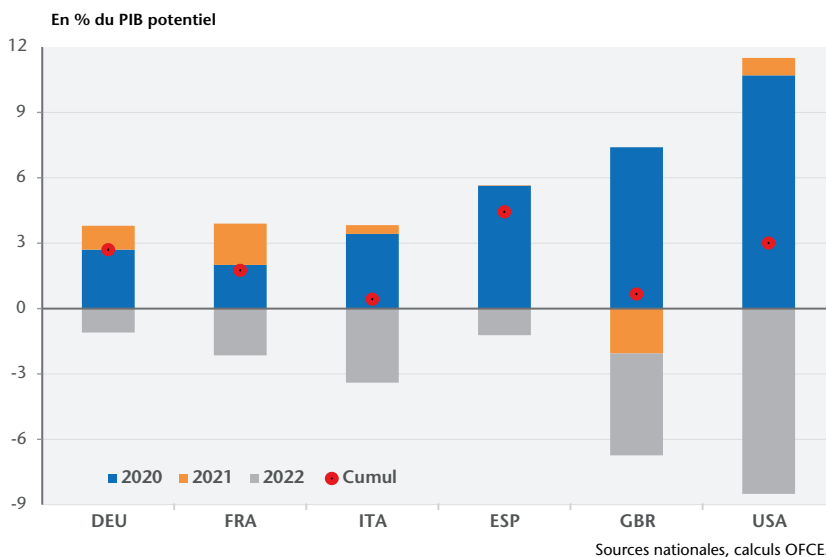


Vers la normalisation des politiques économiques

Après avoir fortement soutenu les revenus en 2020 et début 2021, les politiques budgétaires se normaliseraient. 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 sur les entreprises des mesures de confinement. 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 10). Néanmoins, la politique budgétaire ne

deviendrait pas restrictive, elle cesserait d'être fortement expansionniste. De fait, dès 2021 le Royaume-Uni a déjà amorcé une réduction de ce soutien puisque l'impulsion y était déjà négative. Il s'est au contraire amplifié dans les pays de la zone euro, à l'exception de l'Espagne, et aux États-Unis à la fois parce que certaines mesures d'urgence ont été maintenues ou amplifiées – avec le plan Biden de mars 2021 par exemple – ou 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 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 par exemple 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 10. Mesures budgétaires



Contrairement à ce qui s'est passé après la crise des *subprime*, la volonté des gouvernements – en particulier dans la zone euro – n'est 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

donc 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 ou aux États-Unis où le projet de budget 2022 de l'administration Biden prévoit une augmentation des dépenses d'investissement et des transferts en faveur des ménages. Le cumul des mesures depuis 2020 laisse effectivement apparaître une impulsion globalement positive, qui atteint 3 points de PIB potentiel aux États-Unis, de 2,7 points en Allemagne et de 4,4 points en Espagne où le soutien de 2020 ne serait que partiellement renversé en 2022. Inversement, la normalisation serait plus significative au Royaume-Uni et 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. Inversement, la forte croissance américaine en 2021 et 2022 se traduirait par un écart de croissance positif et par un niveau de déficit inférieur en 2022 (-3,8 % du PIB) à ce qu'il était en 2019 (-5,4 %).

Du côté des banques centrales, le rebond de l'inflation ne semble pas susciter de craintes. L'inflation dépasserait pourtant la cible de 2 % retenue par la Banque centrale européenne, la Réserve fédérale ou la Banque d'Angleterre. Mais le diagnostic reste que ce mouvement est transitoire et ne devrait pas se traduire par une inflation durable. Etant donné les retards d'activité, particulièrement en Europe, et les incertitudes sur la durée et l'ampleur de la reprise en 2022, les banques centrales restent prudentes quant à l'horizon de normalisation de leur 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*) ralentiraient⁶. Du côté des États-Unis, l'amélioration de la situation économique poussera rapidement le président de la banque centrale, Jerome Powell, à annoncer une stratégie de réduction progressive des achats de titres comme cela avait été fait à partir de 2013. Les taux resteraient bas et seraient maintenus à leur niveau plancher dans la zone euro tout au long de l'année 2022.

6. Dans le cadre de ce programme, la BCE ne communique pas de cible précise pour le rythme des achats mensuels.

Aux États-Unis, la reprise plus vigoureuse devrait se traduire par une normalisation plus rapide et une première hausse potentielle des taux en toute fin d'année 2022. Toutefois, la révision de la stratégie de politique monétaire annoncée en août 2020 suggère que la Réserve fédérale laissera le taux d'inflation au-dessus de 2 % afin de satisfaire son objectif désormais défini en moyenne.

2022 : une 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 demeure cependant quant à l'attitude des ménages relativement à l'« épargne Covid » accumulée qui constitue de fait fin 2021 une réserve importante de pouvoir d'achat pour les ménages. Nous supposons que le taux d'épargne reviendrait vers son niveau d'avant-crise au plus tard en début d'année 2022. Les ménages stabiliseraient ensuite cette épargne. Dans ces conditions, la croissance mondiale atteindrait encore 4,3 % en 2022 avec une dynamique relativement homogène entre les pays industrialisés (+4,1 %) et émergents (+4,4 %). 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, ce qui se traduirait par une remontée du taux de pénétration en 2022. 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. Sur le marché du

travail, l'essentiel de la normalisation aurait eu lieu en 2021. La diminution du nombre de chômeurs partiels se poursuivrait au deuxième semestre 2021 par rapport au pic de 2020. Au premier trimestre 2022, il ne resterait plus que 160 000 personnes en chômage partiel, soit un niveau encore supérieur à celui du quatrième trimestre 2019 où il s'élevait à 100 000. Au total, le taux de chômage passerait de 3,8 % en 2021 à 3,3 % en 2022.

La croissance serait également robuste en France (+4,1 %), avec la montée en charge de la campagne de vaccination et la levée des mesures prophylactiques. Bien qu'en fin d'année 2020 le PIB était 3 % au-dessus de celui-ci de fin 2019, il afficherait cependant encore un déficit d'activité en 2022 sous l'hypothèse d'une trajectoire tendancielle pré-Covid de 1,3 %. 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 du dégonflement de l'activité partielle. En 2022, le rythme de créations d'emploi 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 porter la reprise de l'activité italienne avec une consommation des ménages 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 (+3 %). Au total, la croissance transalpine resterait dynamique (+4,3 %) et le PIB s'établirait fin 2022 au-dessus de son niveau pré-crise (+0,9 %, ce qui est même supérieur à notre dernière prévision précédent le déclenchement de la pandémie). En Espagne, le PIB progresserait de 7 %, ce qui permettrait de retrouver le niveau pré-Covid au milieu de l'année. La croissance serait tirée par la consommation des ménages, même si le taux d'épargne retrouvait son niveau de référence dès la fin de l'année 2021. Comme en Italie, l'Espagne bénéficierait du retour des touristes étrangers qui expliquerait 2,4 points de croissance. Du côté des entreprises, la priorité serait de restaurer une rentabilité très dégradée, ce qui s'accompagnerait d'un retour de la productivité vers sa tendance au détriment de l'emploi. 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 T4).

Au Royaume-Uni, la reprise s'établirait à 4,5 % en 2022, sur fond de baisse de soutien de la politique budgétaire. La demande resterait principalement soutenue par l'investissement des entreprises et la consommation des ménages. Le taux de chômage serait toutefois plus haut qu'avant la crise et atteindrait 4,5 % de la population active en fin d'année. Enfin, le niveau des échanges extérieurs, déjà impactés par la crise de la Covid-19, restent contenus par le Brexit, il serait cependant en moyenne 10 % plus bas qu'en 2019. Malgré une impulsion budgétaire fortement négative aux États-Unis, l'activité resterait soutenue grâce aux mesures passées. Entre 2019 et 2022, le revenu disponible nominal des ménages aurait progressé de 18 %, soit un gain de pouvoir de 9,5 %. À cela s'ajoutent une importante accumulation d'épargne pendant la crise et l'augmentation de la richesse financière dopée par l'envolée des cours boursiers. Au niveau agrégé, la situation des ménages américains se sera fortement améliorée. Le résultat en termes de réduction des inégalités et de la fracture sociale reste cependant incertain. En effet, d'une part les ménages les plus pauvres auront bénéficié sans aucun doute des chèques envoyés par les administrations Trump puis Biden. Mais, d'autre part, les ménages les plus aisés auront probablement accumulé plus de richesse et de revenus financiers pendant cette période. Il n'en demeure pas moins que la consommation privée sera encore dynamique en 2022 et progresserait de 5,5 % après une hausse de 8,8 % en 2021. Ces dépenses alimenteraient les importations si bien que la contribution du commerce extérieur à la croissance serait de -0,3 point par trimestre. Au total, la croissance dépasserait quand même 4 %, ce qui ferait basculer les États-Unis dans une zone d'écart de croissance positif (+1 point). En fin d'année 2022, le taux de chômage reviendrait vers un niveau comparable à celui observé en début d'année 2020 (3,5 %) en raison d'une productivité plus élevée que sa trajectoire tendancielle d'avant-crise. L'épargne accumulée par les ménages japonais a été également très forte et le retour du taux d'épargne vers son niveau d'avant-crise soutiendrait la consommation en début d'année 2022. La dynamique de reprise serait légèrement décalée au Japon relativement aux autres pays industrialisés en raison d'un démarrage plus lent de la campagne de vaccination et le PIB croîtrait de 3 %.

Du côté des pays émergents, la croissance du PIB atteindrait 4,2 % en Chine, marquée par le ralentissement du second semestre 2021. La consommation contribuerait à hauteur de 2,8 points à la croissance, l'investissement de 1,3 point tandis que la contribution du commerce extérieur serait de 0,2 point. Les exportations chinoises augmente-

raient à un rythme proche de la demande mondiale après une période de « normalisation » en 2021. Ce scénario s'appuie toutefois sur un niveau d'épargne des ménages qui resterait élevé du fait du maintien de risques et contraintes sanitaires. Inversement, les risques de faillite dans l'immobilier apparus récemment pourraient fragiliser le système financier et la croissance. En Inde, les mesures prises en faveur de la vaccination permettraient de maintenir la croissance sur un rythme élevé à 7,9 % après 9,5 % en 2021.

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 revient à supposer que les ménages se limiteront à 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, cela revient également à faire l'hypothèse que les multiplicateurs associés aux politiques budgétaires seront très faibles, et ce même une fois les restrictions sanitaires levées. Une telle situation ne manquerait pas d'interroger *ex-post* sur 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 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 sur-« épargne Covid ».

À cet égard, nous avons simulé un second scénario dans lequel 20 % de la sur-« épargne Covid » accumulée en 2020 et 2021 dans l'ensemble des pays développés serait consommée en 2022. Ce choc de demande, qui correspond en moyenne à plus de 2 points de Revenu disponible brut (RdB) des ménages, est différencié par pays : il est particulièrement massif au Royaume-Uni (3,3 points de RdB) et moins important en Espagne et aux États-Unis (1,6 point de RdB)⁷.

7. Pour les États-Unis, le choc positif de revenu s'appuie sur une évaluation de la sur-« épargne Covid » qui tient compte de l'effet de l'évolution du chômage en 2020 et 2021 ainsi que du stimulus budgétaire. Cet ajustement réduit par conséquent la sur-épargne relativement au calcul proposé dans le graphique 6.

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	Taux d'inflation	Solde des APU
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
Royaume-Uni	Sans désépargne	4,5	4,8	1,3	-5,6
	Avec désépargne	7,6	2,1	2,7	-3,9
États-Unis	Sans désépargne	4,2	4,1	3,0	-3,8
	Avec désépargne	6,2	2,4	3,8	-2,7

Calculs et prévision OFCE octobre 2021.

Cette hypothèse de désépargne étant concomitante à l'ensemble des pays développés, les balances courantes ne seront que très faiblement impactées par ce choc de demande. Ce dernier stimulerait alors significativement la croissance de 2022, notamment dans les pays où le poids de la demande intérieure est notable, comme au Royaume-Uni principalement. 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 : dans ce scénario, l'ensemble des pays développés auraient plus que comblé leurs écarts de production en 2022, si bien que le taux de chômage repasserait sous son niveau de 2019 et atteindrait dans certains pays un plus bas historique (États-Unis, Allemagne, Royaume-Uni et France). 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 décruce 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 d'1 point de PIB en moyenne dans l'ensemble des pays développés (tableau 3).

Sous l'hypothèse d'un prix du pétrole à 85 dollars et dans le cas du scénario de désépargne, l'inflation dépasserait 2,5 % en Allemagne en 2022 et serait proche de 2 % en France. Aux États-Unis, l'inflation pourrait même atteindre 4 %. Ainsi, la crise de la Covid-19 aurait indirectement permis – en ayant levé la contrainte budgétaire des États – aux économies développées d'échapper à la désinflation rampante de ces dernières années et aux banques centrales d'atteindre leur cible d'inflation.