

DOSSIER

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2021-2022

Présentation générale

Éric Heyer et Xavier Timbeau

Le prix de la reprise

Perspectives 2021-2022 pour l'économie mondiale et la zone euro

Département analyse et prévision

La vague espérée de la reprise

Perspectives 2021-2022 pour l'économie française

Département analyse et prévision

La révision des cibles d'inflation de la Fed et de la BCE

Christophe Blot, Caroline Bozou et Paul Hubert

Le renouveau de l'inflation ?

Sabine Le Bayon et Hervé Péléraux

OFCE

L'Observatoire français des conjonctures économiques est un organisme indépendant de prévision, de recherche et d'évaluation des politiques publiques. Créé par une convention passée entre l'État et la Fondation nationale des sciences politiques approuvée par le décret n° 81.175 du 11 février 1981, l'OFCE regroupe plus de 40 chercheurs (es) français et étrangers. « Mettre au service du débat public en économie les fruits de la rigueur scientifique et de l'indépendance universitaire », telle est la mission que l'OFCE remplit en conduisant des travaux théoriques et empiriques, en participant aux réseaux scientifiques internationaux, en assurant une présence régulière dans les médias et en coopérant étroitement avec les pouvoirs publics français et européens. Philippe Weil a présidé l'OFCE de 2011 à 2013, à la suite de Jean-Paul Fitoussi, qui a succédé en 1989 au fondateur de l'OFCE, Jean-Marcel Jeanneney. Depuis 2014, Xavier Ragot préside l'OFCE. Il est assisté d'un conseil scientifique qui délibère sur l'orientation de ses travaux et l'utilisation des moyens.

Président

Xavier Ragot.

Direction

Jérôme Creel, Estelle Frisquet, Sarah Guillou, Éric Heyer, Xavier Timbeau.

Comité de rédaction

Guillaume Allègre, Luc Arrondel, Frédérique Bec, Christophe Blot, Carole Bonnet, Julia Cagé, Ève Caroli, Virginie Coudert, Anne-Laure Delatte, Brigitte Dormont, Bruno Ducoudré, Michel Forsé, Guillaume Gaulier, Sarah Guillou, Florence Legros, Éloi Laurent, Mauro Napoletano, Hélène Périvier, Mathieu Plane, Franck Portier, Corinne Prost, Romain Rancière et Raul Sampognaro.

Publication

Xavier Ragot, *directeur de la publication*

Vincent Touzé, *rédacteur en chef*

Laurence Duboys Fresney, *secrétaire de rédaction*

Najette Moumami, *responsable de la fabrication*

Contact

OFCE, 10, place de Catalogne 75014 Paris

Tel. : +33(0)1 44 18 54 19

web : www.ofce.sciences-po.fr

Sommaire

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2021-2022

Sous la direction d'Éric Heyer et de Xavier Timbeau

| | |
|--|----------|
| Présentation générale | 5 |
| Éric Heyer, Xavier Timbeau | |

PRÉVISION

| | |
|--|-----------|
| Le prix de la reprise | 11 |
| <i>Perspectives 2021-2022 pour l'économie mondiale et la zone euro</i> | |
| Département analyse et prévision | |

| | |
|---|------------|
| La vague espérée de la reprise | 121 |
| <i>Perspectives 2021-2022 pour l'économie française</i> | |
| Département analyse et prévision | |

ÉTUDES SPÉCIALES

| | |
|--|------------|
| La révision des cibles d'inflation de la Fed et de la BCE | 149 |
| Christophe Blot, Caroline Bozou et Paul Hubert | |

| | |
|--|------------|
| Le renouveau de l'inflation ? | 173 |
| Sabine Le Bayon et Hervé Péléraux | |

| | |
|---|------------|
| <i>Index tableaux, graphiques, encadrés</i> | 193 |
|---|------------|

| | |
|---|------------|
| <i>Liste des abréviations de pays</i> | 198 |
|---|------------|

Les propos des auteurs et les opinions qu'ils expriment n'engagent qu'eux-mêmes
et non les institutions auxquelles ils appartiennent.

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES 2021-2022

Éric Heyer et Xavier Timbeau

Sciences Po, OFCE

Ce numéro de la *Revue de l'OFCE* consacré aux prévisions économiques pour les années 2021 et 2022 est composé de plusieurs articles qui peuvent être lus indépendamment.

Le premier article, intitulé « **Le prix de la reprise** » présente le scénario de prévision pour l'économie mondiale et la zone euro. 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 compromettront 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. 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 stabilise 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.

Un tour du monde de la situation conjoncturelle, organisé en fiches pays, complète cette synthèse de l'économie mondiale.

Le deuxième article détaille l'analyse conjoncturelle de l'économie française. Il s'intitule « **La vague espérée de la reprise** ». Après avoir enregistré une chute historique du PIB (-8,0 %) en 2020, l'économie française connaîtrait un fort rebond d'activité en 2021 (+6,3 %) et afficherait une croissance robuste (+4,1 %) en 2022 avec la montée en charge de la campagne de vaccination, la levée des mesures prophylactiques et le soutien des politiques publiques. Le PIB retrouverait son niveau d'avant-crise à la fin de l'année 2021 et le dépasserait de 3 % à la fin 2022. À cet horizon, l'économie française afficherait cependant toujours un déficit d'activité de 1,3 % par rapport à la trajectoire tendancielle pré-Covid. L'impact de la crise sur le PIB potentiel lié à une moindre accumulation de capital productif serait limité à -0,3 % du PIB à l'horizon de notre prévision en raison de la bonne tenue de l'investissement. La contrepartie au soutien massif apporté par l'État (plus de 90 % du choc jusqu'à présent a été absorbé par les administrations publiques) est un creusement du déficit public (- 9,1 % du PIB en 2020 après -3,1 % en 2019, puis -8,4 % en 2021 et -5,0 % en 2022) et une hausse de la dette publique qui s'établirait à 116 % du PIB en 2021 et 115 % en 2022. Du fait de nombreuses créations d'emplois en 2021, le taux de chômage baisserait à 7,8 % fin 2021. Mais, en 2022, le rythme de créations d'emplois serait insuffisant pour stabiliser le taux de chômage qui remonterait à 8,0 % en fin d'année, en raison du retour progressif sur le marché du travail de personnes ayant basculé dans l'inactivité durant la crise sanitaire. L'inflation s'établirait à 1,5 % en 2021 et en 2022. La variation des prix des matières premières contribuerait pour 0,6 point à l'inflation en 2021 alors qu'au contraire la dissipation de cet effet amputerait l'inflation de 0,1 point en 2022. Le pouvoir d'achat du revenu disponible brut (RDB) des ménages par unité de consommation augmenterait de 1,5 % en 2021 et de 0,7 % en 2022 (après 0,0 % en 2020). Cette prévision de croissance du PIB à 4,1 % pour 2022 implique un retour du taux d'épargne à son niveau d'avant-crise au second semestre 2022. La sur-épargne accumulée fin 2021 représenterait 11 % du revenu annuel des ménages. Une

consommation d'un cinquième de cette épargne, en supposant un mouvement commun dans tous les pays développés, conduirait à un scénario de croissance de 6,2 % en 2022, un taux de chômage à 6,0 % et une inflation en hausse à 2,4 %. Ce scénario de croissance plus favorable permettrait de réduire en 2022 le déficit à 3,8 % du PIB en 2022 et la dette publique à 111 %.

Deux études spéciales complètent et enrichissent l'analyse conjoncturelle.

Dans la première, intitulée « **La révision des cibles d'inflation de la FED et de la BCE** », les auteurs, Christophe Blot, Caroline Bozou et Paul Hubert analysent les effets sur les anticipations d'inflation de long terme mesurées sur les marchés financiers des modifications des caractéristiques définissant la cible d'inflation de chacune des deux banques centrales. Ils analysent aussi bien comment cette modification a été perçue le jour de l'annonce que son effet sur la dynamique des anticipations d'inflation, leur volatilité et leur réponse à des chocs économiques depuis l'annonce. Les principaux résultats sont les suivants : l'annonce de la révision de sa cible par la BCE a eu un impact négatif sur les anticipations d'inflation alors que l'annonce de la Fed a eu un impact positif. De plus, alors que l'annonce de la Fed a modifié la dynamique de formation des anticipations d'inflation (niveau moyen plus élevé et processus autorégressif plus faible), l'annonce de la BCE n'a pas impacté – jusqu'à présent du moins – cette dynamique. Enfin, la réponse des anticipations d'inflation à des chocs de politique monétaire ou financiers n'a pas été influencée par ces annonces, pas plus que la volatilité des anticipations d'inflation.

Dans la deuxième étude, intitulée « **Le renouveau de l'inflation** », Sabine La Bayon et Hervé Péléraux rappellent qu'après une année 2020 frappée de plein fouet par la pandémie de Covid-19, une baisse de la demande et une très faible inflation, l'année 2021 a vu la reprise s'accompagner d'un fort rebond inflationniste. Le prix de l'énergie a flambé et de nombreuses matières premières ont vu leur prix augmenter également du fait de tensions importantes sur l'offre. L'inflation sous-jacente est pour le moment encore modérée dans la zone euro, mais elle inquiète au Royaume-Uni et surtout aux États-Unis où l'importance des plans de relance et les pénuries de main-d'œuvre accentuent les tensions. Le retournement à la baisse des prix de la plupart des matières premières depuis le printemps ou l'automne 2021

devrait contribuer négativement à l'inflation au cours de l'année 2022. Pour évaluer l'ampleur de cette contribution, les auteurs estiment la sensibilité du déflateur de la consommation au prix des matières premières importées. Nous avons en particulier mesuré l'impact différencié d'un retour du prix du pétrole à 65 euros et de son maintien à 80 euros sur l'inflation en 2022.

PRÉVISION

| | |
|--|------------|
| PARTIE I. Le prix de la reprise | 11 |
| <i>Perspectives 2021-2022 pour l'économie mondiale et la zone euro</i> | |
| Département analyse et prévision | |
| I.1. Synthèse du scénario | 13 |
| I.2. Tour du monde de la situation conjoncturelle | 39 |
| I.3. Annexe Tableaux | 109 |
| | |
| PARTIE II. La vague espérée de la reprise | 121 |
| <i>Perspectives 2021-2022 pour l'économie française</i> | |
| Département analyse et prévision | |

LE PRIX DE LA REPRISE

PERSPECTIVES 2021-2022 POUR L'ÉCONOMIE MONDIALE ET LA ZONE EURO

Département analyse
et prévision
Sous la direction d'Éric Heyer
et de Xavier Timbeau

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 compromettront 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.

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 stabilise 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.

* Ces textes synthétisent l'analyse de la conjoncture menée par le Département analyse et prévision de l'OFCE à l'automne 2021. Ces analyses 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 8 octobre 2021.

Perspectives 2021-2022 pour l'économie mondiale et la zone euro

1. Synthèse du scénario : Le prix de la reprise 13

Parties thématiques

| | |
|--|-----------|
| 2. Tour du monde de la situation conjoncturelle | 39 |
| États-Unis : le retour du cycle | 39 |
| Allemagne : retour à la normale | 53 |
| Italie : les bases de la reprise sont posées | 61 |
| L'Espagne : <i>Remontada</i> post crise sanitaire | 68 |
| Royaume-Uni : reprise avec des bâtons pleins les roues | 77 |
| Japon : reprise tardive | 86 |
| Ombres chinoises | 91 |
| Émergents d'Asie et d'Amérique : reprise sur fond de tensions inflationnistes | 100 |
| <i>L'Amérique latine : le retour du risque inflationniste.</i> | 102 |
| <i>Asie : croissance fragile sur fond de pandémie.</i> | 105 |

6. ANNEXE (tableaux)109

| | |
|---|-----|
| A1. Principales hypothèses de taux de change | 110 |
| A2. Équilibre sur le marché pétrolier et prix des matières premières industrielles | 111 |
| A3. États-Unis | 112 |
| A4. Zone euro | 113 |
| A5. Allemagne | 114 |
| A6. France | 115 |
| A7. Italie | 116 |
| A8. Espagne | 117 |
| A9. Royaume-Uni | 118 |
| A10. Amérique latine | 119 |
| A11. Asie | 119 |
| A12. Nouveaux États membres de l'Union | 119 |
| A13. Chine : résumé des prévisions | 120 |
| A13. Japon : croissance, résumé des prévisions | 120 |

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.

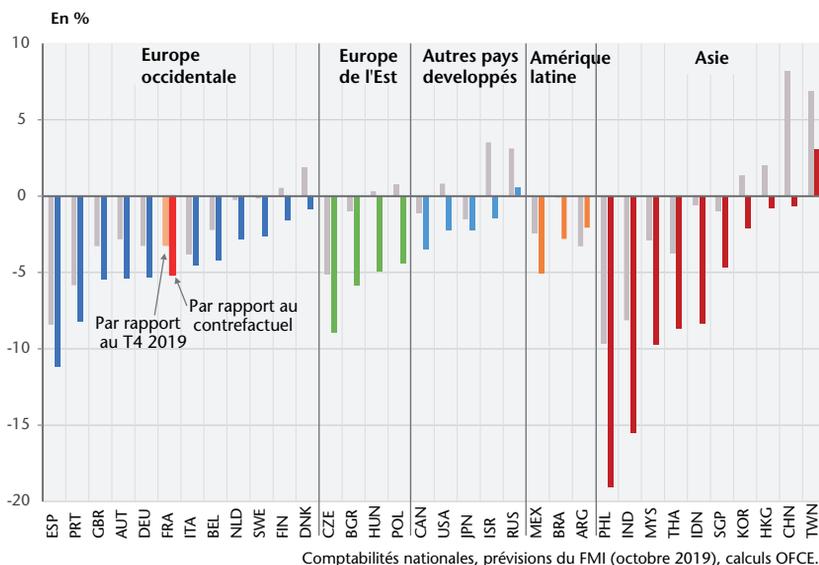
Malgré la reprise, les écarts d'activité subsistent

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

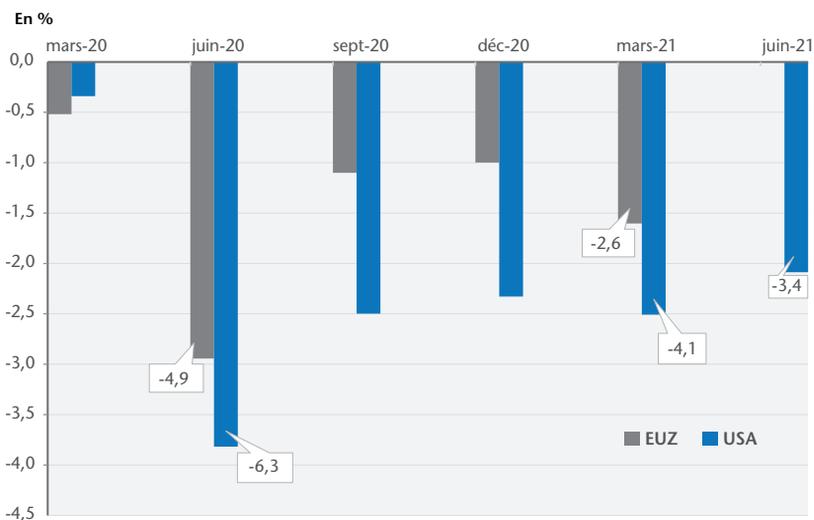


Les stigmates de la crise

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



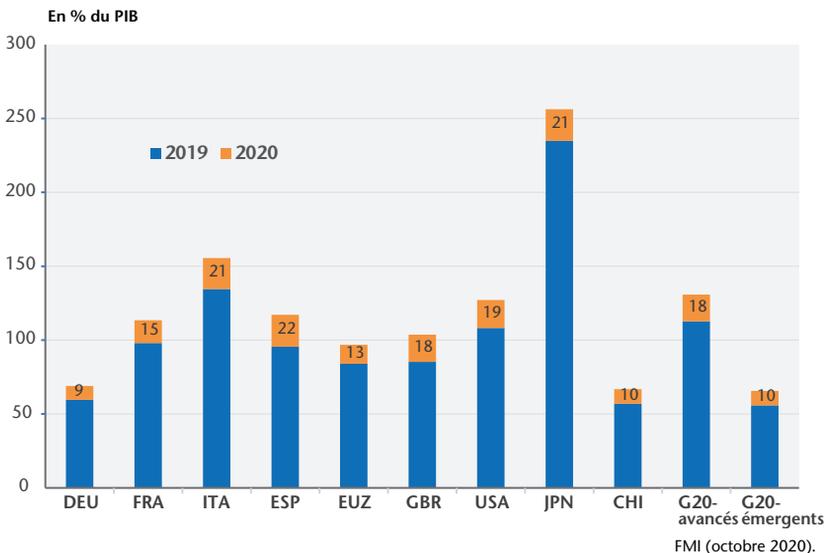
Les étiquettes indiquent quels sont les écarts de la population active en millions.
Eurostat, BLS (Bureau of Labour Statistics).

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.

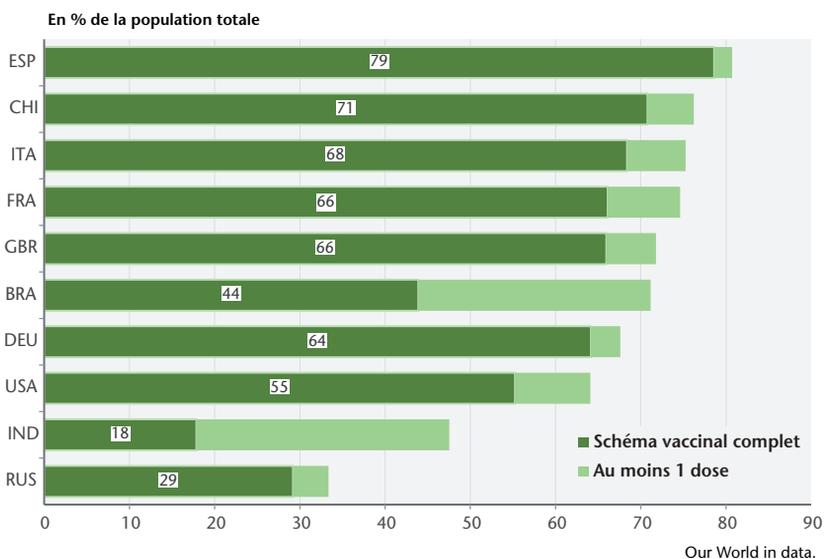
Le rebond se poursuit au second semestre 2021

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.

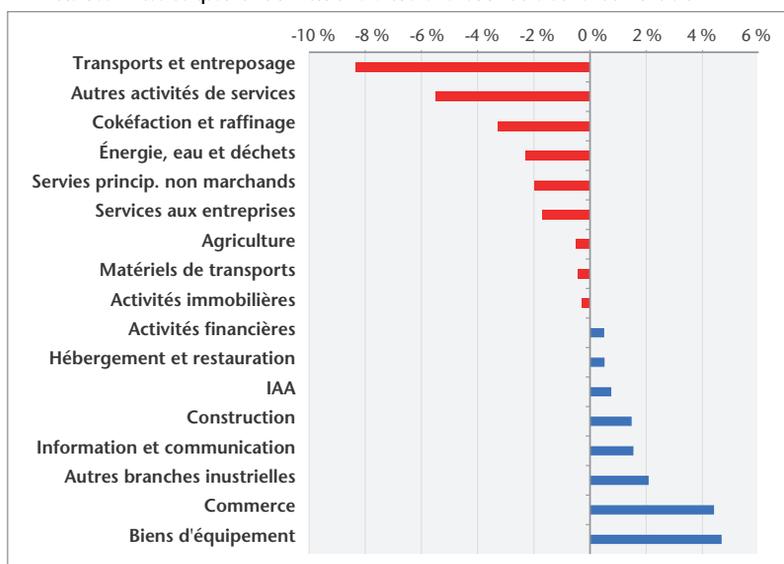
Le calcul des révisions est effectué relativement à la prévision OFCE d'avril 2021.

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

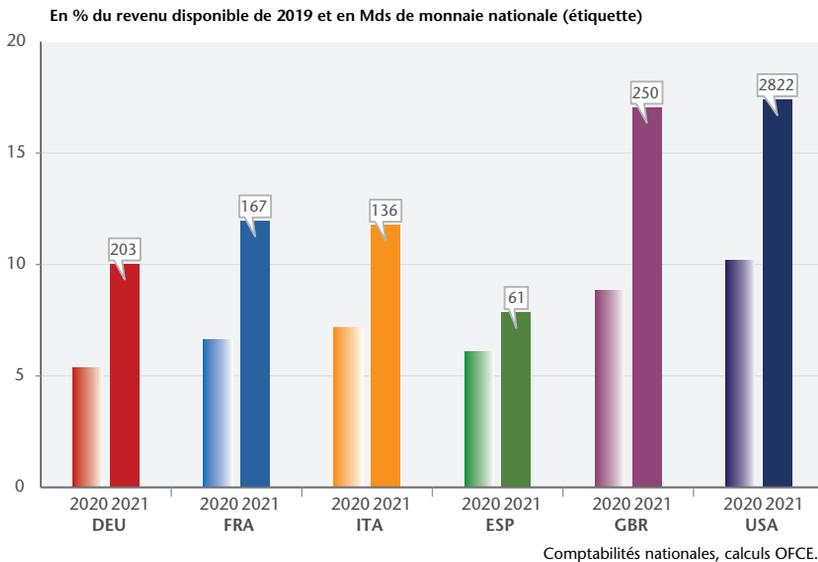


WIOD et prévisions OFCE.

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 »

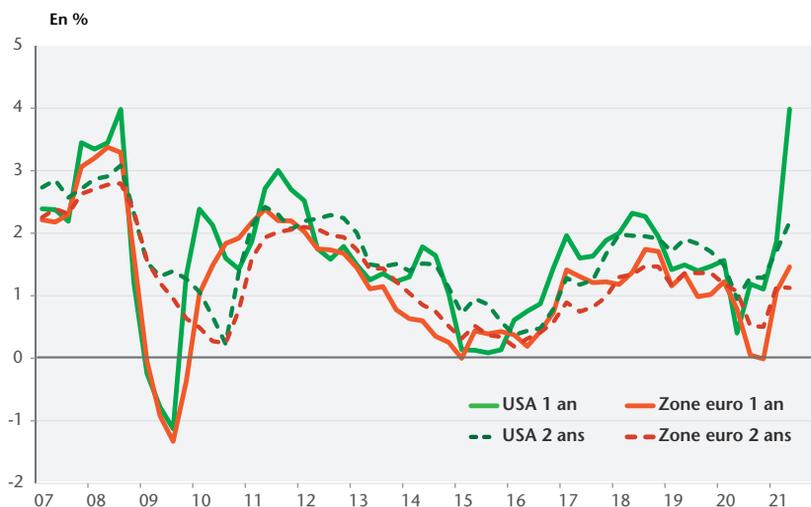


4. L'estimation de la sur-épargne correspond ici à la différence cumulée entre le taux d'épargne de 2020 et de 2021 relativement à celui de la fin d'année 2019. Elle ne tient pas conséquemment compte des effets éventuels d'épargne de précaution liés à l'augmentation du chômage ou des effets de la politique 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 1). 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 ?

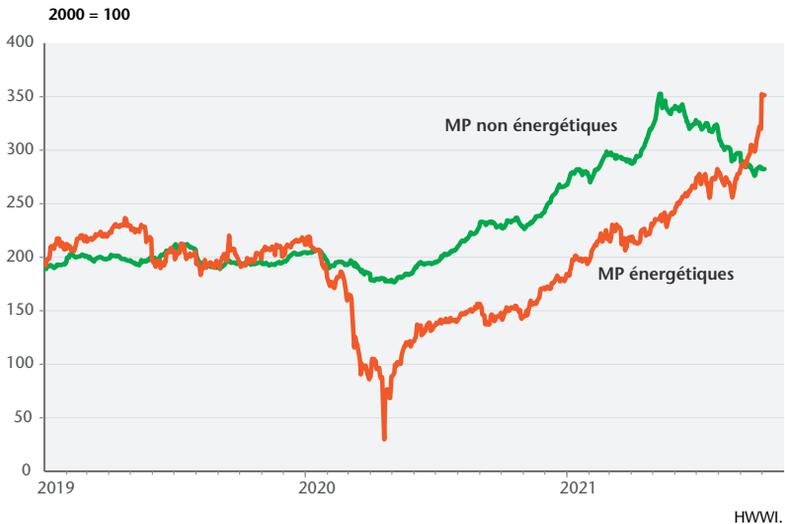
Pour l'heure dominée par le fort rebond du prix des matières premières, la reprise de l'inflation peut être décomposée en une évolution sous-jacente des indices de prix nationaux, à laquelle vient s'ajouter l'effet de la hausse du prix des importations, principalement énergétiques. Pour conduire l'analyse, 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.

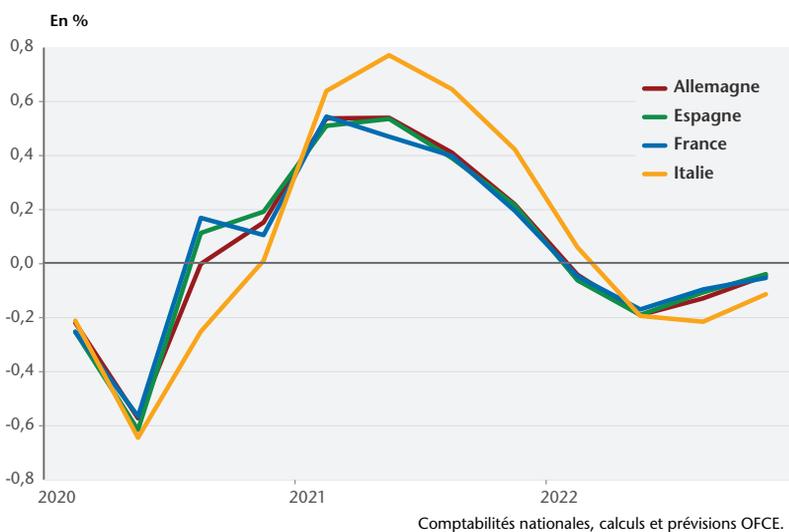
En zone euro, l'effet désinflationniste du prix des matières premières a atteint son maximum au deuxième trimestre 2020 (graphique 9). S'en est suivie une remontée qui a culminé au deuxième trimestre 2021 avant que ne s'enclenche un retournement de la contribution à partir du troisième trimestre. Dans 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

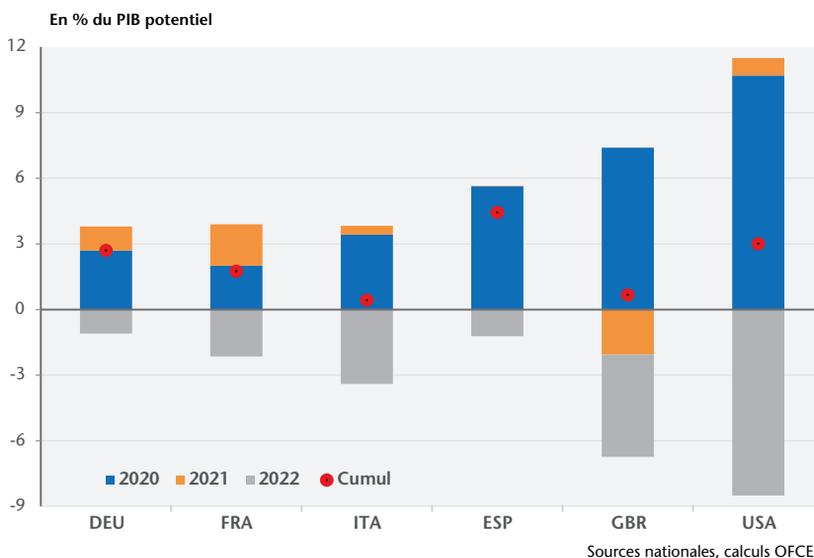


Vers la normalisation des politiques économiques

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.

2. Tour du monde de la situation conjoncturelle



États-Unis : le retour du cycle

La capacité de rebond de la croissance américaine s'est confirmée au premier semestre 2021. Le reflux de l'épidémie après un pic de contaminations en janvier et la mise en œuvre rapide de la campagne de vaccination ont permis une nette amélioration de la situation sanitaire ce qui s'est reflété dans la dynamique de consommation et de croissance. La progression du PIB au cours des deux premiers trimestres 2021 a déjà permis aux États-Unis de renouer avec le niveau d'activité observé en fin d'année 2019, confirmant une reprise qui s'enclenche bien plus rapidement que dans la zone euro dont le PIB reste amputé de -2,5 % relativement à son niveau d'avant-crise. Cette accélération de la demande américaine s'est notamment reportée sur la consommation de biens, ce qui s'est traduit par des tensions sur l'offre et les prix. En supposant que l'amélioration de la situation sanitaire se poursuive, la croissance resterait dynamique au deuxième semestre 2021 et la croissance annuelle dépasserait 6 %, fortement tirée par la consommation des ménages dont le pouvoir d'achat a été soutenu par les mesures d'urgence mises en œuvre sous l'administration Trump puis sous celle de Biden. En 2022, la dynamique sera fortement conditionnée par le choix de désépargne des ménages. Sous l'hypothèse prudente que le taux d'épargne retrouve son niveau de 2019, la croissance atteindrait 4,3 %. Mais un tel scénario suppose que les ménages aient accumulé du patrimoine financier pendant la crise et que celui-ci n'est pas dépensé. Ils pourraient aussi faire le choix de réduire cette surépargne Covid, ce qui se traduirait alors par une croissance dépassant à nouveau 6 % et par une persistance des tensions inflationnistes.

Fort rebond de l'économie américaine

Malgré une nouvelle vague de la pandémie au tournant de l'année 2020, la croissance américaine a été robuste au premier semestre 2021 avec un PIB progressant de 1,5 et 1,6 % respectivement au cours des deux trimestres. Le pic de contaminations a été atteint mi-janvier.

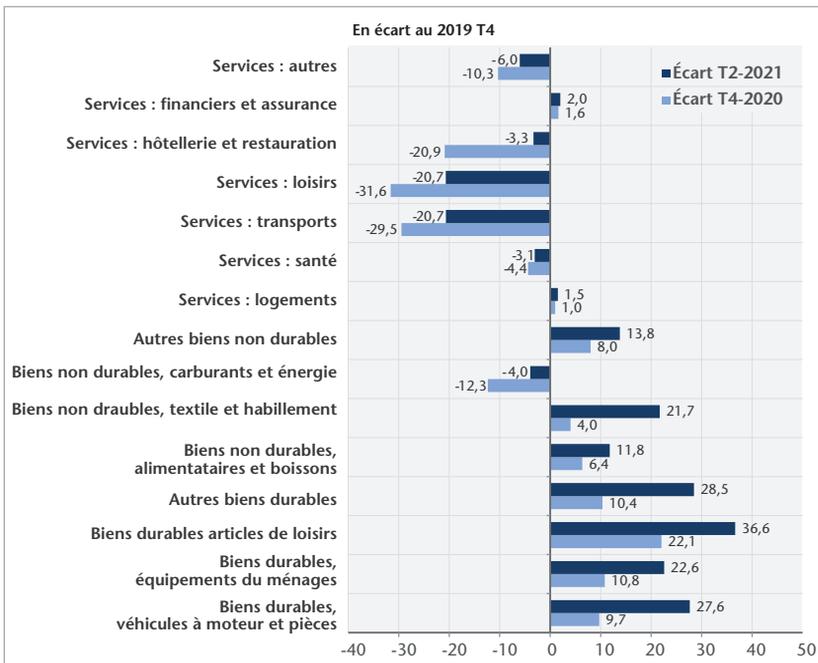
L'épidémie a ensuite rapidement reflué en même temps que la campagne de vaccination était lancée tambour battant. Au 31 mars 2021, 29 % de la population américaine avait reçu une première dose de vaccin contre 12 % dans l'Union européenne. Les ventes de détails ont fortement progressé de janvier à mars alors qu'elles étaient en baisse en fin d'année 2020. La consommation des ménages a de fait fortement tiré la croissance avec une contribution au PIB de 1,9 point en moyenne sur les deux premiers trimestres, si bien qu'au deuxième trimestre 2021, le niveau de consommation dépassait celui du quatrième trimestre 2019 de 3,1 %.

La crise a toutefois eu une incidence importante sur la répartition par produit de la consommation. Les mesures prophylactiques mises en place et l'internalisation des contraintes sanitaires ont pesé sur la consommation de services, surtout ceux impliquant une interaction physique. Ainsi, la part de la consommation de services de loisirs dans le panier de consommation totale a été réduite de 0,9 point entre 2019 et le deuxième trimestre 2021. Du côté des services, la consommation de services financiers a mieux résisté puisque sa part est stable et que le niveau de consommation au deuxième trimestre était 2 points au-dessus de celui du quatrième trimestre 2019 (graphique 11). La consommation s'est de fait reportée sur les biens qui représentent, mi-2020, un peu plus de 35 % de la consommation contre 31 % en 2019. La consommation de biens durables a été particulièrement dynamique avec une progression trimestrielle moyenne de 7,7 % depuis le troisième trimestre 2020. Au deuxième trimestre 2021, la consommation en articles de loisirs est supérieure de 36,6 % à son niveau d'avant-crise. L'écart s'élève à 22,6 % pour les biens d'équipement du ménage et à 27,6 % pour la consommation dans le secteur des véhicules à moteur. La consommation en biens non durables a également été dynamique sauf celle de carburants et d'énergie qui accuse un retard de 4 % au deuxième trimestre 2021. Les services les plus touchés par la crise restent les services de loisirs et de transports et l'écart avec le niveau de consommation du quatrième trimestre 2019 dépassait encore 20 points mi-2021.

La dynamique de l'investissement en logement des ménages témoigne également de la bonne santé de leur pouvoir d'achat (voir *supra*) puisque mi-2021, le niveau de dépenses était supérieur de près de 16 % à celui de fin 2019. Le rebond a été effectivement très fort au cours du deuxième semestre 2020 si bien que le taux d'investissement en logement des ménages a gagné 0,4 point de revenu disponible brut

depuis le quatrième trimestre 2019, retrouvant un niveau qui n'avait pas été observé depuis 2008. Les entreprises se sont adaptées à la crise en investissant dans l'équipement informatique et dans le développement de logiciels tandis qu'inversement, les investissements en matériel de transport ont été fortement impactés par la crise. Mi-2021, le niveau des investissements en matériel de transport était inférieur de 16,5 % à celui du quatrième trimestre 2019. Le corollaire du dynamisme de la demande intérieure fut une forte progression des importations. Ainsi, sur les quatre trimestres qui ont suivi le choc du deuxième trimestre 2020, la contribution du commerce extérieur à la croissance fut négative : -0,7 point en moyenne.

Graphique 11. La consommation en biens et services en volume



BEA (tableau NIPA 156).

Un potentiel de créations d'emplois loin d'être épuisé

En l'absence de mécanisme d'activité partielle, le taux de chômage américain avait fortement augmenté pendant la crise atteignant un pic à 14,8 % en avril 2020. Néanmoins, comme indiqué par les enquêtes menées auprès des ménages par le Bureau of Labor Statistics (BLS), une forte proportion des licenciements concernait des emplois temporaires.

De nombreux salariés ont de fait été rappelés par leur employeur dès lors que la reprise de l'activité le permettait¹. Hall et Kudlyak (2021) qualifient cette catégorie de « chômeurs ayant un emploi² ». Cette possibilité offerte aux employeurs permet de ne pas supporter le coût d'un nouveau recrutement et pour les salariés de ne pas perdre en compétences. Alors qu'ils représentaient 11 % des chômeurs en janvier 2020, la part des chômeurs en situation de licenciement temporaire est montée à 78 % en avril avant de redescendre rapidement. Ils ne représentaient plus que 15 % des chômeurs en août 2021 pour un taux de chômage de 5,2 %.

La reprise de l'activité s'est donc accompagnée d'importantes créations d'emplois. Alors que 20 millions d'emplois ont été détruits en un seul trimestre en 2020, près de 14 millions d'emplois ont été créés depuis (tableau 4). Même si le PIB dépasse son niveau d'avant-crise, l'emploi reste dégradé. Cette situation s'explique par le fait que l'écart au niveau de PIB de fin 2019 ne reflète pas le déficit d'activité puisqu'il faut tenir compte du potentiel de croissance et donc de la trajectoire qu'aurait pu suivre le PIB en l'absence de crise. D'après le Congressional Budget Office (CBO), le taux de croissance annuel du potentiel américain est proche de 2 % si bien que l'écart de croissance est estimé à 1,7 % au deuxième trimestre 2021. À cet effet, il faut ajouter que la productivité par tête aux États-Unis s'est fortement accrue en 2020³. Dit autrement, l'ajustement de l'emploi a été bien plus fort que celui de la production. Contrairement à la récession de 2008-2009, le cycle de productivité n'a pas amorti mais amplifié l'effet du choc d'activité sur l'emploi.

Ce constat suggère que les marges d'amélioration de la situation sur le marché du travail ne sont pas épuisées. Elles sont même plus fortes encore si l'on tient compte des retraits d'activité observés pendant la crise. En effet, étant donné le contexte sanitaire, de nombreux individus ont déclaré qu'ils n'étaient pas en recherche active d'emploi soit pour des raisons familiales – garde d'enfant lorsque les écoles étaient fermées par exemple – soit parce qu'ils étaient

1. Il faut souligner que la distinction repose sur une déclaration des ménages qui se voient demandés si l'employeur a indiqué une date de réembauche ou suggéré une reprise éventuelle dans un délai de six mois. Il s'agit donc d'une anticipation *ex ante*. Il reste donc possible que ce ménage soit finalement définitivement licencié, qu'il retrouve un autre emploi ou qu'il sorte de la population active.

2. Voir « Unemployed with jobs and without jobs », *NBER Working Paper*, n° 27886.

3. Au deuxième trimestre 2021, elle se situe 6 % au-dessus du niveau du quatrième trimestre 2019.

découragés⁴. Au deuxième trimestre 2020, 6,3 millions de personnes étaient sorties de la population active et mi-2021, cela concernait encore 3,4 millions de personnes. Le chômage a donc baissé rapidement depuis l'été 2020 mais il reste des marges de manœuvre importantes pour épuiser le sous-emploi et réintégrer les individus sur le marché du travail.

Tableau 4. Situation sur le marché du travail aux États-Unis

En écart au T4-2019, en millions

| | T2-2020 | T4-2020 | T2-2021 |
|---|---------|---------|---------|
| Emploi | -21 | -8,8 | -7,1 |
| Population active | -6,3 | -3,8 | -3,4 |
| Chômeurs | 14,7 | 4,9 | 3,6 |
| Taux de chômage, en % de la population active | 13 % | 6,7 % | 5,9 % |

BLS.

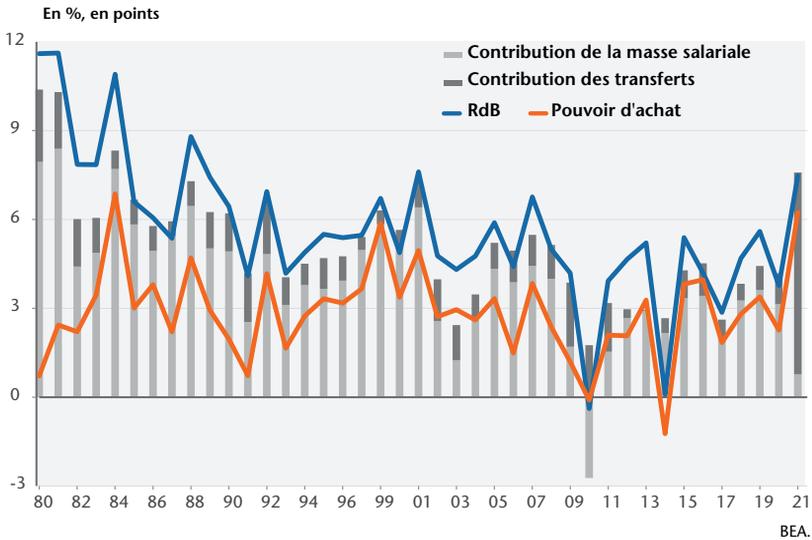
Les ménages profitent de la crise

En 2020, malgré la récession, le revenu disponible brut (RdB) des ménages a progressé de 7,5 %. À titre de comparaison, le RdB nominal des ménages avait baissé de 0,4 % en 2009. En termes de pouvoir d'achat, la progression s'établit à 6,2 % en 2020. Une telle amélioration n'avait pas été observée depuis 1984 (graphique 12). Cette évolution s'explique par les mesures d'urgence prises en 2020 sous l'administration Trump. Les chômeurs ont effectivement bénéficié d'une allocation chômage fédérale additionnelle et plus de 54 % des ménages ont reçu un chèque. Ainsi la contribution des transferts au revenu disponible nominal a atteint 6,8 points en 2020 alors que celle des revenus salariaux passait de 3,1 points en 2019 à 0,8 point en 2020.

En 2021, le soutien au revenu des ménages reste important avec les mesures contenues dans l'American Rescue Plan proposé Joe Biden et voté par le Congrès en mars 2021. L'extension de l'allocation chômage additionnelle – pour un montant cependant moindre qu'au printemps 2020 – et l'envoi d'un nouveau chèque ont en effet dopé le revenu disponible au premier semestre 2021. Sur l'ensemble des mesures

4. Les enquêtes peuvent imparfaitement rendre compte du statut des ménages au pire de la crise. La répartition entre sans emploi mais actif ou inactif peut souffrir de biais, ce qui aurait conduit à une sous-estimation du taux de chômage au deuxième trimestre 2020 mais à une surestimation des retraits de population active.

Graphique 12. Évolution du revenu disponible brut des ménages depuis 1980 aux États-Unis



votes depuis mars 2020, près de 43 % sont en faveur des ménages qui recevraient des transferts ou réductions d'impôts pour un montant proche de 2 250 milliards de dollars. Le calendrier des mesures suggère cependant que l'essentiel des aides a été versé au deuxième trimestre 2021. Avec l'amélioration de la situation sur le marché du travail, le revenu disponible progresserait encore de plus de 7 % en 2021. Une partie de la hausse serait toutefois rognée par l'inflation si bien qu'en termes de pouvoir d'achat, le gain serait de 3,5 %, un niveau qui reste cependant plus élevé qu'en 2018 et 2019 alors que la situation économique était caractérisée par un taux de chômage bas et par les effets de la réforme fiscale de Donald Trump.

Dans ces conditions, le taux d'épargne des ménages resterait élevé en 2021 : 12,5 % de RdB après avoir atteint 16,4 % en 2020. Les statistiques du deuxième trimestre suggèrent cependant que le retour vers le niveau d'avant-crise se fait progressivement. Au deuxième trimestre 2021, le taux d'épargne s'établissait à 10,5 %, soit 10 points de moins que le trimestre précédent⁵. Ainsi, depuis mi-2020, les ménages continuent à accumuler une épargne à la fois parce que leurs revenus ont été dopés par les mesures budgétaires mais aussi parce que

5. Le pic aura été atteint au deuxième trimestre 2020 avec un taux d'épargne de 26,1 % du RdB.

la consommation a été freinée par les mesures prophylactiques. Au deuxième trimestre, le cumul de cette épargne excédentaire, calculé comme la différence entre l'épargne de chaque trimestre et le montant moyen observé sur l'année 2019 atteint 2 500 milliards de dollars, soit plus de 15 % du revenu disponible de 2019. Toutefois, cette estimation ne tient pas compte des facteurs autres que les contraintes de consommation qui ont influencé l'épargne pendant cette période. Si on suppose que l'excès d'épargne représente uniquement la consommation empêchée, alors la « sur-épargne Covid » serait de 1 105 milliards de dollars au deuxième trimestre 2021 (encadré 2).

Encadré 2. Quel est le montant de la « sur-épargne Covid » ?

En moyenne, sur l'année 2019, les ménages américains épargnaient 310 milliards de dollars par trimestre. Depuis le début de l'année 2020, ce montant a fortement augmenté. Si on cumule l'écart à chaque trimestre entre l'épargne observée et ce montant moyen de 2019, on obtient un chiffre pour la sur-épargne de 2 500 milliards de dollars à la mi-2021. Une grande partie de cette épargne s'explique par la crise mais elle reflète nécessairement plusieurs facteurs :

- 1) Une partie est liée à la situation sanitaire et aux contraintes qui ont empêché les ménages de consommer. Cet ajustement peut à la fois résulter de la fermeture de commerces, de l'introduction de jauges ou même d'une autolimitation. Comme le montrent Goolsbee et Syverson (2021), les ménages ont d'eux-mêmes limité leurs déplacements et donc leurs dépenses en fonction de la dynamique de l'épidémie⁶ ;
- 2) La situation inédite sur le plan sanitaire et économique s'est traduite par une incertitude accrue, ce qui a pu pousser les ménages à épargner pour motif de précaution. Ce motif est traditionnellement capté par un effet négatif du taux de chômage sur la consommation ;
- 3) La politique budgétaire a fortement soutenu le revenu des ménages si bien que leur revenu disponible a progressé. Or une hausse du revenu n'entraîne pas une augmentation équivalente de consommation. Pour un dollar supplémentaire de revenu, les ménages décident en général d'en épargner une fraction qui correspond au complément de la propension marginale à épargner. Une partie de l'épargne s'explique donc par le choc budgétaire et ses conséquences sur le revenu des ménages. Selon la théorie du revenu permanent, l'épargne augmenterait d'autant plus que les ménages considèrent que la hausse de leur revenu est temporaire⁷.

6. Voir « Fear, lockdown, and diversion: Comparing drivers of pandemic economic decline 2020 », *Journal of Public Economics*, vol. 193, 104311, janvier 2021.

La politique budgétaire comme l'évolution du taux de chômage sont évidemment endogènes à la crise. Pour autant la distinction entre ces motifs est essentielle pour anticiper le montant qui pourrait être dépensé par les ménages en 2022. En particulier, il n'y a pas de raison de supposer que l'épargne liée au motif de précaution ou au choc de revenu diminue fortement sauf dans le cas où le choc inverse se produit. En revanche, toute l'épargne résultant d'une consommation qui a été empêchée devrait être désépargnée progressivement. Pour capter cette composante, nous avons simulé la trajectoire de consommation qui aurait eu lieu si les ménages avaient suivi leur comportement habituel et en tenant compte du taux de chômage et du revenu observé pendant la crise. L'écart entre la consommation simulée et la consommation réalisée reflète l'ensemble des autres chocs qui ne sont pas considérés dans l'équation et donne donc une estimation de la consommation « empêchée » sous l'hypothèse qu'il s'agit du seul autre choc au cours de la période.

La trajectoire fictive la consommation est déterminée à partir de l'équation suivante⁸ :

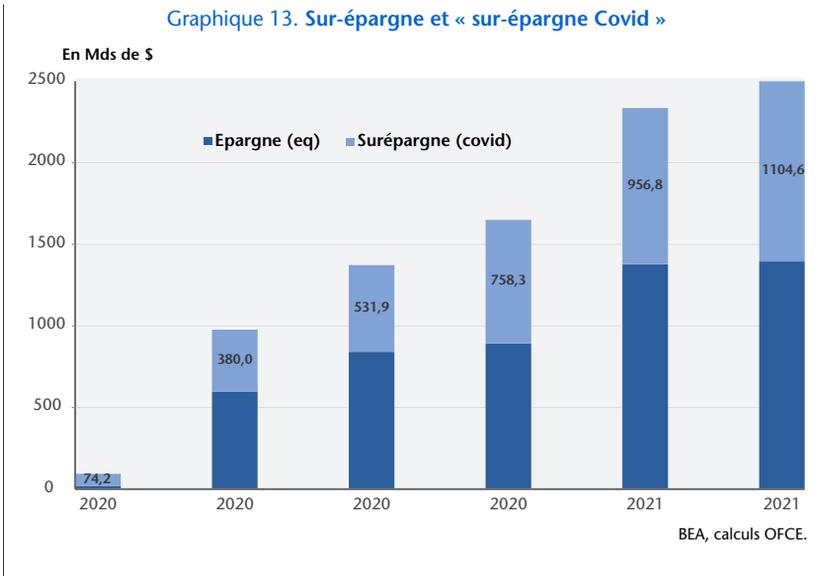
$$\begin{aligned} \Delta \ln(\text{Conso}_t) = & -0,29 - 0,08. \ln\left(\frac{\text{ConsoNominale}_{t-1}}{\text{RdB}_{t-1}}\right) \\ & - 0,05. \text{Txch\^omage}_{t-1} + 1,69. \text{TxIntr\^eel}_{t-1} \\ & - 0,05. \text{Txd\^ependance}_{t-1} \\ & + 0,69. \left(\frac{\text{Richesse financiere}_{t-1}}{\text{RdB}_{t-1}}\right) \\ & + 1,10. \Delta\left(\frac{\text{Richesse financiere}_t}{\text{RdB}_t}\right) - 0,54. \Delta. \text{Txch\^omage}_t \\ & + 0,12. \Delta \ln(\text{RdBr\^eel}_t) + 0,06. \Delta \text{TxIntr\^eel}_t \\ & + \gamma. \text{Dummy}_t \end{aligned}$$

Où Dummy_t désigne un vecteur de variables indicatrices.

De fait, l'équation surestime fortement la consommation. Au deuxième trimestre 2020, étant donné le taux de chômage et le revenu disponible, la consommation aurait été 11,3 % plus élevée que ce qui a été observé, soit un écart de 320 milliards sur un trimestre. La surestimation s'atténue progressivement et serait de 4,7 % au deuxième trimestre 2021. Partant de là, il est possible de recalculer le montant de l'épargne et donc d'évaluer la « sur-épargne Covid » qui serait de 1 100 milliards de dollars au deuxième trimestre 2021 (graphique 13).

7. On peut aussi introduire une hypothèse selon laquelle les transferts budgétaires ont peu d'effet sur la consommation des ménages s'ils anticipent qu'ils seront compensés plus tard par une augmentation des impôts. Ainsi, dans le cas où les ménages adoptent un comportement qualifié de ricardien, tout le supplément de revenu lié à une décision de politique budgétaire est épargné. Cette hypothèse n'est cependant pas retenue ici car faiblement validée empiriquement.

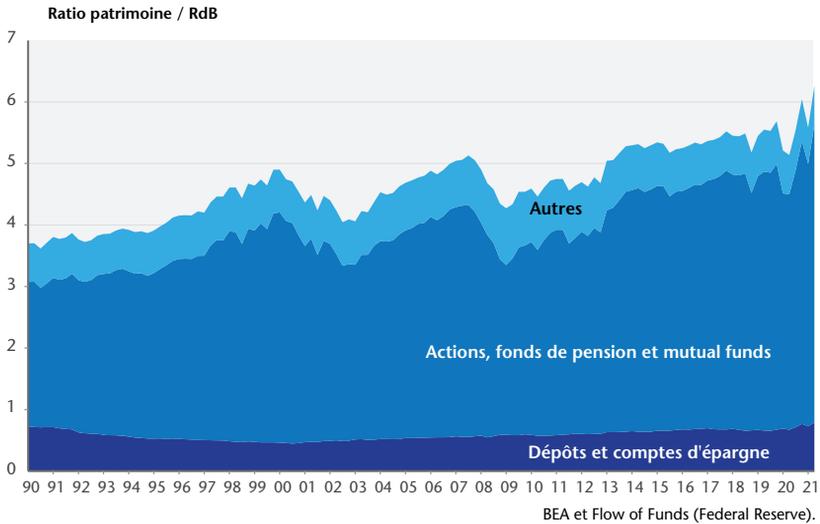
8. Elle s'appuie sur les analyses développées dans Antonin, Plane et Sampognaro (2017). Voir « Les comportements de consommation des ménages ont-ils été affectés par la crise de 2008? ». *Revue de l'OFCE*, (2), 177-225. La période d'estimation est 1990 : T1 – 2019 : T4.



Cette épargne se retrouve dans le patrimoine financier. Le montant des actifs financiers détenus par les ménages dans leurs comptes de dépôts a augmenté de 2 477 milliards de dollars depuis le quatrième trimestre 2019. Les actifs détenus dans les comptes d'épargne ont également augmenté pour 790 milliards de dollars. Mais le gain de richesse est encore plus marqué si l'on tient compte de la valeur du patrimoine détenu sous forme d'actions qui a progressé de 11 193 milliards de dollars. Cette évolution résulte de l'envolée des cours boursiers au cours de la période. Ainsi, le patrimoine financier des ménages représente désormais le niveau record de 6,3 fois le montant de leur revenu disponible (graphique 14).

L'ensemble de ces évolutions n'est certainement pas neutre du point de vue des inégalités aux États-Unis. Les inégalités de patrimoine se sont probablement accrues si la part de la richesse détenue sous forme d'actions (en détention directe et indirecte) est plus élevée pour les ménages les plus aisés. Sur le plan des revenus non financiers, les effets de la crise devraient être plus ambigus. Une partie des mesures d'urgence a effectivement bénéficié aux ménages les moins aisés. En effet, le versement d'une allocation fédérale additionnelle forfaitaire a pu se traduire par une augmentation des revenus entre mars et

Graphique 14. Évolution du patrimoine financier des ménages américains



août 2020 pour les ménages qui percevaient des faibles salaires⁹. Cependant, l'allocation a diminué ensuite et les droits à l'allocation chômage standard ont pu être épuisés pour ceux dont la durée de chômage a été plus longue. Quant aux chèques, ils ont surtout été distribués aux ménages percevant moins de 75 000 dollars de revenu annuels, ce qui correspond à peu près à 53 % des ménages selon les données du Census Bureau pour 2019. Les premières données pour 2020 indiquent que les revenus après transferts et impôts des individus situés dans le premier quintile ont progressé plus que ceux des autres quintiles¹⁰. Ces revenus augmentent aussi pour les ménages des deuxième et troisième quintiles mais diminuent pour le dernier quintile. Enfin, le coefficient de Gini, mesurant les inégalités, suggère une réduction en 2020 (l'indicateur baisse de 3,1 points en 2020).

Croissance sous tensions

La reprise épidémique de l'été a pu contribuer à freiner les dépenses des ménages qui ont reculé en juillet. Si un rebond de la consommation est observé au mois d'août, il reste timide. Pour autant, les

9. Voir Ganong, P., Noel P., & Vavra J., 2020, « US unemployment insurance replacement rates during the pandemic », *Journal of public economics*, vol. 191, 104273.

10. Voir le tableau C3 de la publication du *Census Bureau : Income and Poverty in the United States: 2020*.

restrictions sont bien moins importantes qu'en 2020 et le mouvement de reprise ne serait donc pas remis en cause. Le pic de cette nouvelle vague semble avoir été atteint mi-septembre si bien que le rebond se poursuivrait jusqu'en fin d'année.

La consommation serait toujours le principal moteur de la croissance. Elle marquerait légèrement le pas au troisième trimestre avec une progression de 1,3 % contre 2,8 % au cours des deux trimestres précédents. La fin de l'année serait cependant bien plus favorable avec un fort dynamisme de la consommation de services, notamment ceux touchés par les restrictions passées. La croissance du PIB atteindrait alors 1,4 % puis 2,3 % aux troisième et quatrième trimestres 2021. L'investissement serait tiré par un environnement domestique et international porteur. Enfin, étant donné ce rythme de croissance de la demande américaine, les importations seraient aussi en progression si bien que la contribution du commerce extérieur serait négative. En fin d'année, le taux d'épargne atteindrait 7,6 %, soit le niveau observé en moyenne en 2019.

Même si les contraintes sanitaires seront beaucoup moins fortes, les ménages américains seront loin de consommer l'intégralité des aides reçues surtout que l'amélioration de la situation sur le marché du travail permettrait également de soutenir la croissance des revenus primaires. Il en résulterait une nouvelle épargne dont l'utilisation ou non influencera crucialement la croissance en 2022.

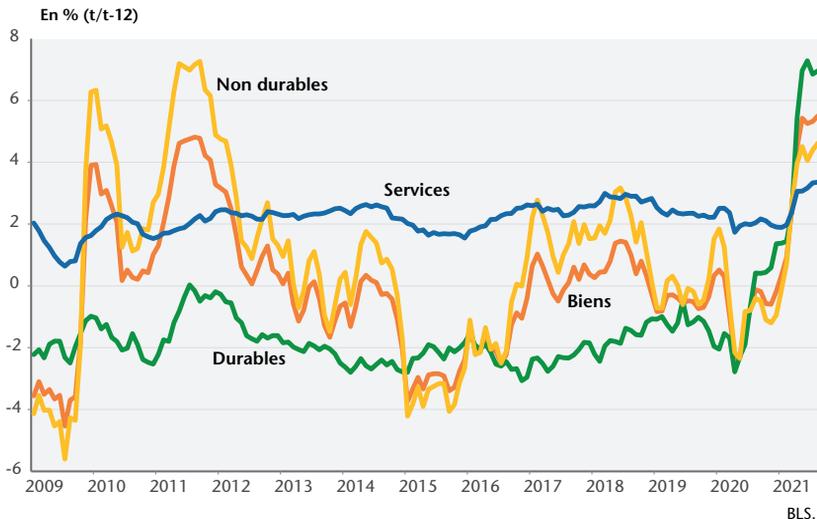
Le retour des tensions inflationnistes

Alors que l'économie mondiale était à l'arrêt en 2020, les prix ont ralenti en 2020. En avril 2020, le déflateur de la consommation ne progressait que de 0,4 % en glissement annuel. Il fut en partie tiré vers le bas par la baisse des prix de l'énergie mais même une fois corrigé des effets des prix de l'énergie et des produits alimentaires, le ralentissement était significatif à 0,9 % contre 1,7 % en moyenne sur le deuxième semestre 2019.

Avec la reprise mondiale, les prix de l'énergie sont repartis à la hausse, ce qui s'est rapidement répercuté sur les prix. La reprise s'accompagne de tensions particulièrement fortes aux États-Unis. En août 2021, le déflateur augmentait 4,3 %. L'accélération est très nette aussi pour le déflateur hors composante énergie et alimentaire qui augmente de 3,6 %¹¹. La hausse actuelle résulte d'un mouvement de correction après le creux conjoncturel de 2020. La reprise mondiale a

fortement stimulé la demande de pétrole et de matières premières, ce qui pousse mécaniquement les prix à la hausse. Mais, comme le montre l'inflation sous-jacente, la dynamique ne peut s'expliquer uniquement par l'évolution du prix de l'énergie. En effet, la déformation de la consommation au profit des biens a provoqué des tensions sur la production de certains produits. Le graphique 15 montre bien une hausse plus forte pour l'ensemble des biens durables. En particulier, la hausse des prix sur un an dans le secteur automobile américain était de 13,5 % en juin et même de plus de 45 % pour les véhicules d'occasion. Quant au prix des biens d'équipement, ils ont augmenté de 5,3 %. La dynamique est donc fortement liée à la composition de la demande qui a créé des goulets d'étranglement, ce qui s'est répercuté sur les prix. L'évolution des prix dans les services est relativement plus sage et résulte surtout de ceux dont le contenu en produits énergétiques est plus élevé comme les services de transport ou les services liés au logement incluant la consommation d'énergie. Une accélération des prix significative est également observée dans l'hôtellerie-restauration ce qui pourrait s'expliquer par le maintien de contraintes sanitaires.

Graphique 15. Évolution des principales composantes du déflateur de la consommation aux États-Unis



11. L'indice des prix à la consommation, calculé sur un échantillon représentatif du panier de consommation, indique une inflation de 5,4 % en septembre et une légère progression par rapport au mois précédent où il augmentait de 5,2 %. Cet indicateur suggère cependant une stabilité de l'inflation sous-jacente mesurée en hausse de 4 % contre un pic de 4,5 % en juin.

Sous l'hypothèse d'un rééquilibrage progressif de la demande et d'une baisse du prix du pétrole qui reviendrait à 65 dollars le baril à partir du deuxième trimestre 2022, l'inflation atteindrait un pic à l'automne 2021. Nous anticipons une hausse du déflateur de 4,2 % jusqu'en fin d'année puis un ralentissement progressif. En 2022, l'inflation serait de 3 % avec une convergence vers 2,5 % en fin d'année sous l'hypothèse que les ménages thésauriseront toute l'épargne accumulée pendant la crise.

2022 : prudence ou dépenses ?

L'évolution de la croissance en 2022 aux États-Unis comme dans les pays industrialisés sera fortement conditionnée par le comportement d'épargne des ménages. Soit ils maintiennent leur taux d'épargne à un niveau proche de celui de 2019 soit ils en désépargnent une fraction et étalent dans le temps la consommation du surcroît de revenus perçus en 2020-2021. Dans le scénario sans désépargne, le taux d'épargne américain s'établirait à 7,6 % sur l'année. Le rattrapage de la consommation de services, fortement impactés par la crise, se poursuivait si bien qu'au niveau agrégé, elle augmenterait de 5,5 % sur l'année contre 8,8 % en 2021. Malgré la fin des mesures d'urgence, le revenu des ménages serait toujours bien orienté, soutenu cette fois par la masse salariale. L'impulsion budgétaire serait effectivement fortement négative (-8,5 points de PIB)¹². Mais en cumul sur 2020-2022, la politique budgétaire aura soutenu le pouvoir d'achat des ménages. Par ailleurs, certaines mesures proposées par l'administration Biden dans le cadre de l'American Families Plan prévoient de pérenniser des réductions d'impôts pour les familles.

Les perspectives de demande favorables stimuleront également l'investissement des entreprises qui augmenterait de 0,8 % par trimestre. Ces dépenses alimenteraient les importations si bien que la contribution du commerce extérieur à la croissance serait de -0,3 point par trimestre. Le taux de pénétration augmenterait de 1,3 point entre fin 2019 et fin 2022. 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) sous l'hypothèse d'un taux de croissance du potentiel de 2,1 % selon le CBO. En fin d'année 2022, le taux de chômage reviendrait vers un niveau comparable à celui observé en

12. Ce scénario suppose que le budget 2022 soit voté par le Congrès et en particulier qu'il s'accompagne d'un relèvement du plafond de dette.

début d'année 2020 (3,5 %). Dans un tel scénario, les pressions inflationnistes resteront contenues parce que l'amélioration de la situation sur le marché du travail ne s'accompagnerait pas de tensions. Le taux d'emploi serait effectivement de 60,8 %, soit un niveau très proche celui de fin 2019. Cette situation refléterait une productivité qui ne serait pas encore revenue vers sa trajectoire tendancielle.

Un tel scénario implique une relative inefficacité de la politique budgétaire et des importantes mesures de soutien en faveur des ménages. Il serait par ailleurs relativement incohérent avec les estimations généralement retenues pour la propension marginale à consommer. Il suggère aussi que les ménages modifieraient leur cible de patrimoine. C'est pourquoi un scénario de désépargne peut être envisagé. Sous l'hypothèse que 20 % de la « sur-épargne Covid » serait désépargnée, cela entraînerait un choc de dépenses supplémentaires de 290 milliards de dollars en 2022, soit 1,8 % du revenu disponible brut de 2019. Dans un tel scénario, et sous l'hypothèse que les ménages de l'ensemble des pays avancés adoptent le même comportement, la croissance américaine atteindrait 6,2 % et le taux de chômage 2,4 % en moyenne sur l'année. Une telle dynamique ferait alors apparaître des tensions inflationnistes bien plus fortes et surtout bien plus persistantes. En moyenne annuelle, l'inflation atteindrait en effet 3,8 % et même 4 % si le pétrole se maintient à 80 dollars le baril, ce qui serait bien plus probable dans ce scénario où la demande mondiale est aussi plus forte.

Quelle serait alors la réaction de la Réserve fédérale ?

Alors que la Réserve fédérale s'est montrée peu inquiète de l'évolution récente de l'inflation, le scénario de désépargne pourrait se traduire par un changement de ton. Le scénario retenu par les membres du Federal Open Market Committee (FOMC) repose aussi implicitement sur l'hypothèse d'absence de désépargne. Lors de la réunion de septembre 2021, les prévisions médianes pour la croissance et le taux de chômage en 2022 étaient de 3,8 %. Quant à l'inflation, elle reviendrait également vers la cible puisque comprise entre 1,7 % et 3 %¹³.

Dans notre scénario avec désépargne, le taux de chômage atteindrait un plus bas historique et l'inflation serait proche de 4 %. La

13. La prévision médiane se situe quant à elle à 2,2 %

politique monétaire pourrait difficilement rester aussi accommodante. La révision de stratégie de politique monétaire opérée en août 2020 laisse cependant plus de marges à la banque centrale américaine en même temps qu'elle se traduit par une incertitude sur l'orientation future de la politique monétaire. L'objectif d'inflation est maintenant considéré en moyenne. Or, sachant qu'il y a eu un sous-ajustement, la Réserve fédérale devrait tolérer une inflation supérieure à 2 % afin d'atteindre la cible en moyenne. L'horizon auquel cette moyenne est considérée n'a pas été communiqué par Jerome Powell ni le niveau maximum d'inflation qui sera toléré. Une telle ambiguïté laisse donc planer des doutes sur la vitesse de normalisation ou de durcissement de la politique monétaire dans l'éventualité d'une inflation plus élevée et de tensions plus durables.

La crise de la Covid-19 et le choix d'une politique budgétaire très expansionniste pourraient donc bien pousser l'économie américaine vers un pic cyclique s'accompagnant cette fois-ci d'une surchauffe. Il en résulterait un retour de l'inflation, ce qui pourrait cependant être perçu comme une relative bonne nouvelle pour la Réserve fédérale qui avait jusqu'ici rencontré des difficultés à sortir d'une longue période de désinflation.



Allemagne : retour à la normale

Alors que l'Allemagne avait été davantage préservée de la première vague du Covid-19 que son voisin outre-Rhin¹⁴, elle a subi de plein fouet l'arrivée de la deuxième vague et enregistré un recul du PIB de 2 % au premier trimestre 2021 en raison d'un confinement strict (d'après l'indicateur d'Oxford). Ce n'est qu'à partir de mai 2021 que le relâchement des mesures sanitaires a permis au pays de renouer avec la croissance au deuxième trimestre (+1,6 %). Cependant, le PIB n'a toujours pas atteint son niveau d'avant la crise et reste 3,3 % en-deçà du niveau du quatrième trimestre 2019. Au deuxième trimestre 2021, l'économie allemande reste encore convalescente : en particulier, la consommation privée est toujours inférieure de 8,1 % à son niveau

14. Au cours de la première vague de Covid-19, intervenue au premier trimestre 2020, le PIB allemand n'a baissé « que » de 10 % contre 13,5 % en France.

pré-Covid. Les exportations, autre moteur de la croissance allemande, n'ont également pas retrouvé leur niveau d'avant-crise (-3,3 %), de même que les importations (-2,2 %). Au total, l'économie allemande ne devrait retrouver son niveau d'avant la crise qu'au quatrième trimestre 2021. Seul l'investissement et la consommation publique semblent avoir résisté aux confinements successifs.

Le rattrapage se poursuivrait au deuxième semestre 2021, essentiellement porté par celui de la consommation privée des ménages. Ce scénario repose sur l'hypothèse d'une forte baisse du taux d'épargne qui reviendrait à son niveau pré-crise (10,8 %) début 2022. Le commerce extérieur devrait également contribuer positivement à la croissance du PIB, avec une baisse du taux de pénétration liée à la forte reprise de l'activité dans les secteurs des services, alors que l'essentiel du rétablissement de l'activité dans l'industrie a déjà eu lieu. Au deuxième semestre, malgré la reprise de l'activité, la situation sur le front du chômage devrait stagner, les dispositifs de chômage partiel étant encore en cours d'apurement. Avec un déficit budgétaire atteignant 4,6 % du PIB, le regain d'inflation lié aux prix du pétrole (2,5 %) et l'effet TVA, la dette publique stagnerait autour de 70 % du PIB fin 2021.

Notre scénario central pour 2022 prévoit une forte dynamique de croissance, essentiellement tirée par la demande intérieure et le commerce extérieur. Le PIB progresserait de 5,1 %, tiré par ces deux leviers. Nous supposons une levée des contraintes d'approvisionnement fin 2021-début 2022, qui permettra une reprise de l'activité manufacturière ; cela devrait se traduire par une remontée du taux de pénétration en 2022. Du côté de la consommation privée, nous faisons l'hypothèse d'une stabilisation du taux d'épargne à son niveau d'avant-crise au premier trimestre 2022 : couplée à une progression du revenu disponible, la consommation privée devrait retrouver son niveau pré-crise mi 2022. La productivité du travail retrouverait également son rythme de croissance tendanciel (0,9 % par an). On devrait également assister à une embellie sur le marché du travail avec une baisse du taux de chômage. Sous l'effet de la croissance et d'une impulsion budgétaire négative, l'Allemagne devrait fortement réduire son déficit public (-1,6 %) et la dette publique baisserait pour atteindre 66,8 % du PIB. Ainsi, à l'exception d'une dette publique plus élevée qu'avant-crise (de 7 points de PIB), l'année 2022 devrait rimer avec un retour à la normale pour l'économie allemande.

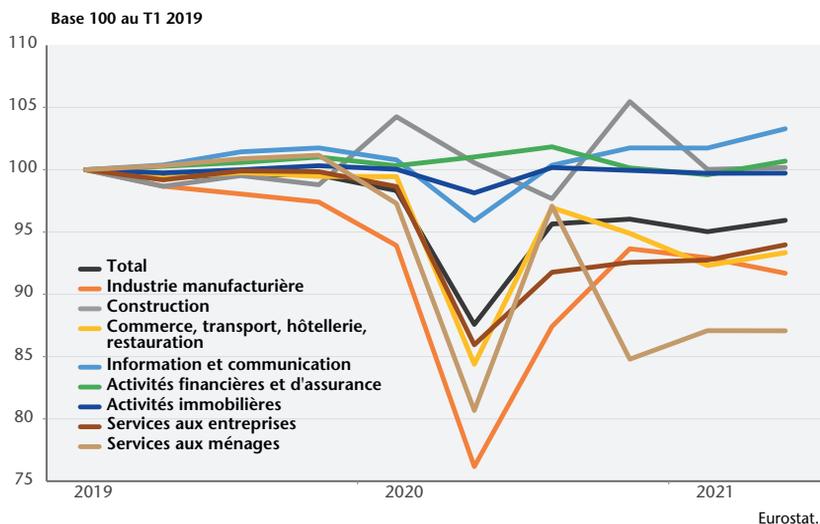
Premier trimestre 2021 : sortie de confinement

Après un recul du PIB de 2 % au premier trimestre 2021 en raison d'un nouveau confinement, le relâchement des mesures sanitaires après la diminution de l'incidence des cas de Covid-19 à partir de mai a permis à l'Allemagne de renouer avec la croissance au deuxième trimestre (+1,6 %). Cependant, le PIB n'a toujours pas atteint son niveau d'avant la crise et reste 3,3 % en-deçà du niveau du quatrième trimestre 2019.

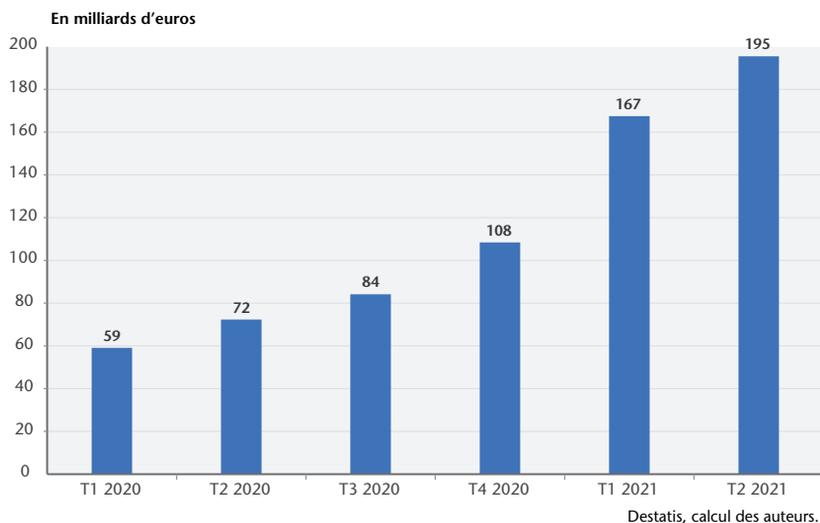
On observe un découplage de la croissance au deuxième trimestre 2021 (graphique 16), avec une situation contrastée entre industrie et services. La production se redresse globalement dans les services marchands, hors services à très forte interaction sociale (hôtellerie-restauration, services aux ménages) pour lesquels on observe une stagnation. L'industrie manufacturière, en revanche, n'a pas pu exploiter les carnets de commandes bien remplis, en raison des goulets d'étranglement dans l'approvisionnement de certains biens intermédiaires. Les fabricants de biens d'équipement ont ainsi connu une baisse de leurs ventes intérieures : en août 2021, l'indice de production industrielle dans l'automobile et les matériels de transport est de 35 % inférieur à son niveau pré-Covid. Le taux d'utilisation des capacités est élevé ; il est donc possible que certains investissements aient été reportés. Après une baisse au premier trimestre de 5,2 %, la valeur ajoutée dans le secteur de la construction a stagné au deuxième trimestre : les pénuries de matériaux ont contribué à ce qu'une partie de l'augmentation des ventes soit annulée par la forte hausse des prix de la construction.

C'est la consommation privée qui reste le plus en-deçà de son niveau pré-crise (-8,1 % au deuxième trimestre 2021), notamment en raison d'un confinement strict au premier trimestre et malgré l'allègement au cours du deuxième trimestre. Comme le revenu disponible des ménages a été largement préservé grâce aux dispositifs de chômage partiel, aux aides aux auto-entrepreneurs et aux aides sociales, cela s'est traduit par une accumulation record d'épargne : par rapport à la moyenne de l'année 2019, le montant accumulé de sur-épargne au deuxième trimestre 2021 atteint ainsi 195 milliards d'euros au deuxième trimestre 2021 (graphique 17). L'investissement privé et les exportations ont progressé au deuxième trimestre mais ils sont freinés par les goulets d'étranglement dans l'approvisionnement des biens intermédiaires et par l'incertitude qui accompagne la reprise.

Graphique 16. Évolution de la valeur ajoutée en Allemagne, T1 2019-T2 2021



Graphique 17. Montant de la sur-épargne accumulée par rapport à la moyenne 2019 en Allemagne, T1 2020- T2 2021



La reprise qui s'est amorcée au deuxième trimestre s'est traduite sur le marché du travail par une augmentation des heures travaillées, avec une diminution du chômage partiel. L'institut Ifo estime que le nombre de travailleurs bénéficiant du chômage partiel atteint 1,06 million en juillet 2021, contre 3,4 en février. En revanche, l'emploi n'a que modestement progressé au deuxième trimestre (+0,2 %).

Les exportations de biens ont stagné au deuxième trimestre, sous l'effet de deux mouvements contraires : l'augmentation des exportations de biens vers les pays de la zone euro a été compensée par une diminution de même ampleur des exportations vers les pays hors zone euro. Dans la ventilation par secteur, la forte croissance des exportations de produits pharmaceutiques (vaccins contre la Covid-19 destinés à l'exportation notamment) est particulièrement frappante.

Depuis le début de l'année 2021, l'indice des prix à la consommation a augmenté de façon marquée : en glissement annuel, il atteint 3,5 % en août 2021. Cette progression est liée à plusieurs facteurs : internes, avec l'annulation de la baisse temporaire de la TVA en janvier 2021 et la hausse des prix du carbone nouvellement introduits dans le cadre du paquet climat ; et externes avec la hausse des prix du pétrole brut et des produits alimentaires. Par ailleurs, l'augmentation du salaire minimum à 12 euros de l'heure – soit une augmentation de 15 % par rapport au niveau prévu en juillet 2022 – défendue par le Parti social-démocrate SPD et les Verts (voir Antonin, 2021¹⁵) pourrait, si elle est retenue dans un accord de coalition, engendrer une inflation supplémentaire.

Deuxième semestre 2021 : rattrapage de la consommation et rééquilibrage entre industrie et services

L'économie allemande ne devrait retrouver son niveau d'avant la crise qu'au quatrième trimestre 2021. Le rattrapage se poursuivrait au deuxième semestre 2021, essentiellement porté par la consommation privée des ménages. Le commerce extérieur devrait également contribuer positivement à la croissance du PIB, avec une baisse du taux de pénétration¹⁶ liée à la forte reprise de l'activité dans les secteurs des services (hôtellerie-restauration, transports, services aux ménages) par rapport au rétablissement plus lent dans l'industrie. Étant donnés les goulets d'étranglement dans l'industrie liés aux pénuries de composants intermédiaires, nous inscrivons un déstockage au troisième trimestre qui amputerait la croissance trimestrielle de 0,2 point de PIB.

Notre scénario, où la croissance est essentiellement tirée par la demande des ménages, repose par ailleurs sur l'hypothèse de rattrapage

15. Antonin C., « Une élection allemande placée sous le signe de la transition écologique », *Blog de l'OFCE*, 23 sept. 2021, <https://www.ofce.sciences-po.fr/blog/une-election-allemande-placee-sous-le-signe-de-la-transition-ecologique/>

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

page de la consommation qui induirait une baisse du taux d'épargne au deuxième semestre 2021. Ce dernier retrouverait son niveau pré-crise (10,8 %) au premier trimestre 2022. Il repose également sur la poursuite d'une politique budgétaire expansionniste en 2021 : après une impulsion budgétaire de 2,7 points de PIB en 2020, l'impulsion atteindrait 1,1 point de PIB en 2021 (dont 0,7 point lié au plan de relance). Un tiers de l'impulsion totale porterait sur la baisse des prélèvements obligatoires, avec, comme principales mesures, la suppression de la surtaxe sur les énergies renouvelables (*EEG Umlage*), la suppression de la surtaxe de solidarité (impôt sur les salaires), et la deuxième loi sur l'aide aux familles¹⁷. La hausse des dépenses publiques représenterait les deux tiers de l'impulsion : la principale mesure a déjà été mise en œuvre début 2021, avec l'aide d'urgence à destination des entreprises en difficulté (*Überbrückungshilfe* et aide pour les mois de novembre et décembre 2020). Citons également la deuxième loi sur l'aide aux familles, l'aide aux personnes handicapées et vulnérables, la prime gouvernementale pour les véhicules 100 % électriques ou hybrides rechargeables – qui passe de 3 000 à 6 000 euros, et qui s'ajoute à la subvention de 3 000 euros accordée aux constructeurs jusqu'au 31 décembre 2021.

2022 : rétablissement de l'économie allemande

Le scénario central de croissance que nous retenons pour 2022 est lié à plusieurs hypothèses cruciales. Il s'agit d'un scénario sans désépargne, c'est-à-dire que nous faisons l'hypothèse d'une stabilisation du taux d'épargne à son niveau d'avant-crise au premier trimestre 2022. Ainsi, la consommation des ménages devrait poursuivre son rattrapage au premier trimestre, puis rester 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. Ainsi, la consommation des ménages retrouverait son niveau d'avant-crise à la mi-2022.

Par ailleurs, nous supposons une levée des contraintes d'approvisionnement fin 2021-début 2022, qui permettra une reprise de l'activité manufacturière ; cela devrait se traduire par une remontée du taux de pénétration en 2022. Au total, le PIB progresserait de 5,1 %, tiré par la demande intérieure et le commerce extérieur.

17. La deuxième loi sur l'aide aux familles est une mesure hybride qui a un impact à la fois sur les recettes et les dépenses publiques, puisqu'elle augmente le montant des allocations familiales de 15 euros par enfant et par mois et qu'elle augmente également le seuil d'abattement de base pour le paiement de l'impôt sur le revenu.

En l'absence de désépargne, l'inflation devrait reculer en 2022 sous l'effet de la baisse – modérée – des prix du pétrole et des matières premières (2,2 % en 2022 après 2,5 % en 2021 en moyenne annuelle).

Sur le marché du travail, l'essentiel de la normalisation devrait avoir eu lieu en 2021. Le tableau 5 décompose la variation d'emploi entre le quatrième trimestre 2019 et les trimestres de 2021 et 2022 en fonction de l'évolution de l'activité (1), de l'ajustement de la durée de travail – notamment du chômage partiel – (2) et de l'évolution de la productivité horaire du travail (3)¹⁸. L'évolution de l'activité explique le dynamisme de l'emploi en 2022. Quant à l'évolution de la durée du travail, l'attrition du nombre de chômeurs partiels se poursuivrait jusqu'au premier trimestre 2022. À cette date il ne resterait plus que 160 000 personnes en chômage partiel, contre 100 000 au quatrième trimestre 2019. Le nombre de chômeurs partiels reviendrait au niveau moyen de 2019. C'est ce que montre la ligne (2), avec un effet de la durée du travail stable entre le premier et le dernier trimestre 2022. Enfin, la productivité reviendrait sur sa tendance pré-crise. La population active devrait également progresser, notamment avec le retour sur le marché de l'emploi des personnes exclues des dispositifs de chômage partiel (*minijobbers*). Au total, le taux de chômage passerait de 3,8 % en 2021 à 3,3 % en 2022.

Tableau 5. Décomposition de l'évolution de l'emploi salarié, dans le secteur marchand en Allemagne en écart au quatrième trimestre 2019

En milliers d'emplois

| Secteur salarié marchand | T1 2021 | T2 2021 | T3 2021 | T4 2021 | T1 2022 | T2 2022 | T3 2022 | T4 2022 |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
| (1) Évolution de l'activité | -1 374 | -1 240 | -790 | -303 | 93 | 347 | 609 | 872 |
| (2) Effet de la durée du travail | 702 | 230 | -220 | -354 | -429 | -458 | -457 | -456 |
| (3) Effet de productivité | -112 | 447 | 575 | 514 | 422 | 330 | 238 | 147 |
| Total | -784 | -563 | -435 | -143 | 86 | 218 | 390 | 563 |

Eurostat, Destatis, calculs des auteurs.

18. Pour davantage de détails sur la méthode de décomposition utilisée, on pourra se reporter aux prévisions de l'OFCE d'avril 2021, partie 4, « Marché du travail : le pire a (pour l'instant) été évité », *Revue de l'OFCE*, n° 172, pages 114-115, <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/revue/06-172OFCE.pdf>.

La sortie de la crise de Covid-19 se reflète également dans les mesures budgétaires. 2022 devrait signer l'arrêt des dépenses liées à la pandémie. Au cours des deux années précédentes, non seulement des mesures de soutien ont été mises en œuvre pour combattre et amortir la pandémie, mais également diverses mesures ont été conçues pour le moyen et le long terme (baisse du coût de l'électricité, subvention aux transports, primes pour véhicules électriques, aide à la recherche, modernisation de l'impôt sur les sociétés...). Ainsi, le plan de relance de 130 milliards d'euros de juin 2020 a été conçu pour plusieurs années, et représentera encore 0,9 point de PIB de dépenses en 2022. En outre, les contribuables continueront d'être soulagés par diverses mesures au cours de l'année à venir, malgré la hausse des taxes sur le tabac et l'augmentation de la taxe sur le CO₂. Une impulsion est également attendue de la reconstruction après les dommages causés par les inondations de l'été 2021. Dans l'ensemble, cependant, nous attendons une impulsion budgétaire négative de 1,1 point de PIB. En conséquence, sous l'effet de la forte croissance et de l'impulsion budgétaire négative, le déficit public devrait alors se résorber sensiblement pour atteindre 1,6 % du PIB en 2022. Quant à la dette publique, elle passerait de 69,6 % du PIB en 2021 à 66,8 % en 2022. L'écart de production (*output gap*), qui s'était creusé à -5,2 % de PIB potentiel en 2020, se résorberait d'ici fin 2022.

Ce scénario ricardien, dans lequel les ménages ne consomment pas l'épargne accumulée car ils anticipent une hausse de la fiscalité, est une hypothèse conservatrice, qui permet de calculer une croissance « plancher » sans consommation supplémentaire. Un scénario alternatif consiste à simuler une baisse de la sur-épargne Covid accumulée en 2020 et 2021 de 20 % en 2022 – soit 20 % du revenu disponible brut des ménages. Ce choc de demande se traduirait par un taux de croissance en 2021 de 7,1 %, un taux de chômage à 2 % et un déficit des administrations publiques réduit autour de 0,5 %, mais au prix d'un regain d'inflation (3,1 % en 2022). Par ailleurs, le scénario de 2022 dépendra également des mesures votées par la coalition qui arrivera au pouvoir fin 2021 : en effet, un accord de coalition nécessitera de trouver des compromis entre des partis ayant des approches budgétaires et fiscales divergentes (voir Antonin, 2021, sus-cité).

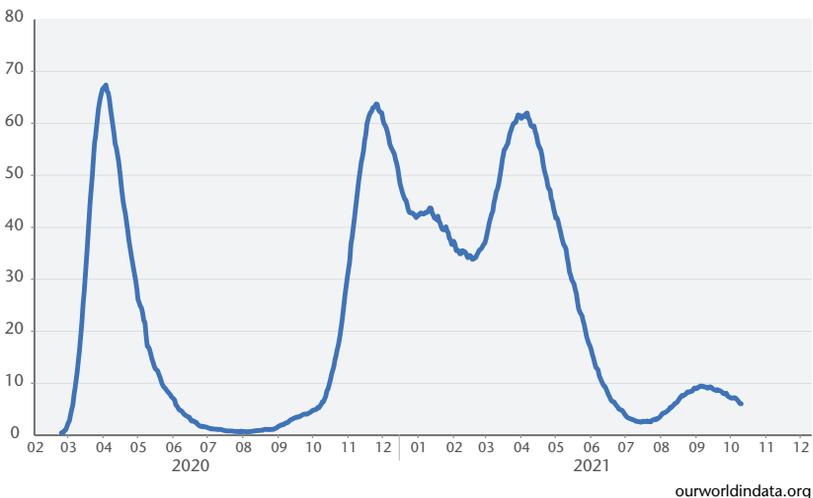


Italie : les bases de la reprise sont posées

Le bilan sanitaire de la pandémie de la Covid-19 a été particulièrement lourd en Italie. Selon les données rassemblées par le site web *Our world in data*¹⁹, l'Italie compte au 30 septembre 2021 2 168 décès par 1 000 000 d'habitants, constituant ainsi le quatrième plus fort bilan dans l'UE selon cette métrique. Pour rappel, l'Italie a été un des premiers foyers de la pandémie en dehors de la Chine. Dès le début du mois de février 2020 les premiers cas ont été détectés et dès le 10 mars l'Italie a dû mettre en œuvre des mesures sanitaires drastiques à l'échelle nationale. Dans ce contexte sanitaire dégradé, l'économie transalpine a été fortement affectée et de façon brutale. Le PIB italien a ainsi chuté de 8,9 % en 2020, bien au-delà de la baisse du PIB mondial (-3,6 %)

La fin de l'année 2020 ainsi que le premier semestre de 2021 ont aussi été mis sous le signe de l'épidémie de Covid-19 (graphique 18). Début décembre 2020, l'Italie connaît un deuxième pic d'hospitalisations en réanimation qui oblige le pays à reprendre des mesures sanitaires drastiques. Celles-ci ont pénalisé l'activité économique au quatrième trimestre 2020 (-1,8 % de croissance trimestrielle qui amène le niveau de l'activité à 6,5 points en dessous de son niveau pré-Covid)

Graphique 18. Nombre de patients en réanimation pour cause de Covid-19 par million d'habitants en Italie



19. Données exhaustives disponibles <https://ourworldindata.org/covid-deaths>

et lesté l'acquis de croissance pour 2021. Une fois passée la deuxième vague épidémique, la réponse sanitaire a été plus territorialisée mais sans ouverture franche de l'économie, ce qui s'est traduit par la stagnation du PIB au premier trimestre 2021 (+0,2 %) et ceci sans éviter l'arrivée d'une troisième vague épidémique au cours du mois de mars. Ainsi, l'Italie a été obligée de refermer l'ensemble du territoire pour les vacances de Pâques en gardant les contraintes sanitaires jusqu'à la fin du trimestre. Toutefois, la croissance transalpine du deuxième trimestre a surpris très favorablement (+2,7 %), portée par une consommation des ménages très dynamique (+5,0 %), suggérant l'adaptation des comportements des agents privés à la situation épidémique.

Les bases de la reprise pour le second semestre 2021 sont posées

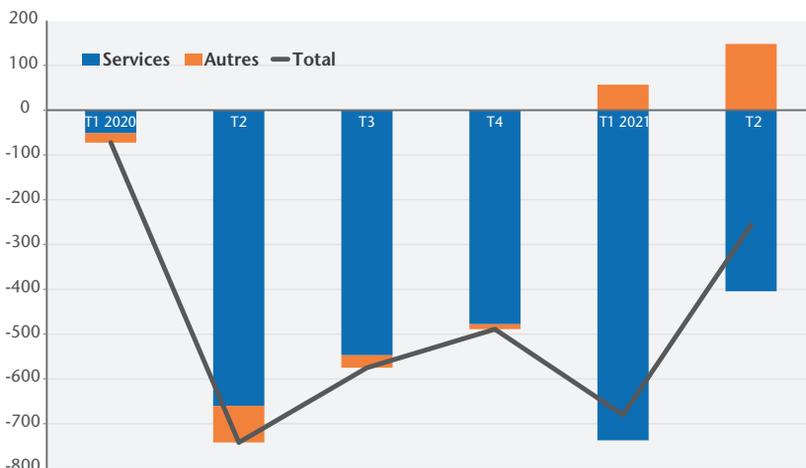
L'Italie engage le second semestre de l'année 2021 avec un PIB en croissance, des agents privés qui semblent avoir adapté leurs comportements à l'évolution épidémique et des mesures prophylactiques de mieux en mieux ciblées. Plus important encore, fin-juin, la campagne vaccinale avait déjà atteint 57 % des Italiens et 31 % avaient déjà un schéma vaccinal complet. Dans ce contexte, l'atténuation de l'incertitude permet aux agents privés de se projeter vers une situation économique plus maîtrisée pour la fin de l'année, sans la crainte permanente du retour des contraintes les plus strictes.

Si à l'issue du premier semestre 2021 le PIB transalpin s'établit 3,8 points en dessous de son niveau du quatrième trimestre 2019, la situation est nettement mieux préservée sur le front de l'emploi, qui lui n'est en recul « que » de 1,1 point par rapport à la situation pré-Covid. Mieux encore, la situation est quasiment stable sur le front de l'emploi salarié (-0,1 point depuis le quatrième trimestre 2019). Les entreprises transalpines ont pu préserver les relations contractuelles grâce au déploiement massif de l'activité partielle (*Cassa Integrazione Guadagni*). Au lieu de licencier les employés en surnombre, les entreprises ont été en mesure d'ajuster rapidement le temps de travail²⁰. Toutes choses égales par ailleurs, la forte chute de l'activité aurait dû amener à la destruction de 1,2 million d'emplois. L'ajustement massif du temps de travail a préservé 780 000 postes et la réadaptation des processus productifs amenant à une baisse de la productivité apparente du travail a permis de sauvegarder 170 000 emplois supplémentaires. À l'issue du deuxième trimestre 2021, la baisse totale

20. La baisse des heures travaillées (-3,9 %) est comparable avec celle du PIB.

de l'emploi n'aurait été que de 250 000 emplois et ces destructions sont concentrées exclusivement dans les branches des services contraintes alors que l'emploi augmente dans le reste de l'économie (graphique 19).

Graphique 19. Évolution de l'emploi depuis le quatrième trimestre 2019 en Italie



Istat.

Si depuis le début de l'épidémie l'emploi a pu être globalement bien préservé, cela ne s'est pas fait au détriment de la santé financière des sociétés non financières (SNF). Le taux de marge a augmenté sensiblement au cours de l'année 2020 (43,0 % de la VA en 2020 après 42,5 %) et restait au-dessus de son niveau pré-Covid au cours du premier semestre 2021. Cette hausse du taux de marge a permis de compenser en partie la baisse massive de leur valeur ajoutée. Ainsi, l'excédent brut d'exploitation aurait été pénalisé de 39 milliards d'euros depuis le premier trimestre 2020 (soit 4,6 points de valeur ajoutée des SNF de 2019). Ce chiffre masque toutefois l'effet de certaines mesures de soutien public, notamment les annulations de créances fiscales et sociales qui sont inscrites dans les comptes nationaux publiés par Istat en tant que « Autres transferts en capital » et qui ont augmenté de 21 milliards depuis le début de la crise. Ainsi, le taux de marge reflète mal l'effet de la crise sur la santé financière des SNF. Lorsqu'on tient compte de l'évolution de l'investissement – particulièrement contraint début 2020 – l'ensemble des évolutions affectant les SNF ont amélioré leur capacité de financement de 46 milliards d'euros (plus de 5 points de la VA des SNF de 2019).

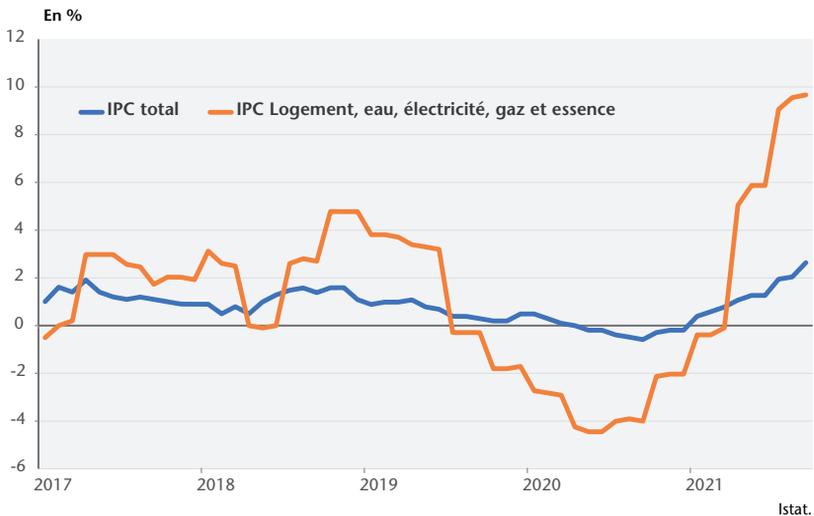
A l'issue du premier semestre 2021, l'essentiel du tissu productif serait ainsi globalement préservé et le revenu disponible des ménages quasiment inchangé depuis le début de la crise de la Covid-19. Au deuxième trimestre 2021, ce dernier s'établit à peine 0,5 point en dessous de son niveau pré-Covid. Avec l'atténuation des mesures sanitaires prévisible pour la fin de l'année la normalisation du comportement de consommation des ménages devrait se poursuivre jusqu'à la fin de l'année. Ainsi, la consommation des ménages porterait la reprise de l'activité pour le deuxième semestre 2021. Portée par la consommation en services, elle devrait garder une croissance dynamique (+2 % au T3 et +4 % au T4) en fin d'année et terminerait l'année à peine 1 point en dessous de son niveau pré-Covid. Si l'investissement se stabilise en fin d'année, ceci ne doit pas faire oublier son très fort dynamisme récent – porté par la reprise de la construction qui rattrape les chantiers à l'arrêt pendant le confinement très strict du début 2020. La normalisation anticipée de la construction, qui retrouverait ainsi des niveaux de production plus proches à ceux observés avant le déclenchement de l'épidémie, masquerait la bonne tenue anticipée de l'investissement productif hors construction. Dans ce contexte, le taux d'investissement se maintiendrait à un niveau historiquement élevé : il représenterait 19,2 points de PIB fin-2021 contre 17,9 % au quatrième trimestre 2019.

Finalement, la consommation des ménages sera le principal moteur de la croissance fin-2021. La croissance du PIB serait de 1,2 % au troisième trimestre et de 2,3 % au quatrième trimestre. Dans ce contexte, le PIB transalpin afficherait un taux de croissance de 5,9 % sur l'ensemble de l'année 2021 et retrouverait à l'issue de l'année quasiment son niveau du quatrième trimestre 2019 (-0,4 point de PIB).

La résistance de l'emploi et la mise en place de mesures de soutien massives ont limité les pertes de revenu des ménages en 2020, permettant d'envisager leur croissance en 2021 (+2,7 %). La croissance des revenus se traduira par une amélioration du pouvoir d'achat des ménages transalpins malgré la flambée récente des prix à la consommation. En effet, la hausse des prix des matières premières – notamment énergétiques – s'est traduite récemment par une forte hausse des prix à la consommation : en septembre 2021 l'IPC italien s'établit 2,6 % en dessus de son niveau de l'année précédente et en forte accélération depuis le début de l'année. Les prix à la consommation des dépenses liées au logement et à l'énergie sont en hausse de 9,7 % sur un an expliquant l'essentiel de la flambée des prix

(graphique 20). Au vu de la forte croissance récente de l'IPC – et compte tenu de la structure de la consommation des ménages – le déflateur de la consommation augmenterait rapidement au troisième trimestre (+1,8 % sur un an au T3 2021 prévu après +0,8 % au T2) et sa décline ne sera visible qu'à la fin de l'automne 2022. Malgré cette flambée des prix, le pouvoir d'achat des ménages transalpins devrait augmenter de 1,6 % en 2021.

Graphique 20. Évolution récente de l'indice des prix à la consommation en Italie



Le scénario de 2022 sera marqué par l'utilisation de « l'épargne Covid »

Si la consommation retrouve du dynamisme – et ce depuis le deuxième trimestre 2021 – le taux d'épargne des ménages restera jusqu'à la fin de l'année 2021 à un niveau historiquement élevé. Fin 2021 il devrait s'établir à 9,1 points de RDB, bien supérieur à son niveau d'avant la pandémie (8,0 %) mais en retrait par rapport au pic du deuxième trimestre 2020 (à 20,0 %) et même de son niveau du deuxième trimestre 2021 (13,2 %). Au cours des années 2020 et 2021 les ménages transalpins auront cumulé une épargne exceptionnelle de plus de 135 milliards d'euros (soit quasiment 12 % du revenu disponible brut de 2019).

Dans ce contexte, l'essentiel du scénario macroéconomique de 2022 sera déterminé par trois facteurs : (1) l'utilisation de « l'épargne Covid » exceptionnelle ; (2) la levée des restrictions à la mobilité

internationale des personnes et (3) la vitesse de l'arrêt du soutien budgétaire mis en œuvre depuis le déclenchement de la crise sanitaire.

L'année 2022 marquera la fin des mesures exceptionnelles pour soutenir les bilans privés. Selon nos calculs, les mesures de soutien effectivement mises en œuvre – et avec un effet direct sur le déficit public – s'établissent à 3,8 points de PIB de 2019 (près de 68 milliards d'euros). L'essentiel de ces fonds sera ainsi retiré des bilans privés (ménages et entreprises) mais il le sera avec une économie qui aura enfin quasiment retrouvé son niveau d'avant-crise. En outre, les agents privés disposeront d'une forte épargne cumulée pendant la période 2020-2021. Ainsi, en 2022 près de 43 milliards d'euros de soutien aux entreprises seront retirés par le gouvernement et 10 milliards supplémentaires concerneront le soutien au revenu des ménages (activité partielle incluse). De même, la fin des dépenses en santé directement imputables à l'épidémie de Covid (tests, moyens pour l'hôpital, campagne de vaccination...) masque la relative bonne tenue de la dépense directe dans d'autres domaines d'intervention publique (éducation publique notamment). Au global, la consommation des administrations publiques devrait reculer de 12 milliards d'euros.

Néanmoins, il est difficile de dire que la fin du soutien aux bilans privés marque le retour de l'ajustement structurel. Si, selon nos calculs, l'impulsion budgétaire en 2022 serait négative de 3,4 points de PIB, ceci masquerait une politique budgétaire qui soutient la demande de 0,4 point de PIB par rapport au niveau de la demande publique de 2019. Malgré la forte hausse de l'endettement public qui devrait être de 154 % de PIB fin-2021 (+19 points de PIB par rapport à 2019), l'Italie n'engagerait pas un tournant rapide vers une consolidation budgétaire. L'Italie devrait bénéficier en particulier de 203 milliards d'euros sur la période 2021-2026 en lien avec le *RFF* et le budget *React EU*. Par ailleurs, les mesures de relance, et notamment le plan d'investissement accordé par l'Union européenne devrait venir en soutien à la demande directe dans l'économie. Selon nos prévisions, l'impact du plan serait sensible sur l'investissement qui devrait afficher une forte croissance en 2022 (+3 %).

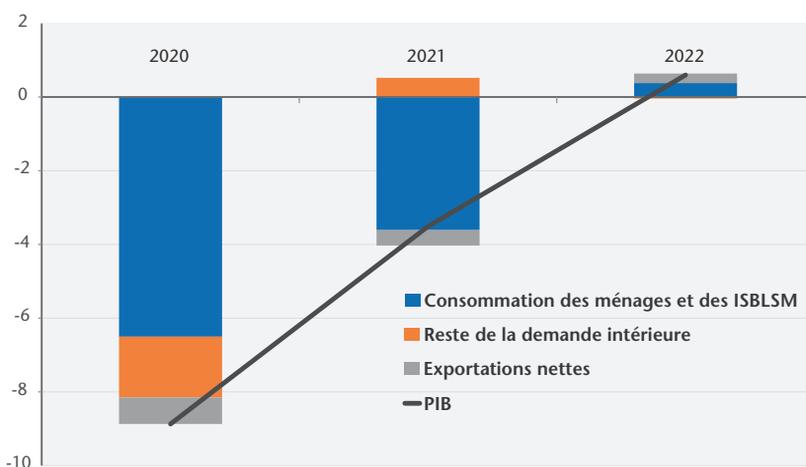
Avec une campagne de vaccination qui reste lente dans certaines régions du globe, la levée des restrictions au tourisme international ne serait pleine qu'au cours du troisième trimestre 2022. Quoi qu'il en soit, la progressive normalisation des mouvements internationaux de personnes – avec une forte accélération au cours de l'été 2022 – soutiendrait fortement l'activité touristique en Italie, pays exportateur

net de tourisme. Pour rappel, le solde touristique transalpin était excédentaire de 1,2 point de PIB en 2019. Dans ce contexte, le commerce international soutiendrait la croissance de 0,7 point de PIB en 2022.

Les deux facteurs mentionnés ci-dessus fournissent un cadre macroéconomique spontanément favorable à l'activité transalpine mais ils ne seront pas les principaux déterminants du scénario macroéconomique de 2022. La mobilisation de l'épargne exceptionnelle accumulée par les ménages en 2020-2021 marquera le rythme de la croissance en Italie.

Si les ménages transalpins se contentent de normaliser leur taux d'épargne à son niveau d'avant-crise, la consommation des ménages affichera une croissance très vive (+7 %). Cette normalisation de la consommation, combinée aux effets du plan d'investissement et le retour des touristes internationaux, suffiraient à créer un scénario vertueux avec une forte croissance du PIB (+4,3 %), qui porterait fin-2022 le PIB 1 point en dessus de son pic pré-Covid, ce qui serait globalement en ligne avec la très faible croissance potentielle historique de l'Italie (graphique 21). Ainsi, les stigmates de la crise du Covid-19 – dette publique mise à part – seraient quasiment effacés à la fin 2022 et même le taux de chômage serait plus bas qu'avant la crise sanitaire (9,2 % de la population active prévu à la fin 2022).

Graphique 21. Écart de PIB entre 2020 et 2022 et contribution de différents postes de la demande finale en Italie



D'une certaine façon, ce scénario peut être perçu comme une borne inférieure. Si un cinquième de l'épargne exceptionnelle constituée en 2020-2021 dans le monde, notamment dans les économies avancées, est utilisé par les ménages afin d'alimenter leur demande (que ce soit en termes de consommation ou d'investissement), la croissance transalpine peut même être nettement plus vigoureuse. Selon nos calculs, la croissance du PIB pourrait alors s'approcher de 7 % en 2022. Dans ce contexte, le taux de chômage transalpin atteindrait 7,2 % de la population active, chiffre qui n'a pas été observé depuis le déclenchement de la crise financière globale et qui pourrait porter l'inflation italienne au-dessus de la barre des 2 %. Ce scénario est à prendre avec prudence, notamment dans un contexte où les chaînes globales d'approvisionnement montrent leurs failles dans un contexte où la vaccination avance à des rythmes hétérogènes entre les différents continents.

En tout cas, les bases domestiques pour une forte croissance en 2022 sont posées en Italie, quelle que soit la vitesse de la désépargne. Le retour d'un risque inflationniste plus pérenne dépend à la fois de la vigueur de la demande italienne mais surtout de facteurs externes, non maîtrisés ni par le gouvernement italien ni par les autres gouvernements de la zone euro. Pourtant, ces contraintes joueront un rôle important dans la détermination des politiques budgétaires et monétaires dans l'union monétaire dans les mois à venir. À plus long terme, la croissance transalpine resterait dépendante des fragilités déjà présentes avant le déclenchement de la pandémie, comme l'atteste la stagnation de la productivité observée en Italie depuis plus de vingt ans.



Espagne : *Remontada* post crise sanitaire

En janvier dernier, une troisième vague d'épidémie de Covid-19 particulièrement importante sévissait en Espagne. Le taux d'incidence est remonté à un niveau jamais atteint lors des précédentes vagues, proche de 800. Cette vague a été suivie de deux autres dont la dernière cet été, avec un taux d'incidence à 550. La grande différence entre ces deux vagues tient à la moindre dangerosité du virus grâce à la vaccination. Initiée en janvier, la vaccination a véritablement décollé en mars. L'objectif que 70 % de la population ait reçu au moins une première

dose de vaccin pendant l'été a été atteint début août. A la mi-septembre, plus de 80 % de la population est vaccinée, soit l'un des taux les plus élevés au monde.

L'amélioration de la situation sanitaire a permis de mettre fin le 9 mai à l'état d'alerte qui avait été réinstauré par le gouvernement le 20 novembre 2020, au moment de la deuxième vague. Malgré tout, des restrictions au niveau local ont été maintenues jusqu'à récemment.

Dans ce contexte, l'économie qui avait été durement impactée jusqu'alors, se remet progressivement en marche. Après une chute du PIB de 10,8 % en 2020, soit l'une des plus fortes au monde, et un début 2021 encore en baisse, l'activité a rebondi au deuxième trimestre à un rythme modéré (1,1 % sur un trimestre). Le mouvement devrait s'accélérer à partir du deuxième semestre 2021. Mais la crise ayant été plus forte que dans les autres pays, l'Espagne mettra plus de temps à rattraper son retard. Avec une croissance prévue à 5 % en 2021 et 7 % en 2022, le PIB devrait retrouver son niveau de fin 2019 à la mi 2022. À la fin d'année 2022, il lui serait supérieur de 1,4 %.

L'économie est meurtrie mais la reprise est amorcée, tirée par la consommation des ménages

De la mi-mars 2020, date de début de la pandémie jusqu'au premier trimestre 2021, l'économie espagnole, comme le reste du monde, a évolué au gré des contraintes sanitaires destinées à limiter la propagation du virus au sein de la population. Après l'effondrement de 22 % du PIB entre le quatrième trimestre 2019 et le deuxième de 2020, le relâchement des contraintes avait permis à l'activité de rebondir sensiblement à l'été 2020. Toutefois, au troisième trimestre 2020, le PIB restait encore 9 % en deçà de son niveau de fin 2019, soit plus qu'en France, en Allemagne (près de -3,0 % sur la même période), en Italie (-5 %), et même qu'au Royaume-Uni (-8,5 %).

Depuis, la situation a peu évolué. La deuxième vague de la pandémie à l'automne 2020 et surtout la troisième à l'hiver dernier ont mis un terme au rattrapage qui s'amorçait. Au premier trimestre 2021, l'économie a accusé une nouvelle baisse du PIB, rendant la situation plus dégradée qu'elle ne l'était six mois plus tôt.

C'est dans le courant du deuxième trimestre avec la montée en charge de la vaccination qu'une amélioration se dessine. Pour autant, la vigueur du rebond a déçu. La croissance, estimée dans la version avancée des comptes nationaux à 2,8 % a été révisée à la mi-

septembre à 1,1 %. Toutefois, ce retournement devrait augurer une nouvelle dynamique.

A la mi-2021, le niveau de l'activité se situe 8,4 % plus bas qu'à la fin 2019. Relativement à ses partenaires européens, l'Espagne reste le pays qui a le plus souffert économiquement de la pandémie. Au moins deux facteurs expliquent cette contreperformance. Tout d'abord, le poids plus élevé des activités à forte interaction sociale, celles qui ont été davantage exposées aux barrières sanitaires. Les branches commerce-transport-hébergement et la branche loisirs-services aux ménages représentent, en cumulé, 28 % de la VAB totale contre 25 % en Italie, 21 % en France, au Royaume-Uni et en Allemagne. Au deuxième trimestre 2021, la valeur ajoutée brute du secteur du commerce-transport-hébergement était 9 % en-deçà du niveau de fin 2019, celle des loisirs-services aux ménages l'était de 20,4 %. L'autre élément est le rôle du tourisme international dans l'économie espagnole. En 2019, la consommation touristique des non-résidents représentait ainsi près de 7 % du PIB en Espagne contre moins de 3 % pour la France et l'Italie.

Le rebond observé au deuxième trimestre a été impulsé exclusivement par la consommation des ménages, l'investissement ayant baissé tandis que la contribution des variations de stocks et du commerce extérieur à la croissance du PIB était négative. Après deux trimestres de baisse, les dépenses des ménages ont augmenté de 4,7 % au printemps dernier. Ce rebond n'est pas dû à une amélioration du revenu des ménages (celui-ci baisse sur la période) mais à une baisse de presque 7 points du taux d'épargne, à 10,8 % du RDB. Après plus d'un an de consommation contrainte et un taux d'épargne monté à des niveaux jamais atteints par le passé (25 % au deuxième trimestre 2020 et 17,6 % au premier trimestre 2021), les ménages ont pu dépenser plus librement. Le taux d'épargne est revenu à un niveau proche de sa moyenne de 2019, pris comme référence dans la suite de notre analyse (10 % du RDB). Ceci devrait marquer la fin progressive de l'accumulation d'une « épargne Covid », épargne « forcée » due à une consommation « empêchée ». Au total, depuis le début de la pandémie au premier trimestre 2020, le surplus d'épargne (ou épargne Covid) accumulé par les ménages espagnols, par rapport au niveau de 2019, a atteint 62 milliards d'euros, soit 8 % du RDB de 2019. Ce stock d'épargne devrait cesser d'augmenter avec la normalisation en cours du taux d'épargne.

Même s'il a relativement peu baissé en 2020 (-4,9 % en termes réels sur un an) compte tenu de l'ampleur de la crise, le revenu des ménages ne montre pas d'amélioration sur la période récente. La masse salariale a notamment baissé de 1,6 % au deuxième trimestre 2021, faisant plus qu'annuler la légère hausse des deux trimestres précédents. La baisse d'activité en début d'année s'était traduite par la baisse de la durée du travail (remise au chômage partiel des salariés dans les secteurs impactés par la pandémie) et par une hausse de l'emploi et des salaires horaires. À l'inverse, la croissance du deuxième trimestre s'accorde avec une baisse de l'emploi et une chute des salaires horaires, que ne suffit pas à compenser la remontée de la durée du travail. À la mi-2021 la durée du travail a retrouvé son niveau pré-Covid, l'emploi et les salaires horaires restent respectivement encore 4 % et 1 % inférieurs à ce niveau.

Toutefois, les données sur l'emploi divergent selon les sources. Alors que la comptabilité nationale indique une baisse de l'emploi au printemps, les enquêtes auprès des ménages relatent une nette remontée et les caisses de Sécurité sociale enregistrent une très légère hausse du nombre d'affiliés. Une révision du partage emploi-durée du travail n'est donc pas exclue dans les prochaines versions des comptes trimestriels.

Du côté du chômage, la situation continue de s'améliorer au deuxième trimestre. Le taux de chômage reste plus élevé au deuxième trimestre 2021 qu'avant la crise mais d'un pic à 16,3 %, il est descendu à 15,3 %.

Le redressement de la productivité pèsera sur l'emploi

Dans le courant de l'été, une cinquième vague Covid est arrivée (avec un taux d'incidence supérieur à 550 fin juillet). Compte tenu des effets positifs de la vaccination, les règles sanitaires (jauges dans les théâtres et cinémas, rassemblements limités, couvre-feu, ...) sont assouplies et pèsent moins sur l'économie. En septembre, une grande partie des contraintes sont levées à Madrid et dans la plupart des régions.

Les indicateurs conjoncturels indiquent que la reprise est bien engagée et surtout qu'elle tend à se généraliser aux autres composantes de la demande. Une accélération du PIB est prévue au troisième trimestre autour de 2,8 %.

Dans l'industrie, même si l'indice de production industrielle baisse légèrement et de façon continue jusqu'en août après un point très haut en mai dernier, dû à la production de biens de consommation durable,

la décomposition sectorielle donne un aperçu positif de cette reprise. À l'exception de celui produisant les biens de capital, tous les secteurs ont dépassé leur niveau de production d'avant-Covid et restent très dynamiques depuis avril. Dans le secteur des biens de capital, le retournement a commencé. De même, la demande n'est plus une limite à la production depuis l'été 2021. En revanche, des contraintes d'offre commencent à apparaître dans certaines branches. L'indicateur de confiance dans l'industrie est très élevé au regard des années passées. Les carnets de commandes sont bien remplis.

Cette situation est identique dans les services, et notamment le commerce de détail, et la construction. Les indicateurs y sont tous bien orientés et à des niveaux supérieurs à l'avant-Covid.

La situation sanitaire étant dégagée et les indicateurs conjoncturels favorables, l'exercice de prévisions s'appuie sur des hypothèses qui vont encadrer notre scénario de reprise à l'horizon fin 2022 :

- Du côté des entreprises, la faible progression de l'activité au printemps est accompagnée d'une nouvelle dégradation de la productivité horaire qui se situe au deuxième trimestre 2020 presque 3 % en dessous de son niveau pré-Covid et plus de 4 % du niveau qu'elle devrait avoir si elle était restée sur sa tendance passée (estimée à 0,6 % par an). En période de reprise, les entreprises vont chercher à restaurer leur marge et redresser la productivité. Compte tenu de la forte dégradation de cette productivité, nous supposons qu'elle reviendra à son niveau antérieur à l'été 2022 et ne retrouvera sa tendance qu'à la fin de l'année 2022 ;
- Le redressement de la productivité se fera au détriment de la quantité de travail. L'ajustement sur la durée du travail étant presque achevé, l'emploi augmentera mais moins vite que le PIB ;
- Du côté des ménages, le taux d'épargne qui s'est fortement rapproché de sa moyenne 2019 au deuxième trimestre, devrait retrouver cette moyenne au troisième trimestre et y rester jusqu'à la fin de notre exercice de prévision. La consommation perdue pendant la période passée ne sera pas rattrapée. Le stock d'épargne-Covid cessera d'augmenter à partir du troisième trimestre. Entre le début 2020 et le printemps 2021, ce cumul atteint 62 milliards d'euros ;
- La hausse du prix des matières premières, qui s'est dessinée depuis l'automne 2020 devrait se poursuivre jusqu'au troisième

trimestre, avant de s'interrompre et se retourner l'année prochaine. L'impact sur le déflateur de la consommation est maximal sur le trimestre en cours avec des effets retardés pendant trois trimestres. C'est sur les trois premiers trimestres que le déflateur de la consommation sera le plus impacté, avec une hausse sur un an à 2 % ;

- Enfin, au niveau national on suppose que la pandémie est sous contrôle et les contraintes sanitaires, levées. L'ouverture totale des frontières n'interviendrait pas avant l'été 2022. Un premier assouplissement est déjà intervenu durant l'été dernier au niveau européen.

Hausse de l'investissement et reprise du tourisme : les moteurs de la croissance en 2022

Si l'enclenchement de la reprise s'est fait par la consommation des ménages au deuxième trimestre, la dynamique pourrait se généraliser aux autres postes de la demande dans les prochains trimestres. La consommation des ménages resterait soutenue mais progresserait à un rythme moindre de 2,4 % au troisième trimestre, après 4,6 % au trimestre précédent. Le revenu serait soutenu par la masse salariale et le revenu des entrepreneurs individuels. Les transferts devraient continuer de baisser avec le recul des aides aux entreprises et du nombre de chômeurs. Le nombre de travailleurs en activité partielle est passé sous la barre des 500 000 en mai dernier et ne concerne plus que 239 230 à la fin septembre, soit 1,6 % des travailleurs inscrits à la Sécurité Sociale. Les mesures de protection sont étendues jusqu'au 28 février 2022 mais conditionnées à des plans de formation.

L'indicateur de confiance des ménages a retrouvé son niveau de fin 2019 depuis le printemps dernier (bien qu'il soit en dessous de sa tendance 2015-2019). Il a légèrement augmenté au troisième trimestre, soutenu notamment par des anticipations très positives sur la situation économique à venir. De fait, le taux de chômage poursuit sa baisse : il a reculé de 1,5 point entre mai et août à 14 % (dernier point connu) et le nombre de chômeurs a baissé de 553 000 entre mai et septembre. Cette embellie s'observe aussi par la forte hausse de nouveaux affiliés à la Sécurité sociale sur la même période. À l'horizon 2022, les créations nettes d'emploi devraient être plus modérées du fait de l'ajustement de la productivité et d'une moindre croissance. Nous prévoyons une légère remontée du taux de chômage à 14,6 % fin 2022.

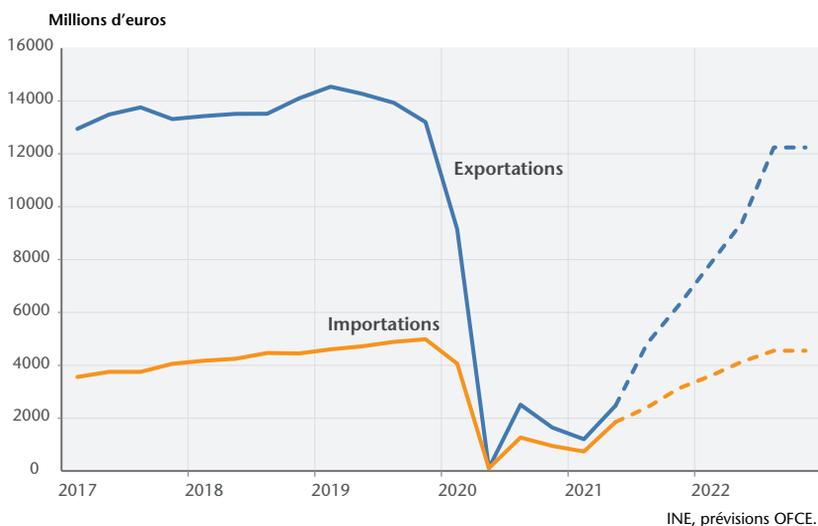
Dans le secteur de l'immobilier, l'importance de l'épargne Covid accumulée par les ménages depuis l'année dernière et les bas taux d'intérêt ont donné lieu à un très fort élan d'activité qui ne s'est pas encore traduit dans les chiffres de la FBCF en logement mais qui devrait apparaître prochainement. Le nombre de transactions a atteint des niveaux record au deuxième trimestre 2021 : +20 % par rapport à l'année 2019 dans le neuf et +23 % dans l'ancien. Selon l'INE, le nombre de transactions (54 000 en juillet, dernier point connu) a dépassé les points hauts observés sur les 13 années couvertes par la série. Les permis de construire augmentent depuis le début de l'année et les prix qui avaient baissé au premier semestre 2020 ont retrouvé leur niveau d'avant-crise (+ 6,1 % sur un an au troisième trimestre). Enfin, les crédits hypothécaires détiennent eux aussi des records et le solde net des nouveaux crédits (nouveaux crédits – remboursements) redevient positif après 12 années de désendettement.

Du côté des entreprises, l'investissement qui s'est contracté au deuxième trimestre 2021, devrait repartir au cours de la deuxième moitié de l'année. Comme on l'a vu, les enquêtes auprès des entreprises du secteur des biens de capital s'améliorent en août, l'indicateur de confiance dans le secteur des biens d'investissement est revenu à un niveau élevé, et les taux d'utilisation dans les secteurs en aval de l'industrie sont revenus à leur niveau de moyen terme, sauf dans celui des biens de consommation durables où il est très élevé. L'investissement public et privé devrait bénéficier au premier chef du plan de relance européen. Le taux d'investissement pourrait augmenter d'un demi-point de PIB en 2022 par rapport à sa moyenne de 2019.

L'autre soutien à la croissance dans les prochains trimestres, et non des moindres sera le commerce extérieur via principalement le retour des touristes étrangers. Entre le troisième trimestre 2020 et le deuxième trimestre 2021, les exportations touristiques sont restées à peu près stables à un niveau très bas (80 % du niveau de fin 2019). Les informations disponibles montrent une timide reprise au cours des mois d'été (graphique 22). Prolongeant la tendance haussière du mois de juillet, 5,2 millions de touristes sont venus en Espagne en août, contre 2,4 millions en août 2020 et 10,1 millions en 2019. On suppose que le retour s'intensifiera progressivement, la levée totale des restrictions aux frontières ayant lieu à l'été 2022. Pour autant, le tourisme international pourrait ne pas revenir à son niveau antérieur, la crise sanitaire pouvant induire un certain attentisme dans les décisions ou un changement de comportement de la population. Au deuxième

trimestre 2021, la contribution des exportations touristiques à la croissance du PIB était de 0,5 point mais la hausse des importations touristiques avait annulé cet effet, en terme net. Au troisième trimestre 2021, la hausse des importations touristiques jouera moins et la contribution nette du tourisme sera très positive, de l'ordre de 0,7 point. Par la suite, cette contribution restera positive (0,4 point et 0,8 au troisième trimestre 2022). Hors tourisme, le commerce extérieur aurait une contribution de 0,3-0,2 point au deuxième semestre 2021, et quasi nulle en 2022. Finalement, en 2022, le tourisme expliquerait 1,6 point de la croissance du PIB alors que l'ensemble du commerce extérieur expliquerait 1,8 point.

Graphique 22. Exportations et importations touristiques en Espagne



Un budget 2022 marqué par le plan de relance européen et les mesures sociales

Présenté en Conseil des ministres le 27 septembre et déposé au Congrès le 13 octobre, le Projet de loi de finances 2022 vise à consolider la croissance avant d'entamer ultérieurement la consolidation budgétaire. Sur la base d'un cadrage macroéconomique qui s'appuie sur une hypothèse de croissance de 6,5 % en 2021, et 7 % en 2022 le gouvernement affiche un objectif de déficit budgétaire à 8,4 % cette année et 5 % l'année prochaine, après 11 % en 2020. Le retour vers la règle des 3 % est prévu pour 2024 avec un déficit à 3,2 %.

Compte tenu de la forte croissance attendue en 2021 et 2022 et de l'amélioration du solde conjoncturel, l'objectif pour 2022 ne semble pas inatteignable. Nous prévoyons un déficit légèrement supérieur, de 9 % en 2021 et 5,4 % en 2022. Cette prévision s'appuie sur l'hypothèse que la politique budgétaire deviendrait neutre en 2021 et légèrement restrictive en 2022, après avoir été largement expansionniste en 2020 du fait des mesures d'urgence exceptionnelles prises pour protéger les entreprises et le pouvoir d'achat des ménages. Le retournement de l'impulsion budgétaire en 2022 ne signifie pour autant pas que la consolidation budgétaire ait commencé. Il marque seulement le fait que les mesures d'urgence de 2020 baissent en 2021 et 2022 pour disparaître totalement en 2023. Hors mesures d'urgence, le budget 2022 reste légèrement expansionniste.

En 2021, la baisse de 2,1 points de PIB des mesures d'urgence, liée à l'amélioration de la situation sanitaire et économique devrait être compensée par la montée en charge du plan de relance européen. Une première tranche de 9 milliards a été versée le 17 août, une deuxième de 10 milliards est attendue avant la fin de l'année au titre de la Facilité pour la reprise et la résilience (FRR). Combiné au Mécanisme React EU, c'est très proche de ce qui avait été budgété.

D'autres mesures fiscales ont été prises récemment, notamment la prolongation, sous condition de formation, des aides aux travailleurs en chômage partiel et aux indépendants jusqu'à 28 février 2022, et la baisse de la charge fiscale sur l'électricité (baisse de la TVA sur l'électricité de 21 % à 10 % jusqu'au 31 décembre 2021, suspension de l'impôt sur la production d'électricité et abattement de la taxe spéciale sur l'éclairage de 5,1 % à 0,5 %). Ces mesures sur l'énergie devraient coûter 2 milliards d'euros, soit 0,2 % du PIB.

En 2022, sur les 69,5 milliards du plan de relance à utiliser avant 2026, l'Espagne a fait le choix de recevoir le maximum autorisé (environ 70 % autorisés en 2021-2022). En 2022, les aides européennes au titre du programme NextGenerationEU sont prévues à 26,9 milliards d'euros (après 24,198 en 2021) soit une hausse de plus de 11 %. Selon les dernières informations disponibles, 31,6 % des aides sont destinées à la modernisation et la numérisation dans l'industrie et des PME, 20,5 % au programme de réhabilitation des logements et de mobilité en zone urbaine, 10,5 % aux infrastructures et au secteur de l'environnement, 8,5 % à la sciences et l'innovation, 7,8 % à l'éducation et la connaissance, 6,7 % à la rénovation de l'administration publique, 6,1 % à la transition énergétique.

Parallèlement au plan de relance, le gouvernement a proposé d'autres mesures. Si le projet de réforme fiscale plus vaste, figurant dans l'accord de coalition signé entre le PSOE et Podemos en 2019 devrait être annoncé dans le budget 2023 sur la base d'un rapport d'experts remis en février prochain, le gouvernement a déjà inscrit une hausse de la fiscalité sur les grandes entreprises avec l'introduction d'un seuil minimum de 15 % sur la base imposable. Cette mesure devrait rapporter au total 400 millions et concernerait 1 070 entreprises. D'autres mesures sociales sont engagées : les minimum retraites et non contributives devraient être revalorisés de 3,5 %, l'IPREM (Indicador Publico de Renta de Efectos Múltiples), l'indicateur de référence pour les aides et prestations sociales est revalorisé de 2,5 % (après 5 % en 2021), des aides au logement de 250 euros pour les locataires de moins de 35 ans ayant des revenus inférieurs à 23 725 euros par an sont prévues, le salaire des fonctionnaires pourrait être relevé de 2 % et l'offre d'emploi public accrue. Préalablement à l'accord sur le budget, la loi sur le logement a été adoptée, avec pour principales mesures, l'encadrement des loyers en zones tendues et la hausse de la fiscalité pour les grands propriétaires.



Royaume-Uni : reprise avec des bâtons pleins les roues

Après une récession des plus importantes parmi les pays développés en 2020 (-9,7 %), l'activité économique britannique rebondirait fortement en 2021 (+ 6,5 %) et poursuivrait sa reprise en 2022 avec une croissance du PIB de 4,5 %. Il n'en reste pas moins qu'à l'horizon de notre prévision, ce sont près de deux années et demie de croissance perdue. Les tensions sur l'offre apparues au début de l'été du fait de la Covid et accentuées par le Brexit, génèrent un ralentissement de l'activité en deuxième partie de 2021 et le PIB ne retrouverait son niveau d'avant-crise qu'à la mi-2022. Finalement, le PIB dépasserait de 1,6 % son niveau pré-crise à la fin de cette année-là. Sous l'hypothèse d'une trajectoire du PIB potentiel inchangée par rapport aux précédentes prévisions (+1,4 %), l'économie britannique afficherait toujours un déficit d'activité de presque 2 % par rapport à la tendance d'avant-crise en fin d'année 2022.

L'arrêt des dispositifs de maintien de l'outil de production (CRJS, SSEIS) implique une remontée du taux de chômage à la fin de l'année à 5 % de la population active avant d'entamer sa décrue jusqu'à à 4,5 % à la fin de l'année 2022. L'inflation atteint son pic en fin d'année (+4,2 %) et nous prévoyons que celle-ci sera temporaire (les contraintes se lèvent) et qu'elle se stabilisera à un niveau inférieur à son niveau pré-crise en 2022 (+ 1,2 %). Un prix du pétrole se stabilisant à 80 dollars le baril en 2022 n'aurait qu'un impact modéré sur le déflateur de la consommation (+ 0,1 point).

L'intervention des pouvoirs publics en réponse à la crise, massive au regard de ce que l'on a pu voir chez ses voisins européens, engendrerait un déficit public encore important en 2021 (11 % du PIB contre 13 % en 2020). Il atteindrait 6 % du PIB en 2022 du fait de l'arrêt des mesures de soutien à l'économie. Finalement, après avoir bondi de 22 points de PIB en 2020, la dette publique se stabilisera autour de 112 points de PIB entre 2021 et 2022.

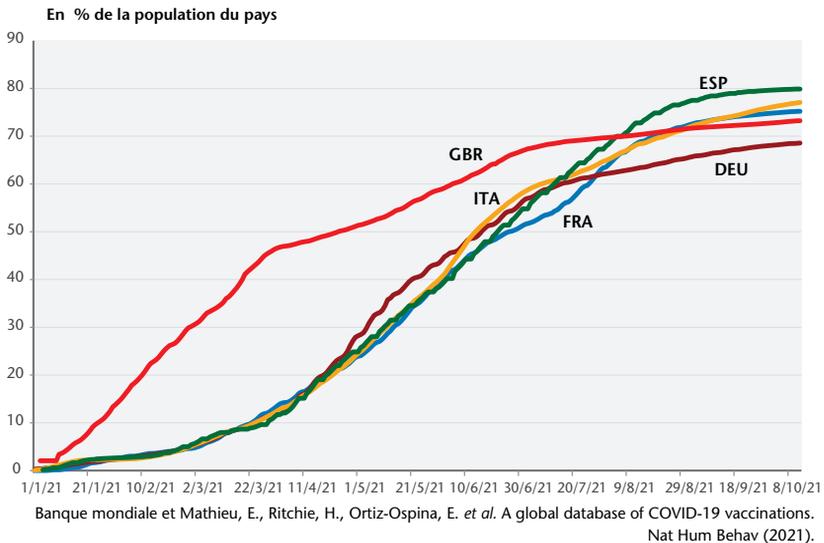
Un premier semestre déterminé par l'épidémie...

Le début d'année a été marqué par le retour d'un confinement strict en janvier, illustré par la fermeture des établissements scolaires et les mesures prophylactiques habituelles dans les secteurs à forte interaction sociale. Conséquence de la réintroduction des restrictions, le PIB a reculé de 1,4 % au premier trimestre, entraîné par une baisse de la demande intérieure des agents privés, pesant pour près de 80 % du PIB. La consommation des ménages a baissé de 4,3 % tandis que l'investissement des entreprises a chuté de 9,3 % par rapport au trimestre précédent. Cependant, les dépenses des administrations publiques dans la santé (test, traçage et vaccination) ainsi qu'une contribution positive du commerce extérieur à la croissance (+1,3 pt) ont permis d'amortir l'effet de ce dernier confinement.

La campagne de vaccination engagée dès le mois de décembre 2020 a été un succès ; fin mars, ils étaient presque 50 % à avoir reçu au moins une dose de vaccin (graphique 23). La population britannique a été la première en Europe à se voir proposer en février 2021 un calendrier de sortie des restrictions se décomposant en quatre phases jusqu'à fin juin. À partir de la mi-avril, les secteurs jusqu'à lors contraints ont bénéficié du sursaut de consommation des ménages (+ 7,1 % en volume sur le trimestre). Les dépenses ont été principalement dirigées vers le transport, l'hébergement et la restauration, ainsi que dans l'habillement dont la part dans le panier de bien consommés

se rapproche de leur niveau d'avant-crise²¹. Le taux d'épargne des ménages traduit bien cet élan de consommation, après avoir grimpé jusqu'à atteindre 18,7 % du revenu disponible au premier trimestre, celui-ci s'est incliné de 8 points au deuxième trimestre. Mis à part l'investissement public, en baisse de 10,9 %²², les autres composantes de la demande intérieure ont été tout autant dynamiques et ont porté la croissance du PIB à 5,5 %.

Graphique 23. Population ayant reçu au moins une dose de vaccin contre le Covid-19 au Royaume-Uni



Grâce à des exportations dynamiques, la contribution du commerce extérieur a été positive (+ 1 pt à la croissance du PIB). Finalement, alors même que le Royaume-Uni a été un des pays enregistrant la plus forte contraction de son PIB mi-2020, le PIB ne situait plus que 3,3 % en-deçà de son niveau d'avant-crise à la mi-2021, un écart proche de ce qui est observé en France ou encore en Allemagne.

Quid du Brexit dans tout cela ? De façon générale, l'analyse *ex-post* de son impact sur l'activité économique britannique n'est pas chose aisée du fait de sa synchronicité avec les effets de la crise sanitaire

21. Passées de respectivement 14 % et 10 % dans le panier de biens en 2019, à 7,2 % et 1,9 % au pire de la crise, les parts des dépenses de transports et d'hébergement et restauration reviennent à respectivement 10,8 % et 6,7 % dans les dépenses totales à la fin du premier semestre 2021.

22. Le niveau est passé de 24,6 % à 11,1 % au-dessus de son niveau au dernier trimestre 2019, ce qui en soit ne constitue qu'un rééquilibrage partiel.

pendant le premier semestre. La sortie du Royaume-Uni s'est principalement reflétée dans les données du commerce extérieur. En effet, même si la contribution du commerce extérieur au PIB britannique est positive au premier semestre, les frictions générées par les contrôles douaniers aux frontières sanctionnent les exportations, toujours à -21 % de leur niveau d'avant-crise au deuxième trimestre. Ensuite, la baisse du taux de pénétration à son plus bas niveau depuis plus de dix ans²³ illustre des importations en provenance de l'UE baissant plus que proportionnellement à celles du reste du monde. Les premières ont chuté de 25 % au premier trimestre 2021 contre une stabilité pour les importations hors-UE.

... et le second semestre par des tensions et l'arrêt des dispositifs

De nombreux éléments laissent présager un ralentissement du rattrapage initié au deuxième trimestre pour le reste de l'année 2021.

Des tensions sur l'offre

La levée complète des restrictions initialement prévue le 21 juin a été décalée d'un mois du fait de la résurgence de cas de Covid et les consommateurs ont été incités à s'isoler. Cela s'est traduit par des ventes de détails en recul de 2,5 % en juillet par rapport à juin et la tendance s'est confirmée en août (-0,3 % par rapport à juillet). Néanmoins, même si le PIB mensuel de juillet note une quasi-stabilité par rapport à juin (-0,1 %), l'activité est toutefois repartie en août et a enregistré une hausse de 0,4 % par rapport à juillet et cela ne devrait pas trop peser sur la croissance du 3e trimestre.

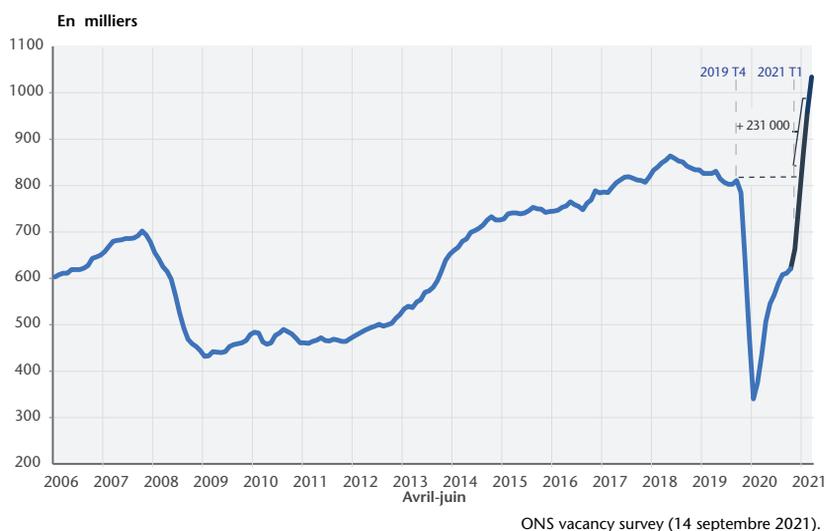
Conséquence de la crise sanitaire et du Brexit, les difficultés de recrutement se font de plus en plus prégnantes, le nombre de postes vacants reportés par les entreprises a atteint un pic sur les trois derniers mois de juin à août, on en dénombre plus d'un million (graphique 24).

Plus globalement, la pénurie de main-d'œuvre serait due à la conjonction de plusieurs facteurs. D'une part, une reprise de la demande non anticipée et des entreprises ayant du mal à y faire face. En cause, des licenciements précoces en début de crise (au deuxième trimestre 2020, le nombre de salariés dans le secteur marchand avait baissé de presque 3 %²⁴) et des difficultés pour retrouver du personnel

23. Le faible niveau du taux de pénétration s'explique également par l'importante activité de stockage en fin d'année 2020 ainsi qu'une normalisation du comportement de consommation des ménages (biens vs. services).

qualifié. D'autre part, la sortie des Européens de la population active britannique, mouvement à l'œuvre pendant la crise sanitaire, s'est accentué depuis la sortie du RU de l'Union européenne. De 30 000 au deuxième trimestre 2020, ils sont 78 000 un an plus tard à avoir quitté la population active. La pénurie de conducteurs de poids lourds est également vue comme un facteur important de rupture des chaînes d'approvisionnement (les conducteurs représentent 10 % des travailleurs dans le secteur transport et entreposage). Il est toutefois à noter que d'après l'Annual Population Survey, le déficit de main-d'œuvre dans le secteur des transports semble davantage à mettre sur le compte de la baisse du personnel britannique que du départ des conducteurs européens.

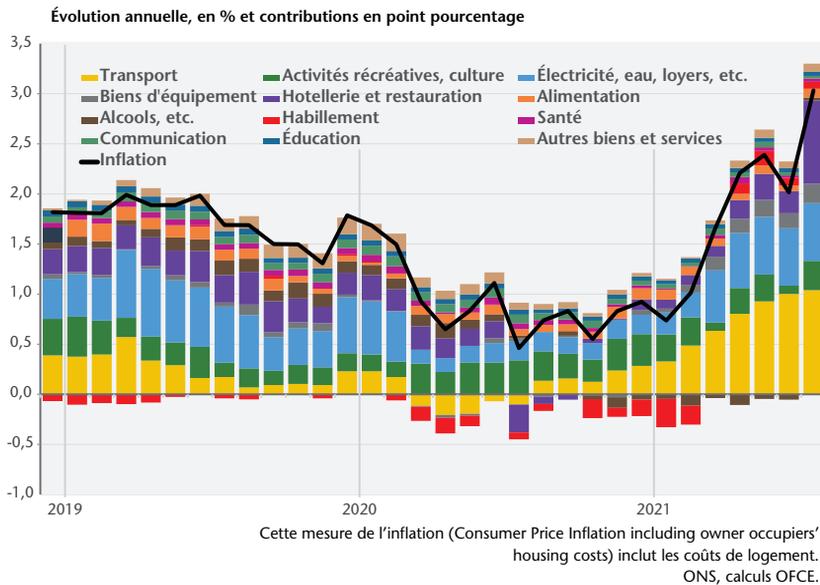
Graphique 24. Évolution du nombre de postes vacants au Royaume-Uni



Plus récemment, l'augmentation des prix de l'énergie (le gaz naturel surtout) a généré des pénuries dans certains secteurs, en particulier l'industrie agro-alimentaire et la restauration.

Ces multiples tensions se sont notamment traduites dans les prix à la production dans le secteur manufacturier, en augmentation de 5,9 % en août sur l'année. Les sources de hausse sont à mettre sur le compte des coûts liés au transport/frêt, principal contributeur de l'évolution annuelle, des prix des biens d'équipement et des machines, et enfin des prix de l'énergie.

Graphique 25. Contributions à l'indice des prix à la consommation au Royaume-Uni



Mouvement observé depuis mars 2021, l'inflation s'est accélérée entre juillet et août 2021 passant de 2 % à 3 % en rythme annuel (graphique 25). Désormais, plus aucune composante ne joue négativement sur l'indicateur, phénomène que l'on observait depuis le début de la pandémie. La hausse soudaine enregistrée en août est moins le fait de la transmission des prix à la production que d'effets liés au confinement en 2020. Par exemple, la contribution de l'hôtellerie et la restauration au niveau annuel (barre violette) est due au dispositif Eat Out to Help Out proposé par le gouvernement au même moment en 2020. Nous anticipons une accélération de l'inflation jusqu'à 4 % en fin d'année, causée par les tensions susmentionnées, avant que celle-ci ne revienne à des niveaux pré-crise. Autrement dit, nous la jugeons comme temporaire.

La fin des dispositifs de soutien aux ménages

Après s'être dégradé en 2020, le marché du travail n'a cessé de se redresser en 2021. Sur la période allant de mai à juillet 2021, le taux d'emploi des 16-64 ans est à 75,2 % (0,3 pt de plus que fin 2020 bien que toujours en-deçà du niveau pré-Covid de 76,5 %), le nombre de chômeurs est redescendu à 4,7 % de la population active après être monté à 5,3 % au quatrième trimestre 2020.

En lien avec la levée des restrictions sanitaires, le nombre de personnes bénéficiant du dispositif d'activité partielle a poursuivi sa décroissance tout au long de l'année. Fin août, ils n'étaient plus que 1,3 million par rapport à près de 10 millions au plus fort de la crise. Évidemment, le dispositif CRJS (Corona Retention Job Scheme) n'a pas pu empêcher la destruction d'emplois salariés²⁵. En effet, bien que l'emploi salarié ait retrouvé son niveau pré-Covid, cela masque une forte disparité entre les secteurs (tableau 6). Alors que le non-marchand comptabilise 4,1 % salariés de plus qu'à la fin 2019, le secteur marchand reste en retrait de 1,4 % soit près de 655,3 milliers de salariés (ou encore 2 % de l'emploi total). Dans les secteurs les plus touchés, on retrouve les services aux ménages (y compris culture et activités récréatives), et l'hôtellerie et la restauration. Dans une moindre mesure certes, l'emploi dans l'industrie se retrouve fortement dégradé. Moins imputable à la crise sanitaire qu'au Brexit, les services financiers font aussi face à des pertes d'emploi et les enquêtes montrent des difficultés de recrutement.

Tableau 6. Évolution de l'emploi salarié au Royaume-Uni

En écart au 4^e trimestre 2019

| | Août |
|----------------------------|--------------|
| Services aux ménages | -7.2 % |
| Hôtellerie et restauration | -5.6 % |
| Industrie | -3.4 % |
| Services financiers | -3.0 % |
| Transport et entreposage | -2.6 % |
| Commerce | -2.1 % |
| Construction | 1.4 % |
| Autres services marchand | 2.5 % |
| Services non-marchand | 4.1 % |
| Ensemble | 0.2 % |

PAYE RIT, ONS. Données fin août 2021.

25. On rappelle que les salariés en situation de chômage partiel sont inclus dans les données PAYE RTI.

Cela pose évidemment la question de l'impact de l'arrêt du dispositif CRJS fin septembre 2021 sur l'emploi dans ces secteurs. Si nous supposons une baisse linéaire du nombre de salariés bénéficiant du dispositif, -400 000 par mois environ, il reste 600 000 salariés encore au chômage partiel fin septembre (correspondant à 1,9 % des heures totales travaillées²⁶), nous faisons l'hypothèse que les personnes au chômage partiel retournent à leur emploi ou comblent les postes vacants. Les difficultés de recrutement resteraient importantes si bien que la croissance du dernier trimestre passerait en intégralité par une augmentation de la productivité et l'emploi resterait stable. Le taux de chômage se situerait à 5 % de la population active.

Début octobre a également sonné la fin de l'augmentation temporaire (+ 1 040 livres sterling par an), décidée en début de pandémie, de l'allocation de protection sociale appelée « Universal Credit » à destination des populations les plus pauvres. Cette allocation, demandée par 5,8 millions de personnes au Royaume-Uni correspond à 0,5 point de revenu disponible des ménages.

Finalement, la consommation des ménages évolue de concert avec le revenu disponible, celle-ci est relativement peu dynamique au regard des tendances passées.

En 2022, retour partiel vers le potentiel

Une hypothèse centrale dans notre scénario concerne le taux d'épargne des ménages que nous supposons revenir à sa moyenne de longue période en 2022, c'est-à-dire 7,4 % du revenu disponible. Plutôt autour de 9 % du revenu disponible avant le référendum sur le Brexit, le taux d'épargne des ménages avait fortement baissé après (en moyenne à 5 %). Le mouvement de hausse de la part du revenu épargnée en 2019 vers sa moyenne de longue période nous incite à considérer 7,4 % du revenu comme la référence plutôt qu'une moyenne sur 2019, hypothèse faite dans les autres pays suivis.

L'investissement des entreprises revient à son niveau d'avant-crise stimulé en partie par la mesure en place jusqu'à la fin de l'exercice 2021-2022, la « super tax deduction » mais surtout par la levée des incertitudes.

26. Il s'agit d'une borne haute car nous supposons ce chiffre en équivalent temps plein faute de détails sur le nombre d'heures généralement effectuées par les salariés en activité partielle.

Sur le marché du travail, nous supposons une durée du travail revenant à son niveau d'avant-crise et une productivité horaire restant sur sa tendance d'avant-crise atteinte au deuxième trimestre 2021. La croissance en 2022 ne permet pas d'effacer les stigmates de la crise sur l'emploi puisque celui-ci demeure 0,7 % en-deçà de son niveau de la fin d'année 2019. Le taux de chômage décroît jusqu'à atteindre 4,5 % de la population active mais reste au-dessus de son niveau pré-crise. Fin 2022, la demande britannique est repartie (+1,6 % par rapport à fin 2019) mais l'économie ne se situe pas en situation de « surchauffe » se répercutant sur la boucle prix-salaire.

Le budget 2022 sera présenté le 27 octobre 2021. Les éléments dont nous disposons actuellement nous indiquent toutefois que la politique budgétaire continuerait de se normaliser en 2022 avec une impulsion budgétaire négative (-4,7 points de PIB potentiel) reflétant l'arrêt de mesures exceptionnelles prises pendant les deux années écoulées. Une mesure, déjà présentée au parlement, prévoit une hausse des dépenses publiques de 12 milliards de livres sterling par an en moyenne sur les trois prochaines années dans le secteur de la santé et de la protection sociale. Celle-ci serait financée à 95 % par l'augmentation des cotisations sociales et à 5 % par la hausse de la taxe sur les dividendes.

Il existe de plusieurs aléas négatifs autour de cette prévision de croissance. À commencer par l'apparition de nouveaux variants résistants aux vaccins, impliquant de nouvelles mesures sanitaires. Le second serait une consolidation budgétaire et/ou une augmentation prématurée des taux d'intérêt par la Banque d'Angleterre.

Un aléa positif à ce scénario consisterait en la dépense d'une partie de la sur-épargne Covid accumulée entre 2020 et 2021, totalisant 250 milliards de Livres sterling. Une désépargne en 2022 d'un cinquième de ce montant, soit 50 milliards de livres ou encore 3,3 points de revenu disponible, conduirait à une croissance de 7,6 % en 2022.



Japon : reprise tardive

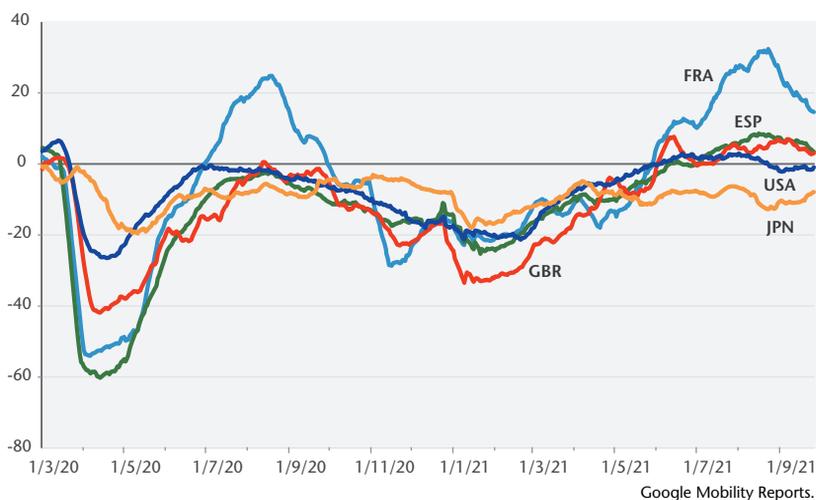
L'épidémie de Covid-19 a touché l'économie japonaise dont le PIB avait déjà reculé au dernier trimestre 2019, du fait du relèvement de la taxe sur la consommation et des dégâts du typhon Hagibis mi-octobre 2019. Le gouvernement japonais a pris des mesures sanitaires dès début février 2020, mesures qui sont restées limitées au regard de celles mises en œuvre en Europe, la situation épidémique étant globalement demeurée sous contrôle. De plus, la politique budgétaire a été très expansionniste, ce qui a limité l'impact économique en 2020 avec une récession de -4,7 % sur l'année. L'économie japonaise a néanmoins davantage pâti des vagues successives de variants qui ont conduit le gouvernement à instaurer à trois reprises l'état d'urgence en 2021 dans plusieurs régions du pays (du 7 janvier au 21 mars, puis du 25 avril au 20 juin et enfin du 12 juillet au 30 septembre). De ce fait, le PIB japonais a reculé au premier trimestre 2021 (-1,1 %) et a peu augmenté au deuxième trimestre (de 0,5 %). Nous prévoyons une croissance modérée au troisième trimestre également en raison de l'état d'urgence en place une grande partie du trimestre, même s'il n'a été appliqué qu'au niveau régional. Les Jeux Olympiques se sont finalement tenus sans public étranger ni même japonais, ce qui a pesé sur les recettes touristiques et la consommation privée. Le Japon ayant peu à peu rattrapé son retard en matière de vaccination (60,2 % de la population totalement vaccinée au 30 septembre, contre 14,7% au 1^{er} juillet) et le taux d'incidence de la maladie reculant, l'état d'urgence a été levé pour l'ensemble des régions fin septembre, ce qui devrait entraîner une accélération de l'activité au dernier trimestre 2021 puis en 2022 (croissance en moyenne de 3 %).

Un effet moins fort de l'épidémie mais plus étalé dans le temps

Le PIB japonais a évolué au gré des contraintes sanitaires appliquées dans le pays mais aussi chez ses principaux partenaires commerciaux. Le pays a ainsi bénéficié de la reprise du commerce mondial au second semestre 2020, même si elle s'est tassée au premier semestre 2021. Les quatre états d'urgence adoptés en 2020 et 2021 par le gouvernement pour contrer l'épidémie ont revêtu un caractère moins coercitif que dans la plupart des pays développés : les préfectures concernées ont le plus souvent réduit les heures d'ouverture des restaurants et des bars et leur taux de fréquentation, incité au télétravail, à ne pas voyager au

sein du Japon et à rester chez soi. L'impact sur l'économie a été d'autant plus limité que les deux mesures les plus significatives sur la croissance (fermeture des écoles et confinement à domicile²⁷) ont été appliquées de façon moins restrictive au Japon : certes les écoles ont fermé dans presque tout le pays entre mars et mai 2020, mais il n'y a jamais eu d'obligation de rester à domicile (ou dans un périmètre restreint), cette mesure étant simplement recommandée. La mobilité a donc moins diminué au Japon que dans les autres grands pays développés (graphique 26).

Graphique 26. Indice de mobilité google



De plus, les mesures sanitaires n'ont été utilisées au niveau national qu'en 2020 et ont été ciblées régionalement en 2021. Ainsi sur les 47 préfectures que compte l'archipel, le nombre de semaines où l'état d'urgence s'est appliqué à l'ensemble des préfectures est resté limité. En 2020, il a ainsi duré du 7 avril au 25 mai, mais n'a concerné le pays entier que du 16 avril au 14 mai, soit 4 semaines. Le reste du temps, peu de préfectures ont été touchées (principalement Tokyo et ses environs). De ce fait, le PIB a moins reculé que dans de nombreux pays développés (de 0,6 % et 8,3 % respectivement aux premier et au deuxième trimestres 2020).

27. Voir l'étude spéciale : « Estimer l'impact des mesures de restriction sur l'activité », *Revue de l'OFCE* n° 172 (2021/2)

Le rebond qui a suivi a néanmoins été décevant, notamment du côté de la consommation des ménages : le recul de la masse salariale au deuxième trimestre a été largement compensé par les transferts publics massifs qu'ils ont reçus (4,2 % du RDB annuel sur les deuxième et troisième trimestres 2020²⁸) mais ces derniers ont surtout alimenté l'épargne dans un contexte de grande incertitude sanitaire. Le taux d'épargne des ménages qui était de 1,1% en moyenne en 2018 a bondi à 21,8% de leur revenu brut disponible au deuxième trimestre 2020, avant de redescendre en fin d'année 2020 à 6,3 %.

Les exportations ont en revanche été très dynamiques au second semestre 2020 puis ont continué de se redresser plus modérément début 2021, grâce aux exportations de biens, le pays peu touristique ayant continué d'appliquer des mesures drastiques pour rentrer sur son territoire. Il y a eu en particulier un rebond de la demande asiatique (49 % des exportations de biens japonais, dont 18 % pour la seule Chine) et de la demande des États-Unis grâce au plan de relance américain (22 % des exportations). La consommation publique a aussi soutenu l'activité (aides au système médical, politique de tests et de vaccinations...).

La demande intérieure a en revanche reculé à nouveau au premier trimestre 2021 à la suite du deuxième état d'urgence. Les restrictions ont surtout affecté les restaurants, bars et centres commerciaux qui se sont vus imposer un couvre-feu à 20h, les autres secteurs de l'économie étant moins touchés. Mais cela a pesé sur le moral des consommateurs et des industriels et a limité l'impact du nouveau plan de relance adopté en décembre 2020 (extension des subventions à l'activité partielle, investissements publics, aides aux régions et pour la transition énergétique...). Le deuxième trimestre a pâti dans une moindre mesure du troisième état d'urgence réinstauré seulement dans quelques préfectures. Les derniers comptes des ménages indiquent un rebond du taux d'épargne au premier trimestre 2021 et une légère baisse au deuxième trimestre, avec un taux d'épargne qui reste bien supérieur à celui de fin 2020.

Sur le marché du travail, le bilan est mitigé : le taux d'activité a peu baissé malgré la crise et est proche de son niveau d'avant-Covid. L'emploi a connu plusieurs périodes de recul : en avril 2020, entre mars et mai 2021 puis en août 2021, et les remontées ont été timides, de

28. Il s'agit du versement de l'équivalent de 100 mille yens par personne (soit environ 770 euros).

telle sorte que l'emploi a baissé de 1 % entre début 2020 et août 2021. Finalement, le taux de chômage se situait en août 2021 à 2,8 %, soit 0,6 point au-dessus du creux du dernier trimestre 2019.

Du côté de l'investissement, il reste lui aussi en-deçà de son niveau de fin 2019. Les produits liés à la propriété intellectuelle sont les seuls à tirer leur épingle du jeu, les équipements de transport restant quant à eux particulièrement à la traîne (même si leur poids est faible).

Parmi les mesures adoptées dans le cadre des trois principaux plans de relance d'avril, mai et décembre 2020 (pour un montant d'environ 15 points de PIB) figurent des dépenses médicales (vaccins, ...), des transferts aux ménages et aux entreprises, des subventions à l'activité partielle, des transferts aux gouvernements locaux, des reports de paiements de charges et d'impôts... L'ampleur des plans de relance a conduit à une franche dégradation du déficit public à 10,3 % du PIB et à la remontée de la dette publique brute à plus de 250 % du PIB en 2020.

L'activité économique retrouverait son niveau pré-Covid fin 2021

Après la levée du troisième état d'urgence le 20 juin 2021, des mesures « prioritaires » ont continué d'être en vigueur dans les préfectures où l'incidence du Covid restait élevée (par exemple, avec la poursuite de la réduction des horaires d'ouverture, mais avec davantage de souplesse dans l'application). L'état d'urgence a ensuite été réintroduit dans l'agglomération de Tokyo le 12 juillet, face à la montée des cas de Covid. Au fur et à mesure de l'été, de plus en plus de préfectures ont été soumises à ce quatrième état d'urgence : ainsi du 27 août au 30 septembre, 75 % de la population était concernée, ce qui a pesé sur l'économie²⁹, en particulier les services d'hôtellerie et de restauration. De ce fait, le PIB serait quasi-stable au 3ème trimestre 2021. L'indice des dépenses de consommation hebdomadaire a été particulièrement dégradé en août par rapport à ce qui est observé habituellement à cette période.

Quant à la production industrielle, elle a baissé en juillet puis août 2021 (respectivement de 1,5 puis 3,6 % sur un mois), pâtissant de contraintes d'offre (problèmes d'approvisionnement, notamment de

29. En plus de cet état d'urgence, un certain nombre de préfectures ont appliqué les mesures « prioritaires » pour limiter les interactions sociales. En tenant compte de l'état d'urgence et des mesures prioritaires, entre 50 et 85 % de la population a été confrontée à des restrictions d'accès aux bars, restaurants, cinémas et centres commerciaux durant tout le mois d'août.

semi-conducteurs et d'autres composants de véhicules). De fait, parmi les composantes qui ont le plus contribué à la contraction de la production industrielle, se distinguent les équipements électroniques et électriques, les voitures et les pièces de voitures.

Même si la prudence est de mise, des restrictions sanitaires étant toujours en vigueur dans la restauration et concernant les grands événements durant tout le mois d'octobre pour éviter un rebond de l'épidémie, le fait que le Japon ait presque comblé son retard en matière de vaccination permettrait à son économie de repartir franchement fin 2021 et début 2022, avec un léger décalage par rapport aux autres grands pays développés, si les problèmes d'approvisionnement se débloquent rapidement et que la reprise mondiale ne s'essouffle pas.

L'emploi qui a de nouveau reculé en août, devrait ainsi augmenter à partir du quatrième trimestre 2021. Mais sa faible progression ainsi que celle des salaires limiteraient la croissance de la consommation privée. Cette dernière bénéficierait néanmoins de la campagne « Go to travel » qui pourrait être effective à nouveau d'ici quelques mois. Cette campagne, mise en place en juillet 2020, visait à relancer le tourisme intérieur (*via* un financement de 35% du coût du logement et de 15 % des dépenses sur place), mais avait été suspendue en décembre 2020. Par ailleurs, les marges de manœuvre des consommateurs sont importantes, étant donné l'épargne accumulée pendant la crise du Covid. Le taux d'épargne repartirait à la baisse fin 2021 et reviendrait au cours de l'année 2022 au niveau d'avant-Covid.

L'inflation resterait faible, à 0,3 % en moyenne en 2022, rejoignant presque son niveau moyen de 2019 (0,5 %). Après une chute des prix à la consommation entamée en septembre 2020 et qui a culminé fin 2020 (à -1,1 % en glissement annuel), l'évolution des prix est restée en territoire négatif (-0,4 % en août 2021), se rapprochant tout de même de la stabilisation, en raison notamment de l'augmentation récente des prix de l'énergie. Le Japon échappe donc largement à la flambée mondiale des prix.

Concernant l'investissement des entreprises et leur situation financière, la situation est variable selon le secteur d'activité. Les entreprises manufacturières ont vu leurs profits se redresser nettement après le creux du deuxième trimestre 2020 pour retrouver le niveau précédant l'épidémie de Covid, ce qui devrait favoriser l'investissement. Le profit des autres entreprises reste sans surprise en deçà de leur niveau

d'avant, malgré le soutien financier du gouvernement³⁰, notamment dans les services de restauration et l'hôtellerie. Au total, selon l'enquête sur les perspectives des entreprises, les plans d'investissement des entreprises sont relativement bien orientés, avec une croissance particulièrement forte attendue pour les logiciels.

La production industrielle et les exportations devraient peiner encore quelques mois, en particulier dans le secteur automobile, si l'on se réfère aux annonces de constructeurs, qui pâtissent actuellement de la pénurie de pièces en provenance de pays asiatiques où l'épidémie est repartie.

Nous prévoyons une croissance de l'activité de 2,4 % en 2021 puis 3 % en 2022 qui permettrait à l'écart de production de se refermer à la fin de l'horizon de notre prévision³¹. La croissance serait notamment soutenue par une politique budgétaire toujours accommodante, le nouveau premier ministre Fumio Kishida, qui a remplacé le 4 octobre dernier Yoshihide Suga étant issu du même parti libéral démocrate.



Ombres chinoises

La Chine, premier pays frappé par le coronavirus, a réussi à très rapidement freiner la progression de l'épidémie sur son sol, en prenant des mesures sanitaires drastiques à partir de janvier 2020 et en maintenant une stratégie « zéro-Covid » depuis. Après avoir chuté de 8,7 % au premier trimestre 2020, le PIB a rebondi de 10 % au deuxième trimestre, revenant à son niveau d'avant-crise en un trimestre seulement. La croissance s'est ensuite poursuivie au rythme de 2,8 % au troisième trimestre et de 3 % au quatrième, soit une hausse de 2,3 % en moyenne sur un an (contre 6 % en 2019). Le PIB chinois affichait une hausse de 6,3 % en glissement sur un an au quatrième trimestre 2020 et avait alors atteint le niveau qu'il aurait eu en l'absence de crise Covid-19 si la croissance s'était poursuivie en 2020 au rythme de 6 % que nous anticipions dans notre prévision d'octobre 2019 (OFCE, 2019).

30. Notamment un versement forfaitaire aux entreprises et auto-entrepreneurs, des subventions pour favoriser les prêts et l'investissement, une campagne de soutien au tourisme local (« Go to travel ») ...

31. La croissance potentielle est estimée à environ 0,2% en raison de la baisse structurelle de l'évolution de la population en âge de travailler.

Cependant, après ce rattrapage exceptionnellement rapide, au regard des performances des pays industrialisés et de celle des pays émergents³², la croissance chinoise a commencé à ralentir à partir du début 2021, avec une hausse de 0,4 % seulement au premier trimestre et de 1,3 % au deuxième trimestre. Les indicateurs suggèrent un nouveau ralentissement pendant l'été. Les incertitudes sur la poursuite de la croissance se sont accrues au cours des derniers mois : évolution de la pandémie, hausse des prix des matières premières et difficultés d'approvisionnement des chaînes de production, évolutions de l'environnement réglementaire et risques de faillite dans l'immobilier... Les ombres s'étendent sur la croissance chinoise à l'horizon de 2022.

Le maintien d'une stratégie zéro-Covid

La Chine reste aujourd'hui l'un des pays où l'on déplore le moins de décès (4 849 décès seulement selon les chiffres officiels, rapportés par l'Université John Hopkins, au 1^{er} octobre 2021). Des vaccins ont été rapidement mis au point en Chine. Ils ont d'abord été largement distribués dans des campagnes de vaccination à l'étranger (dont le Brésil, le Maroc, les Seychelles, ...), la Chine prenant une place de premier rang dans la diplomatie du vaccin. En Chine, les campagnes de vaccination n'ont pris de l'ampleur que dans un deuxième temps. Mais au début octobre 2021, près de 75 % de la population chinoise était vaccinée, uniquement avec des vaccins chinois.

Cela place la Chine parmi les pays ayant le taux de vaccination les plus élevés, avec la plupart des pays industrialisés. Mais le doute plane sur l'efficacité des vaccins chinois (en l'absence de publications scientifiques validées). Face à l'émergence du variant Delta, le gouvernement chinois maintient une vigilance de tous les instants pour éviter la résurgence de cas de Covid-19. Cela constitue un premier élément de fragilité de la croissance en Chine, comme on a pu le constater pendant l'été avec la mise à l'arrêt pour deux semaines des activités du port de Yantian en juin, puis de celles de Ningbo en août, ce qui a freiné les exportations chinoises. Nous faisons l'hypothèse que les contraintes sanitaires ne seront pas entièrement levées en Chine à l'horizon de la fin 2022. Ainsi, le gouvernement a d'ores et déjà annoncé que les jeux olympiques d'hiver, qui seront organisés en février 2022 à Pékin, n'accueilleront pas de spectateurs venus de

32. Voir le graphique 1 de la synthèse.

l'étranger, signe que des restrictions sanitaires demeureront, en particulier en ce qui concerne l'accueil de touristes étrangers et les voyages à l'étranger des résidents chinois.

Été 2021 : signaux de ralentissement

Les indicateurs conjoncturels signalent une stabilisation de l'activité pendant les mois d'été. La production industrielle n'a augmenté que de 0,3 % sur un mois en juillet, comme en août, soit une hausse de 5,3 % seulement sur un an. On observe cependant des évolutions très divergentes selon les secteurs : +2,3 % sur un an pour l'industrie minière et d'extraction, -13 % pour l'industrie automobile, mais +18 % pour l'ensemble des secteurs de haute-technologie. Les secteurs les plus porteurs pendant la pandémie, notamment en termes d'exportations, restent en forte croissance : production de médicaments (+32 % sur un an en août) et matériels informatiques et électroniques (+13 % sur un an).

Les indices des directeurs d'achat (PMI) suggèrent aussi une stabilisation de l'activité au troisième trimestre. Ainsi, l'indicateur composite des activités du secteur privé, publié par CAIXIN, est passé sous la barre de 50 en août (à 47,2) pour la première fois depuis avril 2020, avant de revenir à 51,4 en septembre, le niveau de 50 marquant la limite entre une activité en hausse et en baisse. Les indices PMI publiés par l'institut statistique chinois (National Bureau of Statistics of China, NBS) portent quant à eux sur 3 grands secteurs : industrie manufacturière, construction et services. Pour la première fois depuis janvier 2020, où il avait alors chuté à 35, l'indice PMI dans l'industrie manufacturière (laquelle représente 26 % de la valeur ajoutée) est passé sous la barre de 50 en septembre (à 49,1), suggérant un léger recul de l'activité industrielle. Dans la construction (8 % de la valeur ajoutée), l'indice PMI fluctue entre 57 et 60 depuis le début de l'année, indiquant la poursuite d'une activité soutenue. Mais dans les services (49 % de la valeur ajoutée), l'indice PMI qui avait augmenté de 51 en janvier à 55 en mars, est ensuite revenu autour de 52, avant de chuter à 45 en août puis de revenir à 52 septembre, en lien avec l'évolution des restrictions sanitaires.

Selon les données publiées par le *CPB World Trade monitor*, les exportations mensuelles de marchandises chinoises en volume, qui avaient fortement augmenté jusqu'en janvier 2021, se sont stabilisées en février 2021 et ont baissé depuis. En février 2021, les exportations chinoises étaient 32 % au-dessus de leur niveau du quatrième trimestre

2019, alors que la demande adressée à la Chine n'était supérieure que de 5 %. Les producteurs chinois ont engrangé de forts gains de parts de marché à l'exportation (27 points), pendant la crise sanitaire, grâce à leur bonne spécialisation sur des biens alors très demandés (biens d'équipement et de protection médicaux ; équipements électroniques et informatiques), tandis que les usines étaient fermées dans de nombreux pays. La réouverture des sites de production chez les concurrents chinois a fait baisser les parts de marché chinoises à partir de mars 2021 : les exportations chinoises n'étaient plus supérieures que de 15 % en juillet à leur niveau du quatrième trimestre 2019, alors que la demande adressée à la Chine s'était stabilisée depuis mars. Les difficultés liées à l'approvisionnement de certains composants et au fret ont par ailleurs contribué à freiner les exportations de marchandises au cours des derniers mois, mais cela n'a pas été spécifique à la Chine. Les importations chinoises de marchandises ont pour leur part commencé à ralentir à partir de mai 2021 ; en juillet, elles étaient 5 % au-dessus de leur niveau d'avant-crise (contre +19 % en avril).

Du côté de la demande intérieure, les ventes de détail (en valeur) ont, elles aussi, marqué le pas, en restant quasiment inchangées en juillet (-0,2 % sur un mois) et août (+0,2 %) et ne progressant plus que de 2,5 % sur un an. Les investissements (en valeur) ont à peine augmenté en juillet et août (+0,15 % par mois), et bien qu'ils affichent encore une hausse de 8 % sur un an en août, le ralentissement est en cours.

Ces différents indicateurs d'activité nous ont conduit à inscrire une croissance du PIB de 0,1 % seulement au troisième trimestre.

L'inflation, en termes de prix à la consommation, reste jusqu'à présent modérée. En septembre, la hausse des prix à la consommation n'était que de 0,7 % sur un an (contre 1,7 % un an plus tôt) ; hors produits alimentaires, la hausse des prix était de 2 % (contre 0 % un an plus tôt). Les prix alimentaires sont en baisse (-2,8 % sur un an en septembre), sous l'effet de la chute des prix de la viande de porc (-47 % sur un an), résultant de la fin de l'épidémie de fièvre porcine (qui avait précédemment conduit à une forte hausse des prix de la viande). Malgré la hausse des prix de l'énergie (+22 % sur un an pour les carburants), la hausse des prix à la consommation reste donc contenue.

La hausse des prix de l'énergie et plus généralement des matières premières a cependant conduit à une hausse des prix des consommations intermédiaires dans l'industrie : +14 % sur un an en septembre,

dont 30 % pour l'énergie et 23 % pour les métaux. L'indice des prix à la production industrielle, qui avait baissé en 2020, est en hausse de 10,7 % sur un an en septembre.

2021 : la montée des risques

À l'automne 2021, les ombres sont de plus en plus en plus nombreuses sur la croissance de l'économie chinoise, en dehors même des incertitudes liées à l'évolution de la pandémie. À très court terme, l'évolution des prix des matières premières est problématique. Dans notre prévision, la hausse récente des prix du pétrole à plus de 80 dollars le baril de Brent ne serait que passagère, le prix du baril s'établirait autour de 75 dollars au quatrième trimestre 2021, avant de redescendre à 65 dollars à partir du deuxième trimestre 2022 ; les prix des matières premières ralentiraient aussi. La hausse des prix des consommations intermédiaires, constatée au cours des derniers mois, ne serait que temporaire et pourrait être absorbée par les marges des entreprises.

Un troisième risque à court terme porte sur les difficultés d'approvisionnement en énergie, qui ont en septembre conduit à l'arrêt de la production de sites industriels, à des coupures d'électricité dans les commerces et chez les particuliers. Ces coupures avaient été décidées au niveau local par les collectivités qui souhaitaient respecter les objectifs de réduction des gaz à effet de serre fixés par le gouvernement chinois (dans le cadre de l'objectif de neutralité carbone en 2060). Le gouvernement a changé de cap, donnant des consignes d'achat de charbon « quel qu'en soit le prix », relançant l'utilisation des centrales au charbon, afin de supprimer le risque de coupures de courant pour les entreprises et d'assurer le chauffage des habitations à l'entrée de l'hiver.

Un quatrième risque concerne le secteur de la construction. Ce secteur a connu une forte croissance à partir de la fin des années 1980, conduisant à une forte hausse des prix de l'immobilier et à un fort niveau d'endettement des constructeurs et promoteurs immobiliers. En août 2020, le gouvernement chinois a durci les conditions d'accès au crédit des constructeurs et promoteurs en leur fixant trois « lignes rouges », correspondant à des seuils de ratio de dettes sur actif net, de dettes sur fonds propres et de dettes sur cash-flow, à ne pas franchir pour pouvoir continuer à s'endetter. Ce durcissement des règles d'accès au crédit, quelques mois après l'émergence de la pandémie, avait mis en difficulté un premier promoteur en novembre 2020 :

China Fortune Land³³. En septembre 2021, Evergrande – dont la dette s'élève à 300 milliards de dollars, soit 2 % du PIB chinois – n'a pas été en mesure d'honorer ses échéances de remboursement des dettes et a vu le cours de ses actions s'effondrer en bourse. Une faillite d'Evergrande, étant donné son poids, ferait courir un risque systémique, comme cela fut le cas avec Lehman Brothers en 2008. Evergrande n'est pas un cas isolé : selon le *Financial Times*, la moitié des 30 plus grands promoteurs ne respectaient pas fin septembre au moins une des trois lignes rouges. Nous faisons l'hypothèse que le gouvernement chinois ne prendra pas le risque de laisser Evergrande, ni aucun autre promoteur de la même taille, faire faillite et qu'un scénario de démantèlement organisé est le plus probable. Le gouvernement chinois et la Banque populaire de Chine parviendraient à limiter les risques de faillite (rachat d'actifs par les autorités locales, soutien des banques, ...). En tout état de cause, la dette d'Evergrande pourrait être absorbée par l'État, la dette publique chinoise n'étant que de 69 % du PIB. Mais, même en l'absence de faillite d'Evergrande, l'activité immobilière serait nettement ralentie.

Le poids de la construction est de l'ordre de 8 % de la valeur ajoutée en Chine. Mais Rogoff et Yang (2021)³⁴ estiment que le poids de l'ensemble des activités immobilières était proche de 30 % en 2017, à l'aide du dernier tableau-entrées-sorties publié par le NBS. Les auteurs soulignent que le poids dans le PIB des activités liées à l'immobilier avait alors dépassé en Chine celui de l'Espagne en 2007, avant l'éclatement de la bulle immobilière, poids qui était nettement supérieur à celui des États-Unis ou de l'Irlande. Les prix de l'immobilier dans les grandes villes chinoises (Pékin, Shanghai, mais aussi Xian, Chengdu...) ont atteint des niveaux historiquement élevés. Le risque immobilier est devenu un risque majeur, Rogoff et Yang estimant qu'une baisse de 20 % de l'activité immobilière serait susceptible de conduire, sur plusieurs années, à une baisse de 5 à 10 % du PIB.

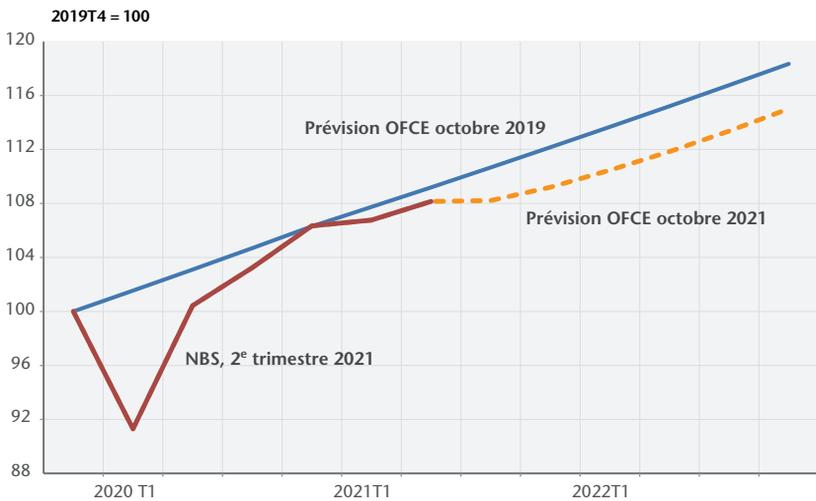
33. En février 2021, China Fortune Land se déclarait dans l'incapacité de rembourser 5,3 milliards de yuans de dette (800 millions de dollars) puis, en mars, 8,38 milliards de yuan (1,3 milliard de dollars). Le 30 septembre, l'entreprise annonçait un plan de restructuration de sa dette portant sur 41,7 milliards de dollars et le retour de sa cotation sur la bourse de Shanghai le 8 octobre, après deux semaines de suspension. <https://asia.nikkei.com/Spotlight/Caixin/Troubled-China-Fortune-Land-floats-restructuring-plan>

34. Rogoff K. et Y. Yang, 2021, « Has China's Housing Production Peaked? », *China and the World Economy* 21, n° 1, pp. 1-31 (earlier version available [here](#)).

Scénario à l'horizon 2022

Le ralentissement en cours conduirait à une croissance du PIB de 7,7 % cette année et de 4,2 % l'an prochain. Les chiffres de croissance annuels masquent cependant un coup d'arrêt net de l'activité en 2021 (avec 0,1 % de croissance au troisième trimestre, puis 0,9 % au quatrième trimestre), suivi d'un redémarrage en 2022, au rythme de 1,2 % au premier trimestre jusqu'à 1,5 % au quatrième trimestre. Le PIB chinois avait retrouvé dès le quatrième trimestre 2020 le niveau qu'il aurait atteint en l'absence de crise si la croissance s'était poursuivie en 2020 au rythme de 6 %, que nous anticipions dans notre prévision d'octobre 2019 (OFCE, 2019). Mais, selon notre scénario, le PIB serait, à la fin 2022, 2,8 points en dessous du niveau qu'il aurait atteint si la croissance s'était poursuivie au rythme de 5,8 % en 2021 et de 5,5 % en 2022, comme nous pouvions alors l'envisager (graphique 27).

Graphique 27. Évolution du PIB chinois



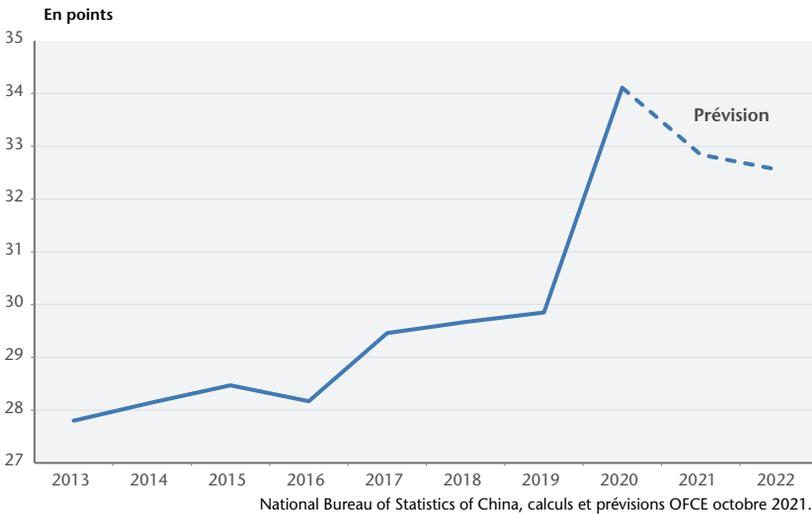
National Bureau of Statistics of China, calculs et prévisions OFCE octobre 2021.

Nous avons indiqué plus haut les facteurs internes qui font ralentir la croissance chinoise aujourd'hui. De plus, les exportations ne soutiennent plus autant la croissance qu'au plus fort de la pandémie, en 2020. Les parts de marché chinoises continueraient de baisser au second semestre 2021, se rapprochant de leur niveau d'avant-crise, puis se stabiliseraient à l'horizon de la fin 2022.

La consommation, en hausse de plus de 6 % en 2019, avait chuté de 0,9 point en 2020, tandis que le taux d'épargne des ménages

augmentait de 4 points, passant de 30 à 34 % du revenu disponible (graphique 28). Nous faisons l'hypothèse que le taux d'épargne baisserait d'un point cette année et de 0,5 point l'an prochain, la baisse restant freinée par le maintien des risques sanitaires, le ralentissement de la croissance et de l'emploi, les incertitudes sur l'immobilier. La consommation augmenterait de 8 % cette année et de 5,1 % l'an prochain, mais, comme pour le PIB, les chiffres annuels masqueraient un ralentissement en 2021, suivi d'une légère reprise en 2022.

Graphique 28. Taux d'épargne des ménages chinois



De même la hausse de l'investissement ne serait que de 2,9 % en 2022 en moyenne annuelle, après 6,2 % en 2021. L'investissement serait freiné en 2022 par le ralentissement de la demande extérieure et intérieure, le désendettement des entreprises, et dans certains secteurs un durcissement des réglementations (dont l'immobilier).

La politique économique n'apporterait guère de soutien à la croissance. Selon les dernières prévisions du FMI (*Fiscal monitor*, automne 2021), la politique budgétaire serait restrictive en 2021 : le déficit primaire corrigé de la conjoncture serait réduit de 2,5 points en 2021, du fait de la fin de la plupart des mesures de soutien qui avaient été prises au début de la pandémie et d'une baisse de l'investissement public ; puis de 0,5 point en 2022. Le déficit public serait réduit de 11,2 % du PIB à 7,5 % en 2021 et 6,8 % en 2022. La dette publique augmenterait de 66 % du PIB en 2020 à 69 % en 2021 et 72 % en

2022. La politique monétaire serait légèrement restrictive cette année comme l'an prochain, le gouvernement souhaitant freiner l'endettement des entreprises, tout en limitant les risques de faillites.

Risques

Cette prévision est entourée de risques particulièrement élevés. Le risque le plus important à la baisse est aujourd'hui celui de l'immobilier. Il pourrait se matérialiser si le gouvernement décide de ne pas intervenir pour limiter les risques de faillite, mais cela nous semble peu probable.

Si les risques actuels (sanitaires, énergie, immobilier) ne se matérialisent pas, les ménages pourraient accroître leur consommation en ramenant leur taux d'épargne dès 2022 au niveau d'avant-crise, soit une baisse de trois points. C'est sans doute le principal risque à la hausse de notre prévision.

Les tensions commerciales sino-américaines pourraient s'accroître au cours des prochains mois. Selon Bown (2021)³⁵, la Chine n'avait atteint en août 2021 que 60 % de l'objectif d'achat de produits des États-Unis, soit environ 90 % pour les produits agricoles et alimentaires et 60 % pour les produits manufacturiers (moins pour les produits énergétiques et autres produits), objectif qu'elle s'est engagée à atteindre à la fin 2021 dans l'accord « phase one », signé avec le gouvernement Trump. L'accord, entré en vigueur en février 2020, n'a pas été remis en cause par le nouveau gouvernement américain. Par ailleurs, les tensions géopolitiques se sont accrues récemment entre la Chine et plusieurs de ses voisins de la zone pacifique – Taiwan, Australie et États-Unis. Cependant la Chine a présenté sa candidature d'adhésion au partenariat transpacifique global et progressiste (CPTPP) en septembre 2021, signe supplémentaire de sa volonté d'intégration économique avec les pays du Pacifique.

Sur le plan intérieur, le gouvernement chinois a inscrit dans le plan quinquennal 2021-2027 l'objectif de lutte contre la pauvreté, ainsi que celui de l'amélioration de la qualité et de l'efficacité de la production nationale. Le plan met l'accent sur la « double circulation », visant un rééquilibrage de la croissance *via* la demande intérieure. Le thème de l'innovation technologique, central dans le programme *Made in China*

35. Bown Chad P., « US-China phase one tracker: China's purchases of US goods, As of August 2021 », *PIIE*, 27 septembre 2021.

2025, semble passer au second plan, même s'il est toujours question d'autosuffisance technologique. La Chine se donne comme objectif de passer du stade d'« atelier du monde » à celui de leader dans les industries de haut de gamme comme les télécommunications, les technologies vertes ou les biens d'équipement médicaux. La Chine est lancée à la conquête de la première place de l'économie mondiale mais, à court terme, Xi Jinping a actionné un certain nombre d'instruments, destinés à freiner l'exubérance de certains secteurs de l'économie.



Émergents d'Asie et d'Amérique : reprise sur fond de tensions inflationnistes

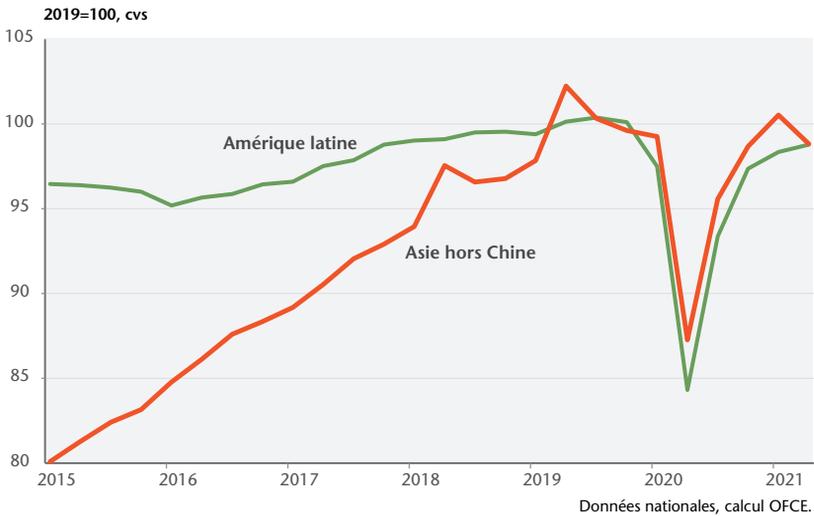
Comme les pays avancés d'Europe et d'Amérique du Nord, les pays émergents n'ont pas échappé aux différentes vagues de Covid-19 qui se sont propagées à travers le monde sur la première moitié de l'année 2021. Sur la base des statistiques sanitaires disponibles, les taux d'incidence sont remontés assez fortement dans certains pays, notamment d'Amérique latine. Le Pérou affiche le taux de mortalité dû au Covid-19 le plus élevé du monde (le nombre de décès Covid représente, au total sur la période de mars 2020 à mi-octobre, 0,6 % de la population). Le Brésil, l'Argentine, la Colombie, le Mexique et le Chili arrivent également en tête de ce triste palmarès avec un taux compris entre 0,2 et 0,3 % (comme les États-Unis et le Royaume-Uni). En Asie, la situation est moins mortifère, avec des taux inférieurs à 0,05 % (sauf en Malaisie où le taux se situe à 0,08 %).

Depuis quelques mois, la situation semble se stabiliser avec un meilleur contrôle de la propagation du virus et l'essor de la vaccination. À la mi-octobre, 65 % de la population d'Amérique latine a reçu au moins une première dose de vaccin (85 % au Chili, 73 % au Brésil et 68 % en Argentine) et 55 % de la population asiatique, certains grands pays ayant pris du retard dans la vaccination tels que le Bangladesh (23 %), l'Indonésie (39 %) et l'Inde (50 %).

Si les contraintes sanitaires sont moins prégnantes qu'en 2020, la situation économique est restée modeste au premier semestre 2021 (graphique 29) dans chacune des régions, avec notamment une baisse d'activité au deuxième trimestre en Asie. À la mi-2021, le PIB n'était pas

encore revenu à son niveau pré-Covid mais en était proche : -0,8 % pour la région d'Asie hors Chine (et hors Japon) et -1,3 % en Amérique latine. Mais paradoxalement, la situation est plus dégradée en Asie qu'en Amérique latine. Car même si la chute d'activité en 2020 a été moins forte en Asie, la perte de production par rapport à ce qui se serait passé si l'activité était restée sur sa tendance passée en 2020, est nettement plus forte en Asie qu'en Amérique latine.

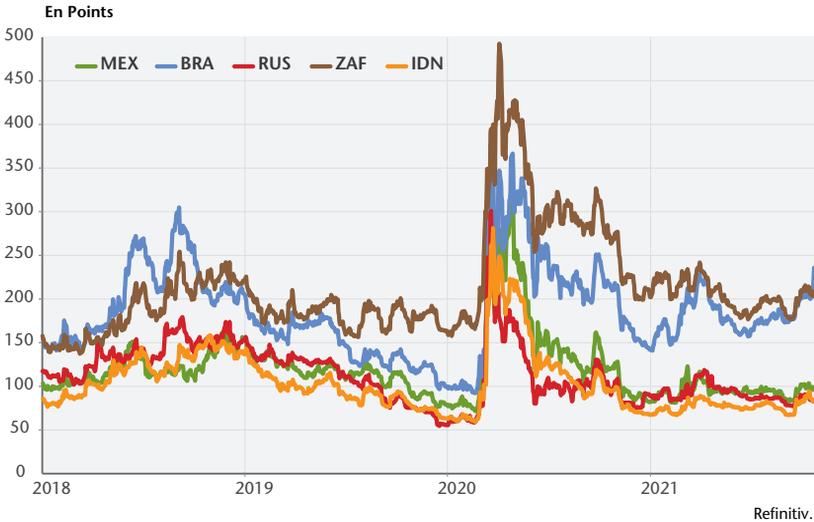
Graphique 29. PIB régional, en volume



Autre sujet d'inquiétude qui frappe surtout l'Amérique latine : l'inflation, alimentée par la hausse du prix des matières premières et les dépréciations en chaîne de certaines monnaies face au dollar, et le risque de laisser s'installer durablement des pressions sous-jacentes. Cette inquiétude se traduit par le resserrement des conditions d'accès aux marchés financiers. Les primes de risque ont augmenté, annulant ainsi toute la décade de 2019. C'est le cas dans les pays émergents où les places financières jouent un rôle important, au premier chef au Brésil, mais aussi au Mexique et en Russie. Après une envolée en mars 2020, les *spreads* sont redescendus mais restent à un niveau supérieur de 0,5 à 1 point par rapport à ce qu'ils étaient avant la crise (graphique 30). Pour soutenir les taux de change et enrayer la hausse des anticipations d'inflation, les taux directeurs ont recommencé à augmenter dans tous les pays d'Amérique latine. En Asie, seule la Corée a amorcé une très légère hausse en août.

Finalement, la croissance attendue en 2021 serait proche dans les deux régions : 6,8 % pour l'Asie hors Chine et 6,6 % en Amérique latine. En 2022, elle serait deux fois plus rapide en Asie hors Chine.

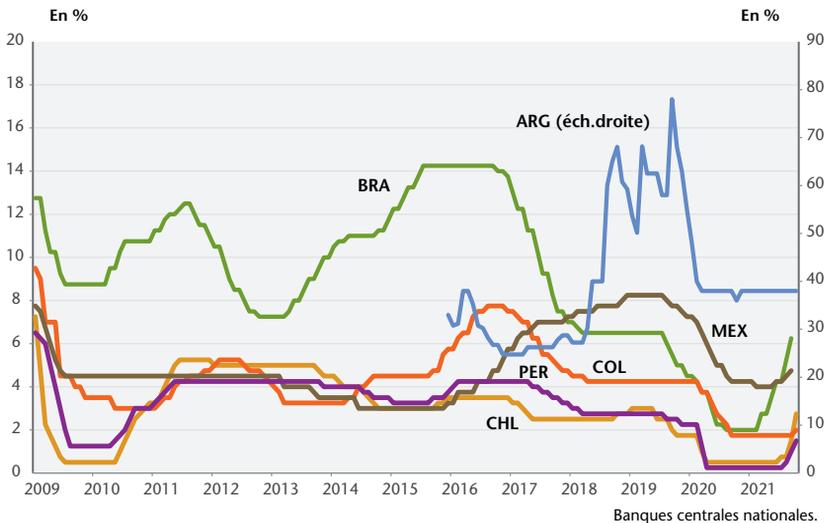
Graphique 30. Primes de risque souverain (CDS à 5 ans)



L'Amérique latine : le retour du risque inflationniste

Si certains pays ont particulièrement souffert de la crise en 2020, d'autres pays ont mieux résisté. Au Pérou, en Argentine et au Mexique, le PIB a chuté de respectivement 11 % et 9,9 % et 8,5 % tandis qu'il ne baissait 'que' de 4,1 % au Brésil. À la mi-2021, l'activité avait plus que retrouvé son niveau d'avant-Covid au Brésil et au Chili et restait encore légèrement inférieure dans les autres pays. Face à cette récupération fragile, une des difficultés pour les autorités est la conduite de la politique économique dans un contexte de poussée inflationniste forte. Pour stabiliser les anticipations nominales et ramener l'inflation dans la bande de fluctuations pré-définies par la plupart des banques centrales dans le cadre de leur politique d'*inflation targeting*, les taux directeurs ont partout été relevés (graphique 31). La politique monétaire devient donc de moins en moins accommodante. La politique budgétaire reste cependant très expansionniste, surtout en cette période électorale (Argentine, Chili) ou préélectorale (Brésil). L'autre facteur favorable à la croissance est la hausse des recettes d'exportations tirées du prix des matières premières et de la forte demande chinoise.

Graphique 31. Taux directeur des banques centrales en Amérique latine



Le **Brésil** a plutôt bien résisté à la crise sanitaire en 2020. Malgré tout, la sécheresse prolongée qui sévit dans le pays, les problèmes d'approvisionnement dans l'industrie et les risques de rationnement d'électricité dans le courant du second semestre pèsent sur la croissance de 2021. Mais surtout le pays reste très exposé au risque inflationniste et aux perturbations financières qu'il engendre. En septembre, l'inflation a atteint 10,8 % sur un an, pour une cible fixée par la banque centrale à 3,5 %. La hausse du prix des matières premières mais surtout la chute continue du réal (-25 % de sa valeur face au dollar entre fin 2019 et octobre 2021) ont alimenté ce cercle vicieux que tente de casser la politique monétaire. Depuis mars dernier, le taux SELIC a augmenté de 4,25 points mais pour l'instant sans effet sur l'ancrage des anticipations : depuis juillet, le taux de change est reparti à la baisse. Cette instabilité risque d'impacter les perspectives de croissance, mises à mal en plus par la détérioration du climat politique, à l'approche des prochaines élections présidentielle d'octobre 2022. Malgré un déficit à 13,7 % en 2020, la politique budgétaire devrait rester expansionniste en 2021 et 2022.

En **Argentine**, le rebond de croissance attendu en 2021 et 2022 intervient après 3 années de récession (-14 % du PIB entre 2017 et 2020). Malgré la baisse d'activité du deuxième trimestre liée au durcissement des mesures sanitaires en avril, les indicateurs d'activité annoncent une reprise soutenue au second semestre. Malgré tout, les

problèmes sont loin d'être résolus. L'inflation a atteint 52,5 % en septembre, soit le même taux qu'en septembre 2019 et le peso perdu plus de 80 % de sa valeur face au dollar depuis fin 2017. La mauvaise gestion macroéconomique a fait sombrer le pays dans une crise profonde qui en 2018 l'a conduit à se rapprocher du FMI pour un prêt de 57 milliards de dollars, dont 44 milliards ont été effectivement retirés. Aujourd'hui, la dette doit être renégociée avec le FMI sous peine de défaut de paiement. Une échéance de 1,9 milliard a bien été payée en septembre mais le pays doit encore verser 19,3 milliards en 2022 (19,5 en 2023 et 4,9 en 2024). Or malgré le contrôle des changes instauré en septembre 2019, les réserves internationales sont à un très bas niveau. En juin dernier, un accord avec le Club de Paris avait déjà été trouvé sur le versement de la dernière tranche de remboursement (2,4 milliards de dollars) d'un prêt de 2014. Les élections législatives de mi-mandat prévues le 14 novembre prochain pourraient encore alimenter cette instabilité chronique. La défaite du gouvernement de coalition péroniste aux primaires de septembre avait conduit à un remaniement ministériel et à l'introduction de nouvelles mesures électoralistes destinées à soutenir le pouvoir d'achat des ménages, avec le risque d'alimenter l'inflation et détériorer encore davantage les finances publiques.

Au **Chili**, les perspectives sont particulièrement favorables. Avec l'envolée des prix du cuivre (qui représentent plus de 50 % des exportations en 2020) et un marché chinois en pleine expansion (presque 40 % de la destination des exportations), le pays devrait connaître une croissance supérieure à 9 % en 2021 (après -5,8 % en 2020). L'inflation a accéléré jusqu'à 5,3 % en septembre, le taux directeur a été relevé de 2 points en deux mois. Le taux de change a bien résisté malgré une baisse depuis juin dernier, et les réserves de change ont même augmenté depuis la crise.

Après une récession sévère en 2020, le rebond de croissance attendu au **Mexique** en 2021 devrait rester modéré malgré la dynamique favorable du voisin américain. Les problèmes d'approvisionnement des chaînes de valeur dans l'industrie, notamment automobile, devraient freiner la production. Là aussi, l'inflation (6 % en septembre) est deux fois plus élevée que celle ciblée par la banque centrale mais la politique monétaire est restée jusqu'alors peu réactive car le risque d'une inflation importée via la baisse du taux de change, est moindre qu'ailleurs. Le Mexique est le pays où le déficit budgétaire s'est le moins dégradé en 2020 (à 2,9 % du PIB après 1,6 % en 2019),

signe d'une politique restrictive cette année-là malgré le contexte sanitaire éprouvant.

Asie : croissance fragile sur fond de pandémie

La reprise dans les pays émergents se poursuit mais reste fragile. En l'absence d'une deuxième vague d'infections et grâce à des mesures de relance économique sans précédent, l'activité économique en Asie devrait connaître un fort rebond avec une croissance de +7,2 % en 2021 après -1,4 % en 2020. Les pays asiatiques ont connu des fortunes diverses, reflétant des degrés de dépendance au commerce mondial différents, ainsi que des choix de politiques économiques et sanitaires différents. D'un côté, Taiwan s'en sort avec les honneurs, après avoir enregistré une croissance de + 3,1 % en 2020, tandis que d'autres pays comme l'Inde ou les Philippines comptent sur les campagnes de vaccination. Dans le même temps, la Corée du Sud, Hong Kong et la Thaïlande ont dû prendre de nouvelles mesures restrictives pour endiguer la progression du Covid-19, et ces mesures pourraient peser sur l'activité économique en 2021. Les exportations ont constitué le principal moteur du rebond de l'activité, permettant à certains pays (Vietnam) de retrouver leur niveau d'activité de fin 2019. Le total des échanges commerciaux devrait diminuer d'environ 22 % en 2021, en Inde et aux Philippines. Le modèle de croissance asiatique reste très dépendant de la demande mondiale, même si les pays ont mis en œuvre des mesures visant à recentrer l'activité économique sur la demande intérieure, car cette réorientation prendra du temps. Les pays asiatiques sont soumis à des degrés différents à un ensemble de chocs. D'un côté des pays comme l'Inde ou le Pakistan subissent de plein fouet la crise sanitaire et l'envolée du prix des matières premières, qui pèse lourdement sur la croissance, et risque de creuser les inégalités. D'autres pays comme la Corée du Sud, le Vietnam ont moins été touchés par la crise sanitaire du fait de mesures initiales plus restrictives, mais leur dépendance au tourisme international et au flux de devises étrangères les expose à des risques de sorties de capitaux et de dépréciation de leurs devises en cas de remontée des taux d'intérêt américains. De plus, dans la plupart des pays d'Asie, le tourisme a chuté et cette baisse impacte de nombreux secteurs comme l'hôtellerie ou les transports. Le tourisme intérieur de courte durée reste insuffisant pour compenser la chute du nombre de touristes étrangers.

Après un choc économique sévère, les économies de la région ont commencé à rebondir. Au début de l'année 2021 le taux de croissance est resté en moyenne inférieur aux taux d'avant la pandémie (le plus faible en Indonésie et le plus élevé aux Philippines).

En 2020, l'Inde a connu sa plus forte contraction depuis 1951 (-7,3 %). La dernière remonte à 1980 et s'établissait à -5,2 % (à partir du début des années 1980, l'Inde s'engage dans des réformes qui desserrent les contrôles pesant sur l'activité économique, ces progrès s'accompagnent néanmoins d'une aggravation du déficit budgétaire et du déficit des paiements courants.). En fin d'année, le recul de la pandémie avait permis un assouplissement des restrictions et une reprise de l'activité. Mais la deuxième vague épidémique, qui a touché l'Inde à partir de mars 2021, a poussé la majorité des régions à se reconfiner. L'ampleur et la vitesse de propagation de la seconde vague ont une nouvelle fois fait reculer l'économie. Entre janvier et mars 2021, la croissance s'est néanmoins redressée (+1,6 %) pour le deuxième trimestre consécutif, après une grave récession, grâce à l'intensification du rythme des vaccinations. Le gouvernement a récemment annoncé une stratégie d'achat centralisé des vaccins afin de renforcer la vaccination.

Tous les indicateurs ont connu un important recul : la production industrielle a reculé en avril et en mai (respectivement -12,9 % et -10,1 %). Les ventes automobiles ont reculé de 13,5 % au second trimestre 2021 après une hausse de +2,7 % au premier trimestre. Le taux de chômage reste élevé (13 % en juin 2021). Aucune région n'a été épargnée par l'épidémie, les plus touchées représentant 60 % du PIB indien.

L'inflation en Inde est à son plus haut niveau depuis trente ans. En effet, la hausse des prix à la consommation, qui était retombée autour de + 4 % en rythme mensuel depuis le début de l'année 2021, a atteint + 6,2 % aux mois de mai et juin, due notamment à l'envolée du coût des carburants. 75 millions d'Indiens sont passés sous le seuil de pauvreté : la grande majorité des emplois ne bénéficiant d'aucune forme de protection sociale, 97 % des ménages ont enregistré une baisse de leur pouvoir d'achat du fait de la perte de leur emploi et de la hausse des prix à la consommation.

L'économie coréenne s'est légèrement contractée de 0,9 % en 2020 ; c'est le premier recul annuel depuis la crise financière asiatique de 1997-1998. La croissance des exportations en fin d'année (+16,3 %

au troisième trimestre et +5,3 % au quatrième) et la hausse des investissements (+5,3 %) ont partiellement compensé la baisse de la consommation privée due aux mesures sanitaires mises en place. La croissance des exportations de semi-conducteurs reste robuste, en raison de la tendance séculaire de la transformation numérique et du rebond de l'activité au niveau mondial. Cette forte demande a poussé les entreprises à investir, notamment l'investissement en équipement qui est en forte hausse de 24,9 % par rapport aux investissements de 2020. Le gouvernement coréen prévoit un plan de relance de 2 milliards de dollars d'ici 2022 dans des projets liés à l'industrie du futur. Le but est de renforcer la productivité et la compétitivité du tissu industriel coréen, suivant les concepts des 4 i : intelligence, innovation, inclusion et interaction.

En 2020, des mesures de confinement strictes ont plongé les Philippines en récession (-9,6 %). Pour faire face à cette crise, le gouvernement a mis en place un plan de relance de 12 milliards de dollars, visant notamment à soutenir les ménages à faible revenu, les travailleurs vulnérables, les petites entreprises et les secteurs durement touchés comme l'agriculture, les transports et le tourisme. Le taux de chômage a atteint 10,4 % en 2020, aggravant les inégalités et le taux de pauvreté (3 millions de Philippins dans la pauvreté).

En Malaisie, la croissance devrait connaître une forte reprise en 2021 (+5,1 %). Un budget record de plus de 80 milliards de dollars et l'assouplissement progressif des interdictions de circulation devraient permettre une reprise de la consommation intérieure.

En 2020, le PIB de l'Indonésie a reculé de 2,1 %, une contraction modérée en comparaison de nombreux autres pays. En effet, pour éviter des conséquences économiques trop négatives, le gouvernement indonésien a tardé à prendre des mesures nationales pour contenir la propagation de la Covid-19 en 2020. Aucun confinement strict n'a été imposé, seules des restrictions souples des activités sociales ont été mises en place. Depuis début juillet 2021, des mesures de confinement plus restrictives ont été imposées. Le rebond des exportations a fortement contribué à la croissance du PIB (+ 6,9 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2021). La consommation reste soutenue (+5,9 %) au second trimestre 2021.

L'assouplissement des mesures sanitaires au quatrième trimestre 2020 a permis de limiter la contraction de l'économie de Singapour. Le PIB a néanmoins reculé de 5,4 % en moyenne en 2020. C'est un

indicateur de la santé du commerce international étant donné la forte intégration du pays aux flux commerciaux mondiaux. Au premier trimestre 2021, les industries de services se sont fortement contractées (-4,8 %). Depuis, le secteur manufacturier tire la croissance, avec une progression de +11 %. La baisse de chantiers dans les secteurs public et privé a pesé sur la construction qui s'est contractée de 23 % sur un an.

L'économie thaïlandaise devrait croître de 1 % en 2021 compte tenu de la propagation rapide du variant Delta et de son impact négatif sur la consommation privée et les entrées touristiques. La Thaïlande qui a accueilli près de 40 millions de visiteurs en 2019 (environ 49,2 milliards d'euros) prévoit de recevoir 500 000 touristes en 2021.

Le PIB de la Thaïlande a chuté de 2,6 % au premier trimestre 2021 mais cette baisse est inférieure à celle enregistrée au quatrième trimestre 2020 (-4,2 %). Premier secteur touché : le tourisme, fortement atteint par la propagation de l'épidémie dans le monde et par la nouvelle vague en Thaïlande.

Au premier trimestre 2021, le PIB taiwanais a crû de + 9,3 % par rapport à la même période de 2020. Il s'agit de la plus forte croissance de l'économie taiwanaise depuis le quatrième trimestre 2010. Les exportations de biens et de services ont bondi de +22 % en un an au premier trimestre 2021, alors que les importations augmentaient dans le même temps de +16 %. Les investissements restent vigoureux avec une hausse de + 12 % au second trimestre 2021.

L'Asie devrait connaître en 2021 et 2022 une croissance dynamique avec respectivement +7,2 % et + 5,2 %, sauf accident sanitaire comme l'apparition de nouveaux variants. Rares sont les pays à avoir évité la récession en 2020 : hormis la Chine, Taïwan et le Vietnam, tous les autres pays d'Asie ont connu un repli d'activité. La priorité reste de lutter efficacement contre la pandémie de Covid-19. Une réunion des membres de l'APEC (Asia-Pacific Economic Cooperation) s'est tenue le 16 juillet pour discuter d'une politique commune sur la fabrication et la distribution des vaccins. ■

3. ANNEXE TABLEAUX

A1. Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et prix des matières premières

| | 2021 | | | | 2022 | | | | 2020 | 2021 | 2022 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | | | |
| Taux de change ¹ | | | | | | | | | | | |
| 1 €=...dollars | 1,20 | 1,21 | 1,18 | 1,20 | 1,20 | 1,20 | 1,20 | 1,20 | 1,14 | 1,20 | 1,20 |
| 1 \$=...yens | 105 | 109 | 110 | 110 | 110 | 110 | 110 | 110 | 107 | 109 | 110 |
| 1 £=...euros | 1,13 | 1,16 | 1,17 | 1,17 | 1,17 | 1,17 | 1,17 | 1,17 | 1,13 | 1,16 | 1,17 |
| Taux d'intérêt directeurs des banques centrales¹ | | | | | | | | | | | |
| USA | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,44 | 0,25 | 0,30 |
| JPN | -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 |
| GBR | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Matières premières | | | | | | | | | | | |
| Prix du pétrole Brent, en \$ ¹ | 61 | 69 | 73 | 75 | 70 | 65 | 65 | 65 | 42 | 69 | 66 |
| Prix du pétrole Brent, en € ¹ | 50 | 57 | 61 | 62 | 58 | 54 | 54 | 54 | 37 | 58 | 55 |

1. Moyenne sur la période.

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

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. Prévision OFCE octobre 2021.

A2. Équilibre sur le marché pétrolier et prix des matières premières industrielles

Millions de barils/jour sauf mention contraire, cvs

| | 2021 | | | | 2022 | | | | 2020 | 2021 | 2022 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|
| | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | | | |
| Demande mondiale | 95,1 | 96,7 | 98,3 | 99,9 | 100,3 | 100,6 | 101,2 | 101,4 | 92,4 | 97,5 | 100,9 |
| En taux de croissance ¹ | | | | | | | | | -8,6 | 5,5 | 3,5 |
| PIB mondial ¹ | | | | | | | | | -3,6 | 5,8 | 4,3 |
| Intensité pétrolière ¹ | | | | | | | | | -5,0 | -0,3 | -0,8 |
| Production mondiale | 93,0 | 95,3 | 97,0 | 98,4 | 99,8 | 100,5 | 101,1 | 101,7 | 94,2 | 95,9 | 100,8 |
| Dont OPEP | 30,4 | 30,8 | 32,0 | 33,0 | 34,1 | 34,4 | 34,6 | 34,8 | 30,7 | 31,6 | 34,5 |
| Non OPEP | 62,6 | 64,4 | 64,9 | 65,4 | 65,7 | 66,0 | 66,5 | 66,9 | 63,5 | 64,3 | 66,3 |
| Variation de Stock | -2,1 | -1,5 | -1,4 | -1,5 | -0,5 | -0,2 | 0,0 | 0,3 | 1,8 | -1,6 | -0,1 |
| Dont OCDE | -1,2 | -0,7 | -0,7 | -0,2 | 0,0 | 0,1 | 0,2 | 0,5 | 0,5 | -0,7 | 0,2 |
| Prix du pétrole Brent en \$² | 60,8 | 68,8 | 73,5 | 75,0 | 70,0 | 65,0 | 65,0 | 65,0 | 41,8 | 69,5 | 66,3 |
| Taux de change 1 € = ...\$ | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,1 | 1,2 | 1,2 |
| Prix du Brent en € | 50,6 | 56,9 | 62,3 | 62,5 | 58,3 | 54,2 | 54,2 | 54,2 | 36,7 | 58,1 | 55,2 |

1. En %, variation par rapport à la période précédente.

2. En dollars, moyenne sur la période.

EIA (pétrole), indice HWWA Hamburg (matières premières industrielles), calculs et prévision OFCE octobre 2021.

A3. États-Unis : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente (sauf mention contraire), en %

| | 2021 | | | | 2022 | | | | 2020 | 2021 | 2022 |
|--|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|
| | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | | | |
| PIB | 1,5 | 1,6 | 1,4 | 2,3 | 0,7 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | -3,4 | 6,3 | 4,2 |
| PIB par habitant | 1,5 | 1,6 | 1,3 | 2,1 | 0,5 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | -3,9 | 5,8 | 3,5 |
| Consommation des ménages | 2,7 | 2,8 | 1,3 | 2,7 | 1,0 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | -3,8 | 8,8 | 5,5 |
| Consommation publique | 1,8 | -0,3 | 1,2 | 1,2 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 2,0 | 2,0 | 3,0 |
| FBCF totale dont : | 3,1 | 1,1 | 1,9 | 1,8 | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 0,8 | -3,2 | 9,1 | 4,5 |
| Production privée | 3,1 | 2,2 | 1,9 | 1,9 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | -5,3 | 8,5 | 5,1 |
| Logement | 3,2 | -3,1 | 1,7 | 1,7 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 6,8 | 11,6 | 2,4 |
| Administrations publiques | -1,7 | -1,4 | 1,0 | 1,0 | 0,5 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 4,2 | -0,9 | 2,3 |
| Exportations de biens et services | -0,7 | 1,8 | 2,5 | 2,0 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | -13,6 | 5,7 | 6,3 |
| Importations de biens et services | 2,2 | 1,7 | 1,6 | 2,3 | 2,3 | 2,3 | 2,3 | 2,3 | -8,9 | 13,7 | 9,0 |
| <i>Contributions :</i> | | | | | | | | | | | |
| Demande intérieure hors stocks | 2,6 | 2,1 | 1,4 | 2,5 | 0,9 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | -2,8 | 8,0 | 5,2 |
| Variations de stocks | -0,9 | -0,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,6 | -0,6 | 0,9 |
| Commerce extérieur | -0,5 | -0,1 | 0,0 | -0,2 | -0,3 | -0,3 | -0,3 | -0,3 | -0,2 | -1,7 | -0,9 |
| Déflateur de la consommation* | 1,8 | 3,8 | 4,2 | 4,2 | 3,9 | 3,0 | 2,5 | 2,5 | 1,2 | 3,5 | 3,0 |
| Taux de chômage | 6,2 | 5,9 | 5,3 | 4,8 | 4,6 | 4,4 | 4,0 | 3,5 | 8,1 | 5,6 | 4,1 |
| Solde courant, en % du PIB | | | | | | | | | -2,9 | -3,3 | -3,7 |
| Solde public, en % du PIB | | | | | | | | | -15,4 | -13,8 | -3,8 |
| Dette publique, en % du PIB | | | | | | | | | 132,8 | 134,7 | 129,1 |
| Impulsion budgétaire, en points de PIB | | | | | | | | | 10,7 | 0,8 | -8,5 |
| PIB zone euro | -0,3 | 2,2 | 1,7 | 1,5 | 1,0 | 0,8 | 0,8 | 0,7 | -6,5 | 5,1 | 4,8 |

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
Bureau of Economic Analysis (BEA), Bureau of Labor Statistics (BLS), prévision OFCE octobre 2021.

A4. Zone euro : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

| | 2021 | | | | 2022 | | | | 2020 | 2021 | 2022 |
|--------------------------------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|
| | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | | | |
| PIB | -0,3 | 2,2 | 1,7 | 1,5 | 1,0 | 0,8 | 0,8 | 0,7 | -6,5 | 5,1 | 4,8 |
| PIB par habitant | -0,4 | 2,2 | 1,7 | 1,4 | 1,0 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | -6,8 | 4,8 | 4,5 |
| Consommation des ménages | -2,1 | 3,7 | 2,7 | 2,3 | 1,3 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | -8,0 | 3,4 | 6,4 |
| Consommation publique | -0,5 | 1,2 | 0,2 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 1,4 | 3,1 | 0,6 |
| FBCF totale | -0,2 | 1,1 | 0,6 | 0,9 | 1,0 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | -7,5 | 4,0 | 3,6 |
| Exportations de biens et services | 0,7 | 2,2 | 1,7 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,6 | 1,4 | -9,3 | 9,1 | 6,3 |
| Importations de biens et services | 0,4 | 2,3 | 1,3 | 1,4 | 1,1 | 1,1 | 1,2 | 1,1 | -9,2 | 6,5 | 5,3 |
| Contributions : | | | | | | | | | | | |
| Demande intérieure hors stocks | -1,3 | 2,4 | 1,6 | 1,4 | 0,9 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | -5,7 | 3,4 | 4,2 |
| Variations de stocks | 0,8 | -0,2 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,5 | 0,3 | -0,2 |
| Commerce extérieur | 0,1 | 0,0 | 0,3 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | -0,3 | 1,5 | 0,7 |
| Prix à la consommation (IPCH)* | 1,1 | 1,8 | 2,8 | 2,7 | 2,3 | 1,9 | 1,5 | 1,5 | 0,3 | 2,1 | 1,8 |
| Taux de chômage | 8,1 | 8,0 | 7,9 | 7,8 | 7,8 | 7,8 | 7,7 | 7,7 | 7,9 | 7,9 | 7,7 |
| Solde courant, en % du PIB | | | | | | | | | -7,2 | -7,2 | -3,8 |
| Solde public, en % du PIB | | | | | | | | | -7,2 | -7,2 | -3,8 |
| Dettes publiques, en % du PIB | | | | | | | | | 98 | 98,9 | 96,3 |
| Impulsion publique, en points de PIB | | | | | | | | | 3,1 | 1,1 | -1,8 |
| PIB États-Unis | 1,5 | 1,6 | 1,4 | 2,3 | 0,7 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | -3,4 | 6,3 | 4,2 |

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
Eurostat, prévision OFCE octobre 2021.

A5. Allemagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

| | 2021 | | | | 2022 | | | | 2020 | 2021 | 2022 |
|--------------------------------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|
| | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | | | |
| PIB | -2,0 | 1,6 | 1,7 | 1,6 | 1,3 | 0,8 | 0,9 | 0,9 | -4,9 | 2,6 | 5,1 |
| PIB par habitant | -2,0 | 1,6 | 1,6 | 1,6 | 1,3 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | -5,0 | 2,6 | 4,9 |
| Consommation finale privée | -5,2 | 3,2 | 3,2 | 2,7 | 1,6 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | -6,1 | -0,5 | 7,2 |
| Consommation des APU | -0,7 | 1,8 | -0,7 | -0,7 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 3,5 | 1,8 | -0,2 |
| FBCF totale <i>dont</i> | -0,7 | 0,5 | 0,5 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | -3,0 | 2,2 | 2,7 |
| Exportations de biens et services | -2,1 | 3,0 | 2,8 | 1,0 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | -8,9 | 4,0 | 4,8 |
| Importations de biens et services | -0,5 | 0,0 | 0,5 | 0,0 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 1,9 | 0,0 | 1,7 |
| <i>Contributions :</i> | | | | | | | | | | | |
| Demande intérieure hors stocks | -3,0 | 2,1 | 1,6 | 1,4 | 1,0 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | -3,2 | 0,6 | 4,3 |
| Variations de stocks | 2,2 | 0,2 | -0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,8 | 1,5 | -0,1 |
| Commerce extérieur | -1,1 | -0,7 | 0,3 | 0,2 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | -0,9 | 0,5 | 0,9 |
| Déflateur de la consommation* | 1,7 | 2,2 | 3,3 | 3,0 | 2,5 | 2,3 | 2,0 | 1,9 | 0,4 | 2,5 | 2,2 |
| Taux de chômage | 3,9 | 3,7 | 3,8 | 3,7 | 3,5 | 3,4 | 3,3 | 3,2 | 3,9 | 3,8 | 3,3 |
| Solde courant, en % du PIB | | | | | | | | | 6,7 | 6,7 | 6,8 |
| Solde public, en % du PIB | | | | | | | | | -4,2 | -4,6 | -1,6 |
| Dette publique, en % du PIB | | | | | | | | | 69,8 | 69,6 | 66,8 |
| Impulsion publique, en points de PIB | | | | | | | | | 2,7 | 1,1 | -1,1 |
| PIB zone euro | -0,3 | 2,2 | 1,7 | 1,5 | 1,0 | 0,8 | 0,8 | 0,7 | -6,5 | 5,1 | 4,8 |

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
Bundesbank, Statistisches Bundesamt, prévision OFCE octobre 2021.

A6. France : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

| | 2021 | | | | 2022 | | | | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|------|-----|-----|-----|------|-----|-----|-----|-------|-------|-------|
| | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | | | |
| PIB | 0,0 | 1,1 | 2,4 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,7 | 0,7 | -8,0 | 6,3 | 4,1 |
| PIB par habitant | -0,1 | 1,0 | 2,3 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,6 | 0,6 | -8,4 | 5,9 | 3,7 |
| Consommation finale privée | 0 | 1 | 4 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | -7 | 4 | 6 |
| Consommation des APU | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | -3 | 5 | 2 |
| FBCF totale | 0 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | -9 | 12 | 4 |
| Exportations de biens et services | 0 | 1 | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | -16 | 8 | 8 |
| Importations de biens et services | 1 | 2 | 3 | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 | -12 | 8 | 8 |
| <i>Contributions :</i> | | | | | | | | | | | |
| Demande intérieure hors stocks | 0 | 1 | 3 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | -7 | 7 | 5 |
| Variations de stocks | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Commerce extérieur | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | -1 | 0 | 0 |
| Déflateur de la consommation (en ga) | 0,8 | 1,1 | 1,6 | 1,9 | 1,6 | 1,5 | 1,6 | 1,7 | 0,6 | 1,4 | 1,6 |
| Taux de chômage | 8,1 | 8,0 | 7,8 | 7,8 | 7,9 | 7,9 | 7,9 | 8,0 | 8,0 | 7,9 | 7,9 |
| Solde courant, en % du PIB | | | | | | | | | -1,9 | -1,2 | -1,1 |
| Solde public, en % du PIB | | | | | | | | | -9,1 | -8,4 | -5,0 |
| Dette publique, en % du PIB | | | | | | | | | 115,1 | 115,7 | 114,7 |
| Impulsion budgétaire, en points de PIB* | | | | | | | | | | | |
| PIB zone euro | -0,3 | 2,2 | 1,7 | 1,5 | 1,0 | 0,8 | 0,8 | 0,7 | -6,5 | 5,1 | 4,8 |

* Mesurée comme l'effort budgétaire structurel.
INSEE, comptes trimestriels ; prévisions OFCE, *e-mod,fr*, 2021-2022, octobre 2021.

A7. Italie : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

| | 2021 | | | | 2022 | | | | 2020 | 2021 | 2022 |
|--|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|
| | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | | | |
| PIB | 0,2 | 2,7 | 1,2 | 2,3 | 0,8 | 0,3 | 0,4 | 0,3 | -8,9 | 5,9 | 4,3 |
| PIB par habitant | 0,4 | 2,8 | 1,2 | 2,4 | 0,8 | 0,3 | 0,4 | 0,3 | -8,5 | 6,5 | 4,4 |
| Consommation des ménages | -1,1 | 5,0 | 1,5 | 4,2 | 1,4 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | -10,7 | 5,3 | 7,0 |
| Consommation publique | -0,5 | -0,9 | 0,0 | 0,0 | -2,2 | -0,9 | -0,9 | -0,9 | 1,6 | 0,5 | -3,7 |
| FBCF totale dont : | 3,8 | 2,4 | 0,0 | 0,0 | 0,9 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | -9,1 | 14,3 | 2,6 |
| productive | 3,1 | 2,8 | | | | | | | -14,7 | | |
| logement | 6,2 | 2,9 | | | | | | | -6,0 | | |
| Exportations de biens et services | 0,6 | 3,2 | 1,7 | 2,0 | 1,6 | 1,6 | 2,6 | 2,3 | -13,8 | 11,3 | 8,0 |
| Importations de biens et services | 2,5 | 2,3 | 1,1 | 2,6 | 0,9 | 1,0 | 1,8 | 1,6 | -12,6 | 11,0 | 6,2 |
| <i>Contributions :</i> | | | | | | | | | | | |
| Demande intérieure hors stocks | 0,0 | 3,1 | 0,9 | 2,4 | 0,6 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | -7,8 | 5,8 | 3,9 |
| Variations de stocks | 0,7 | -0,8 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,3 | -0,4 | -0,3 |
| Commerce extérieur | -0,4 | 0,3 | 0,2 | -0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,2 | -0,8 | 0,5 | 0,7 |
| Prix à la consommation (déflateur)* | 0,2 | 0,8 | 1,8 | 1,7 | 1,5 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | -0,2 | 1,1 | 1,2 |
| Taux de chômage | 10,1 | 9,8 | 9,4 | 9,5 | 9,5 | 9,4 | 9,4 | 9,2 | 9,3 | 9,7 | 9,3 |
| Solde courant, en % de PIB | | | | | | | | | 3,7 | 2,3 | 3,8 |
| Solde public, en % de PIB | | | | | | | | | -9,6 | -9,4 | -6,0 |
| Dettes publiques, en % du PIB | | | | | | | | | 155,6 | 153,8 | 151,3 |
| Impulsion budgétaire, en points de PIB | | | | | | | | | 3,4 | 0,4 | -3,4 |
| PIB zone euro | -0,3 | 2,2 | 1,7 | 1,5 | 1,0 | 0,8 | 0,8 | 0,7 | -6,5 | 5,1 | 4,8 |

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
 ISTAT, calculs de l'auteur, prévision OFCE octobre 2021.

A8. Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

| | 2021 | | | | 2022 | | | | 2020 | 2021 | 2022 |
|--|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|-------------|------------|
| | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | | | |
| PIB | -0,6 | 1,1 | 2,8 | 2,2 | 1,6 | 1,4 | 1,4 | 0,9 | -10,8 | 5,0 | 7,0 |
| PIB par habitant | -4,6 | -3,9 | 2,6 | 2,0 | 1,4 | 1,2 | 1,3 | 0,8 | -13,6 | -6,5 | 5,1 |
| Consommation des ménages | -2,1 | 4,6 | 2,4 | 2,4 | 1,3 | 1,1 | 0,7 | 0,7 | -12,0 | 6,2 | 7,0 |
| Consommation publique | 0,4 | 0,9 | 0,5 | 0,2 | 0,0 | 0,0 | -0,4 | -0,4 | 3,3 | 3,2 | 0,3 |
| FBCF totale¹ dont : | 0,1 | -2,2 | 1,5 | 1,5 | 2,0 | 1,7 | 1,7 | 1,7 | -9,5 | 3,5 | 6,1 |
| Productive | 0,3 | -1,5 | 1,7 | 1,7 | 2,0 | 1,6 | 1,6 | 1,6 | -8,9 | 5,9 | 6,4 |
| Logement | -0,5 | -4,3 | 1,0 | 1,0 | 2,0 | 2,0 | 2,0 | 2,0 | -11,2 | -2,8 | 5,2 |
| Exportations de biens et services | 0,3 | 0,9 | 4,5 | 2,5 | 2,6 | 2,5 | 3,7 | 1,2 | -20,1 | 10,6 | 11,4 |
| Importations de biens et services | 0,4 | 4,2 | 1,6 | 1,3 | 1,3 | 1,5 | 1,5 | 0,5 | -15,2 | 11,5 | 6,2 |
| Contributions : | | | | | | | | | | | |
| Demande intérieure hors stocks | -1,1 | 2,3 | 1,8 | 1,7 | 1,1 | 1,0 | 0,7 | 0,6 | -8,1 | 4,9 | 5,2 |
| Variations de stocks | 0,5 | -0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,4 | 0,2 | 0,0 |
| Commerce extérieur | 0,0 | -1,1 | 1,0 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,8 | 0,3 | -2,3 | -0,1 | 1,8 |
| Prix à la consommation (IPCH) ² | 0,4 | 1,6 | 2,0 | 1,9 | 1,1 | 1,4 | 0,8 | 0,5 | 0,0 | 1,5 | 1,0 |
| Taux de chômage | 16,0 | 15,3 | 14,3 | 14,2 | 14,3 | 14,4 | 14,5 | 14,6 | 15,5 | 14,9 | 14,5 |
| Solde courant, en % de PIB | | | | | | | | | 0,8 | 1,3 | 3,6 |
| Solde public, en % de PIB | | | | | | | | | -11,0 | -9,0 | -5,4 |
| Dettes publiques, en % de PIB | | | | | | | | | 120,0 | 122,2 | 118,5 |
| Impulsion budgétaire, en points de PIB | | | | | | | | | 5,6 | 0,0 | -1,2 |
| PIB zone euro | -0,3 | 2,2 | 1,7 | 1,5 | 1,0 | 0,8 | 0,8 | 0,7 | -6,5 | 5,1 | 4,8 |

1. Les comptes trimestriels espagnols ne permettent pas d'isoler l'investissement public.

2. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.

INE, prévision OFCE octobre 2021

A9. Royaume-Uni : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente (sauf mention contraire), en %

| | 2021 | | | | 2022 | | | | 2020 | 2021 | 2022 |
|--|-------|-------|------|-----|------|-----|-----|-----|-------|-------|-------|
| | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | | | |
| PIB | -1,4 | 5,5 | 1,3 | 1,2 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | -9,7 | 6,9 | 4,5 |
| PIB par habitant | -1,5 | 5,4 | 1,1 | 1,0 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | -7,4 | 6,0 | 1,9 |
| Consommation des ménages¹ | -4,3 | 7,1 | 2,0 | 1,4 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | -10,8 | 3,7 | 5,1 |
| Consommation publique | 2,0 | 8,1 | 0,0 | 0,0 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | -6,3 | 15,1 | 2,7 |
| FBCF totale² dont : | -3,0 | 0,8 | 2,0 | 2,0 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | -9,1 | 5,4 | 6,1 |
| Productive privée | -9,3 | 4,5 | 3,0 | 3,0 | 2,0 | 2,0 | 2,0 | 2,0 | -11,1 | -0,2 | 10,2 |
| Logement | -2,0 | 1,9 | 1,0 | 1,0 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | -10,3 | 14,0 | 2,2 |
| Administrations publiques | 12,4 | -10,9 | 1,0 | 1,0 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 2,6 | 10,1 | 1,0 |
| Exportations de biens et services | -8,0 | 6,2 | 1,1 | 1,0 | 1,6 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | -14,7 | -1,5 | 6,9 |
| Importations de biens et services | -11,5 | 2,4 | 1,1 | 1,1 | 1,6 | 1,6 | 1,6 | 1,6 | -16,8 | 0,3 | 6,0 |
| Contributions : | | | | | | | | | | | |
| Demande intérieure hors stocks | -2,8 | 6,1 | 1,6 | 1,2 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | -9,7 | 6,2 | 4,8 |
| Variations de stocks | 0,1 | -1,6 | -0,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,8 | 1,2 | -0,5 |
| Commerce extérieur | 1,3 | 1,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,8 | -0,5 | 0,2 |
| Prix à la consommation (IPCH)³ | 1,4 | 3,0 | 3,0 | 4,2 | 3,0 | 2,2 | 1,4 | 1,2 | 0,7 | 4,2 | 1,2 |
| Taux de chômage⁴ | 5,0 | 4,8 | 4,8 | 5,0 | 4,9 | 4,9 | 4,7 | 4,5 | 4,7 | 4,9 | 4,8 |
| Solde courant, en % du PIB | | | | | | | | | -2,6 | -2,6 | -2,5 |
| Solde public ⁵, en % du PIB | | | | | | | | | -13,0 | -11,3 | -5,6 |
| Dette publique, en % du PIB | | | | | | | | | 106,0 | 111,0 | 113,0 |
| Impulsion budgétaire, en points de PIB | | | | | | | | | 7,4 | -2,1 | -4,7 |
| PIB zone euro | -0,3 | 2,2 | 1,7 | 1,5 | 1,0 | 0,8 | 0,8 | 0,7 | -6,5 | 5,1 | 4,8 |

1. Y compris ISBLSM. 2. Y compris acquisitions moins cessions d'objets de valeur. 3. Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle. 4. Au sens du BIT. 5. Au sens de Maastricht, selon la comptabilisation de l'ONS. ONS (Quarterly National Accounts, Quarter 2 2021, 30 septembre 2021), prévision OFCE octobre 2021.

A10. Amérique latine : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

| | 2020 | 2021 | 2022 |
|------------|------|------|------|
| PIB | -6,7 | 6,6 | 3,0 |
| Argentine | -9,9 | 6,9 | 2,2 |
| Brésil | -4,0 | 5,0 | 3,0 |
| Mexique | -9,0 | 6,0 | 3,0 |
| Chili | -6,0 | 9,0 | 3,0 |

FMI, calculs et prévision OFCE octobre 2021.

A11. Asie : résumé des prévisions de PIB

Variations par rapport à la période précédente, en %

| | Poids | 2020 | 2021 | 2022 |
|-------------------------------------|------------|-------------|------------|------------|
| Corée du Sud | 6,8 | -0,9 | 4,3 | 3,3 |
| Asie en développement rapide | 20,3 | -3,5 | 4,3 | 4,8 |
| Taiwan | 3,9 | 3,1 | 5,7 | 3,8 |
| Hong Kong | 1,5 | -6,1 | 6,3 | 4,0 |
| Singapour | 0,9 | -5,4 | 6,9 | 4,2 |
| Thaïlande | 3,6 | -6,1 | 2,1 | 4,1 |
| Indonésie | 6 | -2,1 | 3,4 | 5,0 |
| Malaisie | 1,7 | -5,6 | 5,1 | 6,2 |
| Philippines | 2,6 | -9,6 | 5,0 | 6,9 |
| Chine | 48,5 | 2,3 | 7,7 | 4,2 |
| Inde | 24,4 | -7,3 | 9,5 | 7,9 |
| Asie hors Chine | 51,5 | -5,0 | 6,8 | 6,1 |
| Total | 100 | -1,4 | 7,2 | 5,2 |

CEIC, calculs et prévision OFCE octobre 2021.

A12. Nouveaux États membres de l'Union

Variations par rapport à la période précédente, en %

| | Poids | 2020 | 2021 | 2022 |
|---------------------------|-------|-------------|------------|------------|
| Pologne | 0,45 | -2,7 | 5,0 | 5,2 |
| Roumanie | 0,18 | -3,7 | 7,2 | 4,7 |
| République Tchèque | 0,15 | -5,8 | 3,3 | 5,0 |
| Hongrie | 0,12 | -5,1 | 7,0 | 5,3 |
| Bulgarie | 0,06 | -3,8 | 4,7 | 3,7 |
| Croatie | 0,04 | -7,7 | 7,6 | 3,6 |
| NEM-6 | | -3,9 | 5,5 | 5,0 |

Comptes nationaux, calculs et prévision OFCE octobre 2021.

A13. Chine : résumé des prévisions

En %

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|--|------------|------------|------------|------------|
| PIB | 6,0 | 2,3 | 7,7 | 4,2 |
| Consommation | 6,3 | -0,9 | 8,0 | 5,1 |
| Investissement | 4,0 | 5,1 | 6,2 | 2,9 |
| Exportations | | 1,9 | 12,2 | -1,0 |
| Importations | | -1,8 | 9,7 | -2,3 |
| Contributions à la croissance du PIB, en points | | | | |
| Consommation | 3,5 | -0,5 | 4,3 | 2,8 |
| Investissement | 1,7 | 2,2 | 2,7 | 1,3 |
| Exportations nettes | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 0,2 |
| Exportations | | 0,4 | 2,2 | -0,2 |
| Importations | | 0,3 | -1,6 | 0,4 |

National Bureau of Statistics of China, estimations OFCE pour les exportations et les importations.
Prévision OFCE octobre 2021.

A14. Japon : croissance, résumé des prévisions

En %

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|------------|-------------|------------|------------|
| PIB | 0,0 | -4,7 | 2,4 | 3,0 |
| Consommation privée | -0,2 | -5,9 | 1,8 | 3,3 |
| Consommation publique | 1,9 | 2,8 | 2,6 | 1,9 |
| Investissement | 0,8 | -4,3 | 0,9 | 3,4 |
| Exportations | -1,5 | -11,8 | 13,3 | 6,7 |
| Importations | -0,5 | -0,9 | 0,8 | 0,0 |
| Contributions à la croissance, en points | | | | |
| Demande intérieure hors stocks | 0,5 | -3,7 | 1,7 | 3,1 |
| Variations de stocks | 0,0 | -0,1 | -0,3 | 0,0 |
| Commerce extérieur | -0,5 | -0,9 | 0,8 | 0,0 |
| En % | | | | |
| Prix à la consommation | 0,5 | 0,0 | -0,3 | 0,3 |
| Taux de chômage | 2,4 | 2,8 | 2,9 | 2,7 |

Cabinet Office, Eikon, Prévision OFCE octobre 2021.

LA VAGUE ESPÉRÉE DE LA REPRISE

PERSPECTIVES 2021-2022 POUR L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

Département analyse
et prévision
Sous la direction
d'Éric Heyer
et de Xavier Timbeau

Après avoir enregistré une chute historique du PIB (-8,0 %) en 2020, l'économie française connaîtrait un fort rebond d'activité en 2021 (+6,3 %) et afficherait une croissance robuste (+4,1 %) en 2022 avec la montée en charge de la campagne de vaccination, la levée des mesures prophylactiques et le soutien des politiques publiques. Le PIB retrouverait son niveau d'avant-crise à la fin de l'année 2021 et le dépasserait de 3 % à la fin 2022. À cet horizon, l'économie française afficherait cependant toujours un déficit d'activité de 1,3 % par rapport à la trajectoire tendancielle pré-Covid. En outre, l'impact de la crise sur le PIB potentiel lié à une moindre accumulation de capital productif serait limité à -0,3 % du PIB à l'horizon de notre prévision en raison de la bonne tenue de l'investissement. La contrepartie au soutien massif apporté par l'État (plus de 90 % du choc jusqu'à présent a été absorbé par les administrations publiques) est un creusement du déficit public (-9,1 % du PIB en 2020 après -3,1 % en 2019, puis -8,4 % en 2021 et -5,0 % en 2022) et une hausse de la dette publique qui s'établirait à 116 % du PIB en 2021 et 115 % en 2022. La levée des mesures sanitaires et les créations d'emplois se traduiraient par un retour progressif sur le marché du travail de personnes ayant basculé dans l'inactivité durant la crise sanitaire ainsi que par le dégonflement de l'activité partielle. Malgré cela, du fait de nombreuses créations d'emplois en 2021, le taux de chômage baisserait à 7,8 % fin 2021. En 2022, le rythme de créations d'emplois serait insuffisant pour stabiliser le taux de chômage qui remonterait à 8,0 % en fin d'année. L'inflation s'établirait à 1,5 % en 2021 et en 2022. La variation des prix des matières premières contribuerait pour 0,6 point à l'inflation en 2021 alors qu'au contraire la dissipation de cet effet amputerait l'inflation de 0,1 point en 2022. La convergence du PIB vers sa trajectoire de long terme conduirait à une augmentation de l'inflation hors énergie de 0,9 % en 2021 à 1,6 % en 2022. Le pouvoir d'achat du revenu disponible brut (RDB) des ménages par unité de consommation augmenterait de 1,5 % en 2021 et de 0,7 % en 2022 (après 0,0 % en 2020).

Cette prévision de croissance du PIB à 4,1 % pour 2022 implique un retour du taux d'épargne à son niveau d'avant-crise au second semestre 2022. La sur-épargne accumulée fin 2021 représenterait 11 % du revenu annuel des ménages. Une consommation d'un cinquième de cette épargne, en supposant un mouvement commun dans tous les pays développés, conduirait à un scénario de croissance de 6,2 % en 2022 et à un taux de chômage à 6,0 %. Avec un PIB atteignant un niveau supérieur à son potentiel de moyen terme, l'inflation serait en hausse à 2,4 %. Ce scénario de croissance plus favorable permettrait de réduire en 2022 le déficit à 3,8 % du PIB en 2022 et la dette publique à 111 %.

Cette prévision a été réalisée à l'aide du modèle trimestriel de l'économie française, *e-mod.fr*, par une équipe dirigée par Mathieu Plane, composée de Bruno Ducoudré, Pierre Madec, Hervé Péléraux, Raul Sampognaro. Cette prévision intègre les informations disponibles au 08 octobre 2021.

Perspectives 2021-2022 pour l'économie française

France : La vague espérée de la reprise

- Retour sur un an et demi de crise 123
- Le « quoi qu'il en coûte » à la rescousse des bilans privés..... 125
- La levée des contraintes sanitaires génère un vif rebond de l'économie 126
- Sortie de crise pour l'emploi..... 130
- Une hausse du pouvoir d'achat et de l'inflation 137
- Le retour du PIB vers son long terme et la bonne tenue de l'investissement permettent de limiter les pertes sur les capacités de production 139
- Un déficit qui se réduirait en 2022 mais qui reste largement au-dessus de celui d'avant-crise 140
- Deux scénarios d'épargne pour deux scénarios de croissance 143

ANNEXE TABLEAUX

- France : résumé des prévisions 145
- Ressources et emplois en biens et services, aux prix chaînés..... 146



Retour sur un an et demi de crise

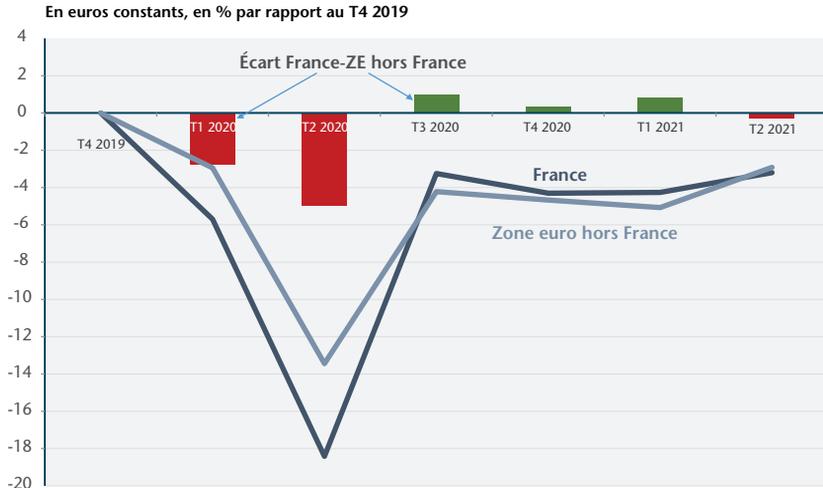
L'économie française a connu l'année dernière un choc récessif sans précédent depuis l'après-guerre, enregistrant une perte d'activité de 8 points de PIB. Marqué par le calendrier des mesures prophylactiques depuis le début de la crise sanitaire, le PIB a connu des chutes et des rebonds de grande ampleur, notamment pendant le premier confinement et la période post-confinement du printemps-été 2020. Depuis le troisième trimestre 2020, l'économie fonctionne en sous-régime, avec des pertes particulièrement marquées dans certains secteurs (hôtellerie-restauration, services et fabrication de matériels de transports, services aux ménages), et oscille, depuis un an, à un niveau de PIB compris entre -4 % et -3 %, par rapport à la période pré-Covid. C'est bien inférieur aux -18 % du deuxième trimestre 2020, et même aux -6 % du premier trimestre 2020, qui pourtant ne comportaient que 15 jours de confinement. Cette chute de l'activité au premier semestre 2020 a été bien plus marquée que celle de la moyenne de la zone euro et a impacté très négativement l'année 2020. Ainsi, 50 % des pertes accumulées depuis un an et demi ont été réalisées lors du premier confinement qui aura duré huit semaines.

Depuis le troisième trimestre 2020, la France enregistre moins de pertes de PIB que la zone euro (hors France) (graphique 32). La gestion sanitaire et économique a largement évolué au cours du temps et le « quoi qu'il en coûte » s'est renforcé couvrant mieux les pertes des entreprises, notamment les charges liées aux coûts fixes. Au deuxième trimestre 2021, les pertes de PIB étaient identiques à celle du troisième trimestre 2020 alors même que les contraintes sanitaires étaient très différentes entre ces deux périodes. Rappelons que le deuxième trimestre 2021 a été marqué par quatre semaines de confinement et un couvre-feu jusqu'au 20 juin alors qu'à l'inverse, à l'été 2020, il y avait peu de restrictions sanitaires. Les agents économiques ont su s'adapter aux contraintes sanitaires au cours du temps, limitant les pertes économiques malgré les mesures prophylactiques.

Les pertes d'exploitation cumulées depuis le début de la crise sont très concentrées dans les secteurs liés au tourisme et ceux à forte interaction sociale. Ainsi, sur le cumul des six trimestres depuis début 2020, plus de 100 % des pertes d'excédent brut d'exploitation (EBE) du secteur marchand non financier étaient concentrées dans 4 branches,

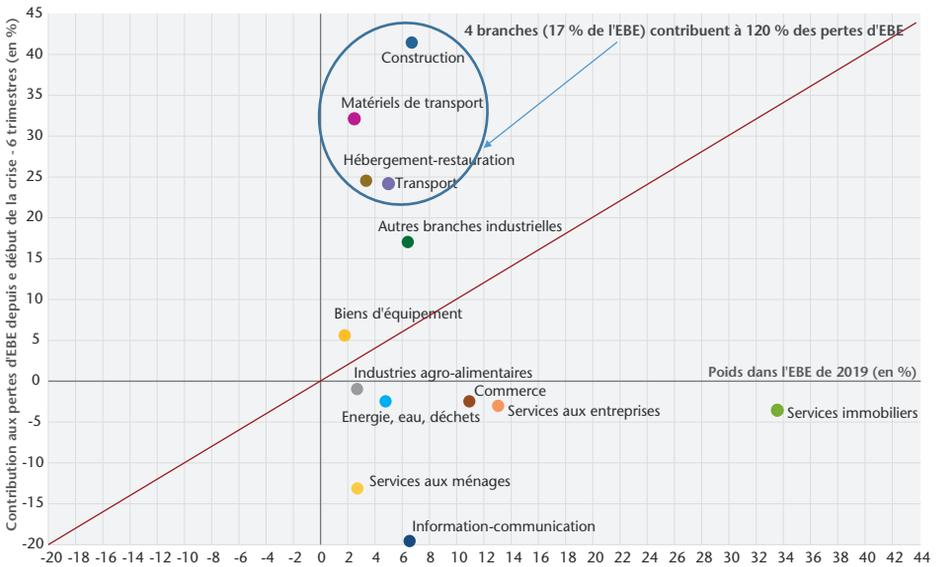
représentant 17 % de l'EBE total : services de transport, fabrication de matériels de transport, construction et hôtellerie-restauration (graphique 33).

Graphique 32. Niveau du PIB en France et dans la zone euro hors France



Insee, Eurostat, calculs OFCE.

Graphique 33. Poids des branches dans l'EBE du secteur marchand non agricole et non financier et contribution aux pertes d'EBE sur la période 2020 T1 – 2021 T2



Insee, Eurostat, calculs OFCE.

Le « quoi qu'il en coûte » à la rescousse des bilans privés

Depuis le début de la crise, l'économie française a enregistré près de 180 milliards de pertes de revenu (tableau 7). Plus de 90 % du choc global¹ a été encaissé par les administrations publiques (APU), par le biais des stabilisateurs automatiques et la mise en place des mesures d'urgence et de relance, conduisant à une dégradation du déficit public moyen de 6,3 points de PIB sur la période (par rapport à 2019).

Tableau 7. Comptes d'agents cumulés sur la période 1^{er} trimestre 2020 – 2^e trimestre 2021

En écart à l'année 2019

| | | SNF-SF | EI | Ménages | APU | ISBLSM | I - S | RDM | Total |
|------------------------------------|------------------------|-------------|------------|---------|-------------|------------|-------|------------|------------|
| En % | Valeur ajoutée | -6 | -6 | 1 | 2 | 0 | -8 | | -5,7 |
| En pts de PIB annuel (en contrib.) | Valeur ajoutée | -4,4 | -0,5 | 0,1 | 0,4 | 0,0 | -1,4 | | -5,7 |
| En Mds pour 2020 | RDB | -55 | 41 | | -165 | 2 | | | -177 |
| Contribution (en pts de %) | RDB | 31 | -23 | | 93 | -1 | | | 100 |
| En Mds | Épargne | | 151 | | | | | | |
| En % du RDB | Taux d'épargne | | 6,4 | | | | | | |
| En pts de % annuel | Taux de marge | -0,4 | | | | | | | |
| En % | FBCF | -4 | -6 | | -1 | 1 | | | -4 |
| En % du PIB | CF (+) / BF (-) | -0,6 | 4,9 | | -6,3 | 0,1 | | 2,0 | 0,0 |

SNF et SF : Sociétés non financières et Sociétés Financières ; EI : Entreprises Individuelles ; APU : Administrations publiques, I-S : Impôts – Subventions sur les produits, RDM : Reste du monde.

Insee, prévisions OFCE.

Le RDB des ménages quant à lui a augmenté de 45 milliards au cours des six trimestres. Avec une consommation largement contrainte, les ménages ont accumulé 151 milliards « d'épargne-Covid » sur la période, avec encore 50 milliards sur le seul premier semestre 2021. Et selon les comptes de patrimoine financier de 2020, 70 % de cette « épargne-Covid » sont placés sur des supports liquides et rapidement mobilisables.

1. Ce calcul est le rapport, en pourcentage, entre les variations de revenu des APU et celles du revenu global de l'économie, et ne tient pas compte de la répartition de la variation du revenu au sein des agents privés. Dans le cas présent, moins de 10 % du choc de revenu reste à la charge des agents privés sans distinction entre ménages et entreprises.

Malgré les dispositifs exceptionnels mis en place pour limiter les pertes économiques des agents privés, les entreprises (SNF-SF) ont encaissé une baisse de revenu de 55 milliards au cours des six derniers trimestres. En raison d'une baisse de l'investissement des entreprises de 4 % en moyenne sur la période, les nouveaux besoins de financement des entreprises ont été de 0,6 point de PIB, soit 20 milliards sur six trimestres.

Enfin, l'économie française enregistre un nouveau besoin de financement vis-à-vis du reste du monde de 2 points de PIB au cours des six trimestres, en raison de sa spécialisation sectorielle dans les matériels de transport et le tourisme, ainsi que de la baisse des revenus tirés du stock d'investissements directs à l'étranger détenus par les résidents.



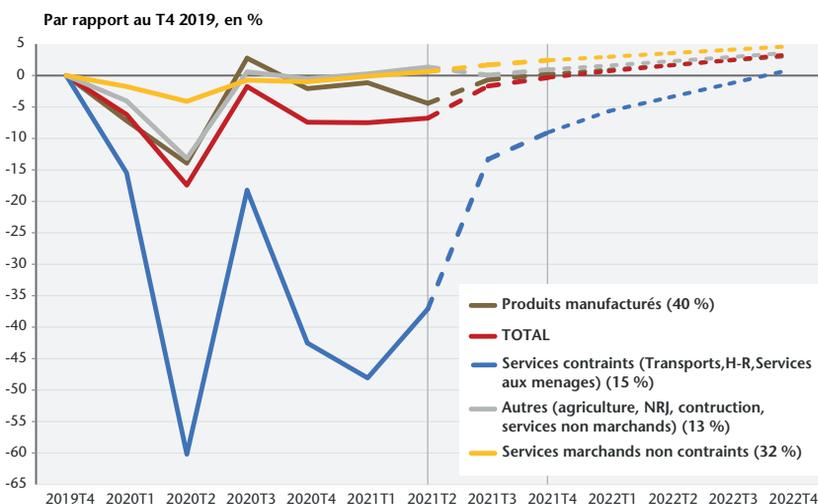
La levée des contraintes sanitaires génère un vif rebond de l'économie

Les données de la première moitié de l'année 2021 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. Avec la levée progressive des mesures prophylactiques depuis la fin juin, et malgré la mise en place d'un passe sanitaire cet été, la consommation des ménages serait, par rapport à la situation pré-Covid, à -2 % au troisième trimestre 2021² (après -7 % au cours des trois trimestres précédents), soit un niveau identique à celui du troisième trimestre 2020 (graphique 34). L'essentiel des pertes de consommation sont attribuables aux services contraints qui ne représentent pourtant que 15 % de la consommation des ménages. Le rebond de la consommation au troisième trimestre 2021, tiré par les « services contraints », se poursuivrait en supposant un retour à la « normale » pour l'ensemble des secteurs au second semestre 2022, date à laquelle la consommation en services « contraints » retrouverait son niveau pré-Covid. La consommation dans les autres branches évoluerait sur une « tendance » proche de celle d'avant-crise. La consommation totale

2. Nous avons calibré à très court terme (de juillet à septembre 2021) la consommation des ménages par branche sur les informations conjoncturelles fournies par l'Insee dans son *Point de conjoncture* du 7 septembre 2021 « L'économie passe la quatrième vague ».

serait fin 2021 légèrement en-dessous de celle de fin 2019 (-0,3 %), et atteindrait +3,3 % fin 2022³.

Graphique 34. Niveau de consommation finale des ménages par groupe de produits*



* 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.
Insee, prévisions OFCE.

Malgré le confinement du mois d'avril et le maintien d'un couvre-feu jusqu'en juin 2021, l'investissement total était au deuxième trimestre 2021 revenu à un niveau légèrement supérieur à celui d'avant-crise. Cela révèle que les entreprises n'ont pas anticipé une chute durable de l'activité, considérant que cette crise, bien que très intense, serait transitoire. L'enquête sur l'investissement dans l'industrie de septembre 2021, qui est très bien orientée, confirme ce sentiment. Cela révèle également que la situation financière des entreprises a été relativement préservée et n'ampute pas significativement leur capacité à investir. La reprise de l'investissement est particulièrement marquée dans l'investissement en information-communication : il était, au deuxième trimestre 2021, 7 % au-dessus de son niveau d'avant-crise, ce qui montre que les entreprises ont profité de cette crise pour accélérer leur transformation numérique et digitale. Cet effet pourrait entraîner des conséquences positives sur la productivité du travail et la croissance potentielle.

3. Elle serait donc fin 2022 encore légèrement en-dessous de son niveau tendanciel si l'on suppose que celle-ci avait évolué comme la croissance du PIB tendanciel d'avant-crise.

Tableau 8. Investissements par produit

En points de %, par rapport au T4 2019

| | Pondération | 2020 | | 2021 | | 2022 | |
|-----------------------|--------------|------------|-----------|----------|----------|----------|----------|
| | | S1 | S2 | S1 | S2 | S1 | S2 |
| Produits manufacturés | 22 % | -20 | -2 | -2 | 1 | 4 | 6 |
| Construction | 42 % | -23 | -5 | -2 | 1 | 4 | 6 |
| Services marchands | 36 % | -7 | 0 | 4 | 6 | 8 | 9 |
| Total | 100 % | -17 | -3 | 0 | 3 | 5 | 7 |

Insee, prévisions OFCE.

Au-delà du deuxième trimestre 2021, l'investissement continuerait à augmenter mais à un rythme légèrement moins rapide que celui observé depuis l'été 2020. Tiré par la baisse des impôts sur la production et le volet investissement du Plan de Relance, avec notamment la rénovation thermique des bâtiments et le numérique, l'investissement total serait 3 % au-dessus de son niveau pré-Covid au second semestre 2021 et 7 % au second semestre 2022.

La trajectoire de consommation des ménages et celle de l'investissement pour les trimestres à venir, auxquelles s'ajoute celle de la consommation des APU, tirée par les dépenses de santé, d'éducation et de sécurité, conduiraient à une croissance du PIB de 2,4 % au troisième trimestre 2021 puis une croissance comprise entre 0,7 % et 0,8 % les trimestres suivants. La croissance annuelle du PIB serait de 6,3 % en 2021 et de 4,1 % en 2022 (tableau 9). La contribution cumulée du commerce extérieur et des variations de stocks serait nulle sur 2021 et légèrement négative sur 2022, après avoir contribué négativement de 1 point de PIB en 2020. Un redressement plus rapide du secteur aéronautique et du tourisme international, notamment d'affaires, pourrait conduire à une contribution positive du commerce extérieur, scénario qui n'a pas été retenu dans notre prévision.

Tableau 9. Compte Emploi-Ressources pour la France

En %, en euros constants, prix chaînés

| | 2021.1 | 2021.2 | 2021.3 | 2021.4 | 2022.1 | 2022.2 | 2022.3 | 2022.4 | 2020 | 2021 | 2022 |
|--------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|
| PIB | 0,0 | 1,1 | 2,4 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,7 | 0,7 | -8,0 | 6,3 | 4,1 |
| Consommation privée | 0 | 1 | 4 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | -7 | 4 | 6 |
| Consommation APU | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | -3 | 5 | 2 |
| Collective APU | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 4 | 1 |
| Individualisable APU | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | -5 | 6 | 3 |
| FBCF totale | 0 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | -9 | 12 | 4 |
| FBCF SNFEI | 1 | 2 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | -8 | 12 | 4 |
| FBCF SF | 3 | 3 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | -19 | 11 | 4 |
| FBCF Ménages | -1 | 4 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | -12 | 16 | 6 |
| FBCF ISBLSM | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | -2 | 5 | 4 |
| FBCF APU | 0 | 1 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | -4 | 7 | 4 |
| Exportations | 0 | 1 | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | -16 | 8 | 8 |
| Importations | 1 | 2 | 3 | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 | -12 | 8 | 8 |
| <i>Contributions</i> | | | | | | | | | | | |
| Demande intérieure hors stocks | 0 | 1 | 3 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | -7 | 7 | 5 |
| Variations de stocks | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Solde commercial | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | -1 | 0 | 0 |

Insee, prévisions OFCE.

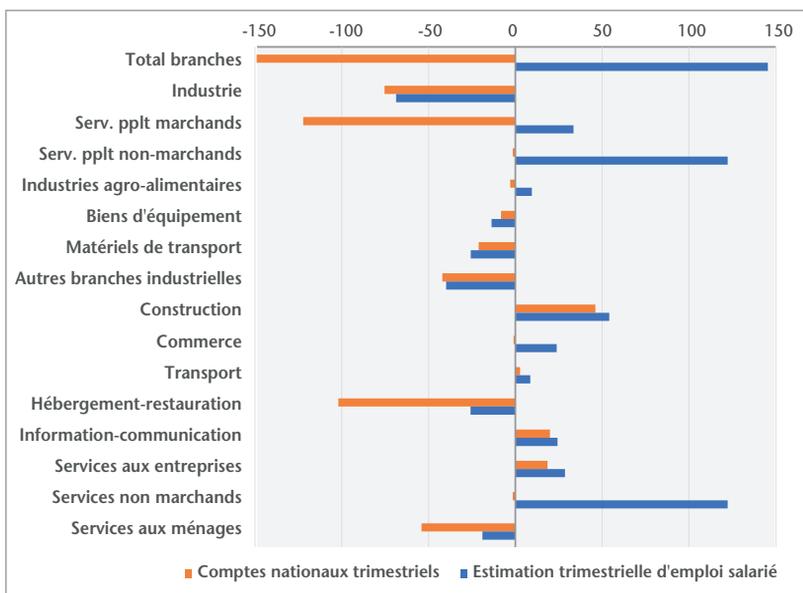
Sortie de crise pour l'emploi

Rebond sous tension de l'emploi salarié au premier semestre 2021

Après une année 2020 marquée par de fortes destructions d'emplois (-301 000 emplois en glissement annuel), le premier semestre a été caractérisé par un fort rebond (+132 000 emplois au T2 2021 par rapport au T4 2020). Mesuré en fin de trimestre, le rebond de l'emploi salarié est encore plus spectaculaire (+ 438 000 emplois au premier semestre 2021), tiré par la levée progressive des mesures sanitaires.

La comparaison de l'emploi en fin du deuxième trimestre 2021 par rapport à fin 2019 (dont la source provient des estimations trimestrielles d'emploi salarié) avec l'emploi moyen trimestriel (dont la source est issue des comptes nationaux trimestriels) montre ainsi un écart de presque 300 000 emplois qui peut s'expliquer pour partie par une révision des estimations d'emplois en 2020-2021 mais aussi pour partie par une forte progression de l'emploi salarié en mai-juin 2021 (graphique 35). 88 % de l'écart provient de quatre branches – services non marchands (42 %), hébergement-restauration (26 %), services aux ménages (12 %), commerce (8 %).

Graphique 35. Évolution de l'emploi salarié selon la source depuis le T4-2019



Emploi moyen trimestriel pour les Comptes nationaux trimestriels ; emploi mesuré en fin de trimestre pour l'Estimation trimestrielle d'emploi salarié.
Insee, calculs OFCE.

Ce rebond se traduit par un acquis conséquent pour l'emploi salarié qui laisse présager une forte amélioration de l'emploi en moyenne trimestrielle au troisième trimestre 2021. Les tendances prévues des effectifs, particulièrement dynamiques, confirment ce mouvement, puisqu'elles retrouvent, voir dépassent au troisième trimestre 2021 leurs niveaux d'avant-crise (graphique 36). Les branches marchandes qui bénéficient de cette forte progression attendue de l'emploi salarié sont sans surprise l'hébergement-restauration, le commerce, les services aux entreprises et aux ménages.

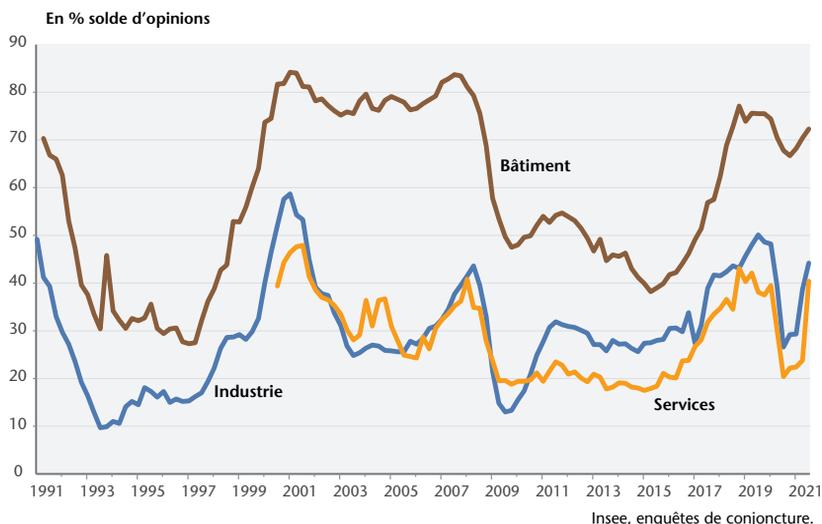
Graphique 36. Tendances prévues de l'emploi salarié



Dans le même temps, les difficultés de recrutement se sont rapidement accrues depuis le début de l'année 2021 (graphique 37). Elles sont concomitantes aux fortes créations d'emplois mais ne se sont pas traduites par une accélération des salaires jusqu'ici. De fait, si les entreprises indiquent qu'elles ont comme raison principale rencontré lors des recrutements le fait d'être confrontées à un manque de candidats formés dans les métiers recherchés⁴, fin août 2021 celles qui y sont confrontées ne sont que 23 % à augmenter les salaires proposés pour faire face aux difficultés de recrutement contre 26,9 % fin juin 2021. Les entreprises privilégient plutôt la modification des profils des salariés recrutés.

4. D'après l'enquête Acemo-Covid de la Dares, au 31 août 2021, 60 % des salariés des entreprises qui font face à des difficultés pour recruter en CDI ou en CDD ont un employeur qui déclare manquer de candidats formés dans les métiers recherchés.

Graphique 37. Difficultés de recrutement



Ces difficultés de recrutement pourraient toutefois freiner la progression de l'activité à court terme dans certaines branches : d'après l'enquête Acemo-Covid de la Dares, la part des entreprises dont l'activité a diminué pour cause de manque de personnel pouvant travailler est passé de 7,6 % fin juin à 14,6 % fin août 2021⁵. Et la principale difficulté anticipée pour la reprise de l'activité porte sur le manque de personnel et les difficultés à recruter⁶, devant le manque de débouchés. Mais ces tensions pourront aussi se régler en partie par des gains de productivité⁷ avec la levée des mesures de protection sanitaire, et par une hausse de la durée du travail qui devrait résulter de la baisse des taux de prise en charge dans le cadre du dispositif d'activité partielle⁸.

5. Cette progression s'explique principalement par une augmentation du manque de personnel pouvant travailler dans la branche Enseignement, santé humaine et action sociale (+24,8 points), et les branches Information et communication et Autres activités de services (+7,2 points).

6. D'après l'enquête Acemo-Covid de la Dares, en août 2021, 32,4 % des salariés travaillaient dans une entreprise déclarant un manque de personnel et des difficultés à recruter parmi les difficultés principales anticipées pour la reprise de l'activité, contre 25 % en juillet 2021, et contre 23 % pour les difficultés portant sur les manques anticipés de débouchés, de commandes ou de clients.

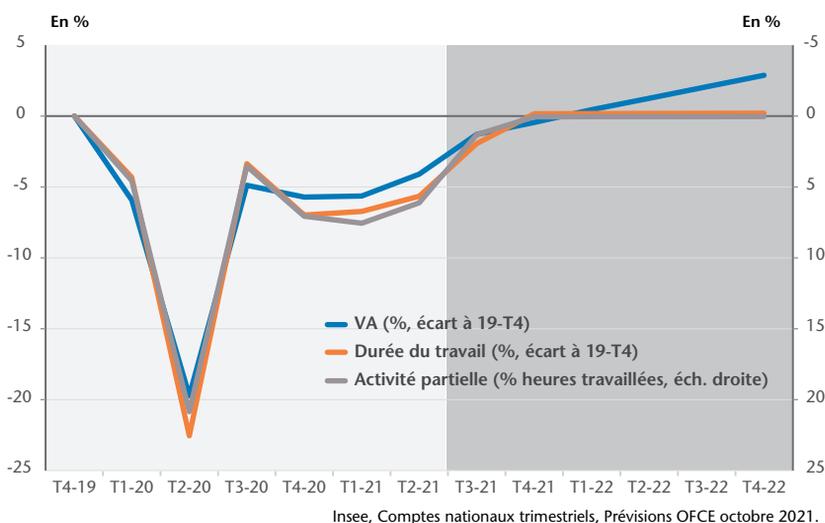
7. En août 2021, 39 % des salariés travaillaient dans des entreprises déclarant que les mesures de protection sanitaire réduisaient la productivité du travail ou augmentaient les coûts horaires. Cette proportion était de 49 % en mars 2021. Il subsiste donc un gisement de gains de productivité avec la levée attendue des mesures de protection sanitaire.

8. À compter du 1^{er} juillet 2021, le taux de l'allocation horaire versée à l'employeur est de 36 % du salaire brut du salarié, dans la limite de 36 % de 4,5 SMIC, avec un plancher de 7,30 euros, dans le cadre du dispositif d'activité partielle de droit commun. Les salariés placés en position d'activité partielle perçoivent alors une indemnité à hauteur de 60 % minimum de leur rémunération brute, dans la limite de 60 % de 4,5 SMIC (hors secteurs protégés et entreprises recevant du public et fermées sur décision administrative qui bénéficient d'une majoration).

Pic attendu des créations d'emplois au troisième trimestre 2021

Nous supposons que la levée des mesures sanitaires et la baisse de prise en charge de l'activité partielle de droit commun se traduiront par une remontée de la durée du travail fin 2021 à son niveau d'avant-crise (graphique 38). À l'horizon de notre prévision, la durée du travail resterait en retrait dans les industries de matériels de transport par rapport à son niveau d'avant-crise (-3,3 % en moyenne en 2022), mais serait légèrement supérieure dans la construction (+0,5 % en 2022).

Graphique 38. Valeur ajoutée, durée du travail et activité partielle du secteur marchand non agricole



L'emploi progresserait fortement au troisième trimestre 2021 (+142 000 emplois salariés). Il augmenterait ensuite à un rythme moins soutenu à partir du quatrième trimestre 2021 et en 2022. Fin 2021, nous prévoyons ainsi la création de 322 000 emplois par rapport au quatrième trimestre 2020 (tableau 10). En 2022, le retour attendu à un fonctionnement de l'économie proche de la normale s'accompagnerait d'une fermeture progressive du cycle de productivité (graphique 39), qui freinerait les créations d'emplois salariés dans les branches marchandes. L'emploi progresserait de 111 000 personnes fin 2022 par rapport à fin 2021 (+84 000 pour l'emploi salarié des branches marchandes).

Graphique 39. Cycles de productivité horaire et par salarié – branches marchandes non agricoles

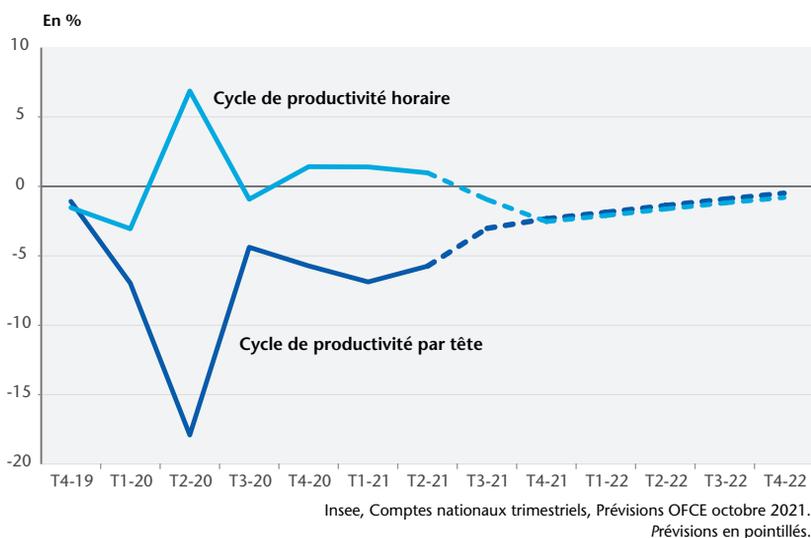


Tableau 10. Évolution de l'emploi par branche d'activité

En milliers

| Variation (T / T-1) | 2021-T1 | 2021-T2 | 2021-T3 | 2021-T4 | 2021 (T/T-4) | 2022 (T/T-4) |
|---------------------------|----------|------------|------------|-----------|--------------|--------------|
| Emploi salarié | 3 | 124 | 142 | 38 | 308 | 94 |
| Agriculture | 5 | 0 | -1 | -2 | 1 | -3 |
| Industrie | 11 | 8 | 21 | 6 | 46 | -2 |
| Construction | 19 | 10 | 5 | 11 | 46 | 4 |
| Serv. pplt marchands | -31 | 103 | 113 | 9 | 194 | 85 |
| Serv. pplt non-marchands | -1 | 3 | 5 | 14 | 20 | 12 |
| Emploi non-salarié | 3 | 2 | 4 | 4 | 14 | 17 |
| Emploi Total | 6 | 126 | 147 | 42 | 322 | 111 |

Insee, Comptes nationaux trimestriels, prévisions OFCE octobre 2021.

Politiques de l'emploi : l'accent mis sur les formations, les contrats aidés en repli

Les années 2020 et 2021 ont été marquées par des mesures importantes dans le champ des politiques de l'emploi (Plan de relance, Plan « 1 jeune 1 solution »). Ces mesures visaient à contrer les effets de la crise sur l'emploi, et notamment l'emploi des jeunes. En 2022, un reflux des entrées dans certains dispositifs est attendu avec la fin des mesures du Plan de Relance.

Les contrats aidés à destination du secteur non-marchand, *via* le dispositif Parcours Emplois Compétences soutiendront les créations d'emplois au deuxième semestre 2021. En 2022, le nombre de personnes en emploi dans le cadre de ce dispositif diminuerait : 100 000 entrées sont prévues dans le Projet de loi de Finance pour 2022, contre 150 000 pour 2021, l'écart provenant du non-renouvellement des 50 000 entrées financées dans le cadre du Plan de Relance pour l'année 2021 (tableau 11). Les contrats aidés à destination du secteur marchand voient leur enveloppe maintenue dans le PLF pour

Tableau 11. Entrées et effectifs des bénéficiaires des dispositifs spécifiques de politique de l'emploi

| En milliers | Entrées | | | Effectifs en fin d'année (T4) | | | | Effet cumulé sur l'emploi net de l'effet d'aubaine |
|--|--------------|--------------|--------------|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--|
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | |
| Emploi aidé | 1 561 | 1 700 | 1 389 | 903 | 1 561 | 1 615 | 1 406 | -2 |
| Contrat aidé | 318 | 440 | 423 | 197 | 180 | 273 | 252 | 38 |
| CUI-CAE / PEC | 60 | 114 | 90 | 63 | 49 | 98 | 76 | 17 |
| CUI-CIE | 3 | 42 | 40 | 1 | 3 | 33 | 30 | 3 |
| Insertion par l'activité économique | 255 | 284 | 293 | 128 | 128 | 143 | 147 | 19 |
| Contrat en alternance | 624 | 704 | 598 | 688 | 818 | 795 | 778 | -13 |
| Apprentissage | 513 | 581 | 475 | 450 | 677 | 651 | 634 | -13 |
| Contrat de professionnalisation | 111 | 122 | 122 | 238 | 142 | 144 | 144 | 0 |
| Autre emploi aidé | 619 | 556 | 369 | 17 | 563 | 548 | 376 | -27 |
| <i>Dont : Prime à l'embauche de jeunes en CDI ou CDD de 3 mois</i> | <i>250</i> | <i>188</i> | <i>0</i> | <i>0</i> | <i>187</i> | <i>172</i> | <i>0</i> | <i>-27</i> |
| Service Civique | 132 | 232 | 200 | 55 | 55 | 66 | 54 | 0 |
| Formation des personnes en recherche d'emploi (1) | 896 | 1 000 | 1 400 | 282 | 420 | 301 | 530 | 73 |
| Garantie jeunes (2) | 93 | 141 | 189 | 83 | 80 | 129 | 175 | 33 |
| Total | | | | | | | | 104 |

Champ : France métropolitaine.

(1) L'effet de la formation sur l'emploi est calculé en appliquant une élasticité de retour à l'emploi de 0,07 sur le différentiel d'entrées en formation par rapport aux entrées constatées en 2015 (660 000 entrées), l'année 2016 étant marquée par le Plan « 500 000 formations ». Cet effet ne tient pas compte d'un possible effet de changement dans la file d'attente, qui atténuerait l'impact du dispositif sur le retour à l'emploi.

(2) L'effet sur l'emploi est calculé en retenant un impact de 9 % sur le taux d'emploi durable (CDI et CDD de 6 mois et plus hors emplois aidés) sur le nombre de jeunes entrant dans le dispositif chaque année*. Cet effet ne tient pas compte d'un possible effet de changement dans la file d'attente, qui atténuerait l'impact du dispositif sur la probabilité d'être en emploi durable. * cf. Tableau 2.2, p. 22 dans Dares, 2016 : « Premiers résultats d'évaluation statistique de l'impact de la Garantie jeunes – Annexe 5 », novembre.

2022, tandis que l'insertion par l'activité économique bénéficie d'une augmentation de 5 000 emplois équivalent temps plein en 2022 par rapport à 2021. Concernant l'apprentissage, nous prévoyons un reflux des entrées dans le dispositif avec la fin de la prime à l'embauche d'un apprenti au 1^{er} juillet. Les entrées en contrat de professionnalisation seraient soutenues par la création de l'aide à l'embauche d'un demandeur d'emploi de longue durée dans le cadre d'un contrat de professionnalisation, annoncée dans le Plan de réduction des tensions de recrutement. Ce plan prévoit aussi d'atteindre 1,4 million de formations pour les demandeurs d'emploi.

L'ensemble des mesures prévues pour 2022 dans le cadre des politiques de soutien à l'emploi (contrats aidés, alternance, Garantie Jeunes, Service civique, formation des personnes en recherche d'emploi) contribueraient à hauteur de 11 000 créations nettes en 2022 (+ 104 000 emplois pour la période 2021-2022). En revanche, faute d'éléments, cette prévision n'intègre pas d'effets du Contrat d'engagement pour les jeunes sur l'offre de travail, l'emploi et le taux de chômage.

Le chômage attendu en baisse fin 2021

La levée des mesures sanitaires et les créations d'emplois se traduiraient par un retour progressif sur le marché du travail de personnes ayant basculé dans l'inactivité durant la crise sanitaire, soit +90 000 personnes⁹. À court terme, les créations d'emplois seraient suffisantes pour faire baisser le chômage (-37 000 chômeurs en fin d'année par rapport à fin 2020) et le taux de chômage baisserait à 7,8 % de la population active. En revanche, en 2022 les créations d'emplois seraient moins soutenues, en raison notamment de la fermeture progressive du cycle de productivité, et la population active progresserait plus rapidement que l'emploi, ce qui se traduirait par une hausse du chômage (+ 45 000 chômeurs en fin d'année par rapport à fin 2021). Le taux de chômage progresserait ainsi de 0,2 point en 2022 pour atteindre 8,0 % de la population active (tableau 12 et graphique 40).

9. Cela correspond à la hausse du nombre de personnes dans le halo du chômage entre le quatrième trimestre 2019 et le deuxième trimestre 2021.

Graphique 40. Taux de chômage au sens du BIT*



Tableau 12. Variation de l'emploi et du chômage

En milliers

| Glissement sur un an au T4 de l'année | 2020 | 2021* | 2022* |
|---------------------------------------|-------------|------------|------------|
| Population active | -358 | 285 | 157 |
| Emploi total | -301 | 322 | 111 |
| – Emplois marchands | -307 | 297 | 94 |
| <i>salariés</i> | -270 | 285 | 84 |
| <i>non-salariés</i> | -37 | 12 | 10 |
| – Emplois non marchands | 6 | 25 | 17 |
| <i>Emplois aidés</i> | -18 | 48 | -22 |
| <i>Emplois non aidés</i> | 24 | -23 | 39 |
| Chômage | -57 | -37 | 45 |
| Taux de chômage au T4 | 8,0 | 7,8 | 8,0 |

* Prévisions OFCE octobre 2021.

Insee, Enquête emploi, Comptes nationaux trimestriels.



Une hausse du pouvoir d'achat et de l'inflation

Malgré le choc économique enregistré en 2020, le pouvoir d'achat des ménages par unité de consommation (UC) est resté stable. En 2021 et 2022, soutenu par la dynamique de la masse salariale, le revenu disponible brut (RDB) des ménages augmenterait respectivement de 3,4 % et de 2,7 %, et ce malgré la sortie du « quoi qu'il en

coûte ». La hausse de l'inflation, de 0,5 % en 2020 à 1,5 % en 2021, dont 0,6 point s'explique par la hausse du prix des matières premières, rognerait une partie de la hausse du pouvoir d'achat par UC, mais qui resterait largement positif, avec un taux de croissance de 1,5 %. En 2022, l'inflation ne serait plus soutenue par la hausse des prix des matières premières, mais resterait sur le même rythme qu'en 2021, c'est-à-dire à 1,5 %. Elle serait le résultat d'une hausse modérée des tensions inflationnistes liée au rapprochement du PIB de son PIB potentiel. Le pouvoir d'achat par unité de consommation augmenterait de 0,7 % (tableau 13).

Tableau 13. Revenu des ménages, inflation et pouvoir d'achat

En %

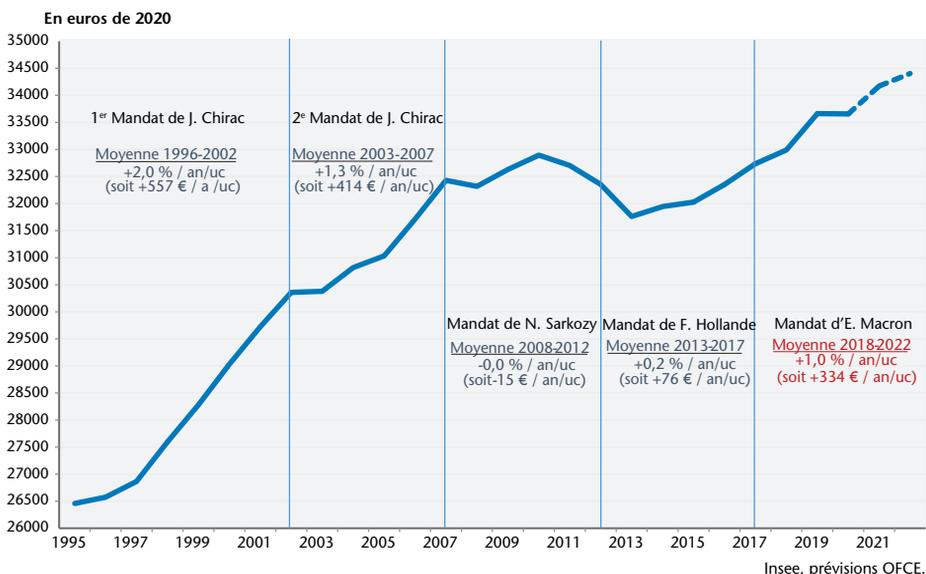
| | 2020 | 2021 | 2022 |
|--|------|------|------|
| Revenu disponible brut (RDB) | 1,0 | 3,4 | 2,7 |
| Déflateur de la consommation | 0,6 | 1,4 | 1,6 |
| Indice des prix à la consommation | 0,5 | 1,5 | 1,5 |
| Pouvoir d'achat du RDB | 0,4 | 2,0 | 1,1 |
| Pouvoir d'achat du RDB par unité de consommation | 0,0 | 1,5 | 0,7 |

Insee, prévisions OFCE.

Encadré 3. Cinq mandats présidentiels d'évolution du pouvoir d'achat des ménages

Au regard des deux mandats passés, le mandat d'Emmanuel Macron est marqué par une évolution favorable du pouvoir d'achat des ménages. Ramené à l'évolution des unités de consommation qui tiennent compte de la dynamique démographique et de l'évolution des structures familiales, le pouvoir d'achat devrait croître en moyenne de 1 % par an et par unité de consommation entre 2017 et 2022, ce qui correspond à gain annuel moyen de l'ordre de 330 euros par an (graphique 41). C'est significativement plus que sous le mandat de François Hollande (+0,2 % par an et par UC entre 2012 et 2017) marqué par une longue période d'austérité fiscale pesant sur le pouvoir d'achat des ménages mais aussi davantage que sous le mandat de Nicolas Sarkozy (0 % entre 2007 et 2012) marqué par la récession économique faisant suite à la crise des *subprime*. En revanche, au cours des deux mandats de Jacques Chirac, les gains de pouvoir d'achat par UC ont été plus dynamiques, avec une hausse moyenne de 2 % par an entre 1995 et 2002 et de 1,3 % par an entre 2002 et 2007.

Graphique 41. Pouvoir d'achat des ménages par unité de consommation

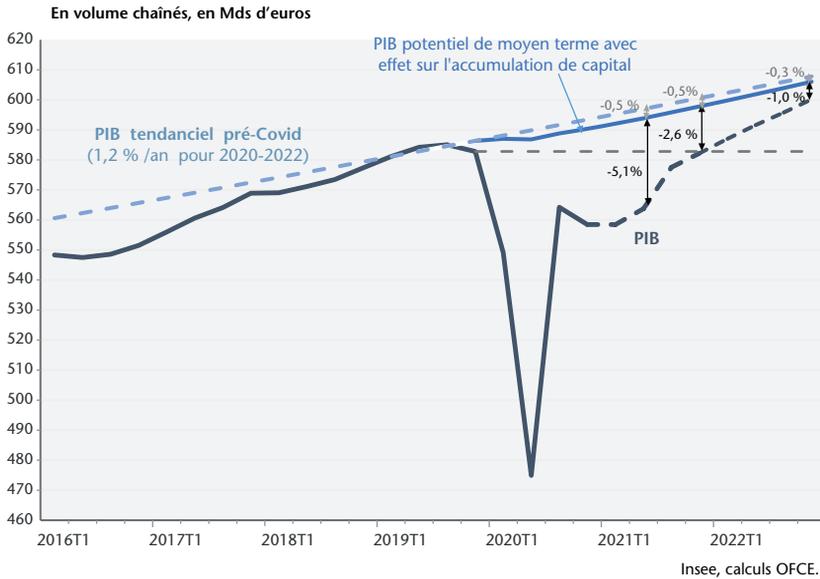


Le retour du PIB vers son long terme et la bonne tenue de l'investissement permettent de limiter les pertes sur les capacités de production

Fin 2021, le PIB serait proche de son niveau d'avant-crise (-0,2 %) et serait, fin 2022, 2,9 % au-dessus de celui-ci. En revanche, par rapport à son évolution tendancielle (+1,2 % / an et sans perte de PIB liée à la crise), le PIB accuserait encore un retard de 3,2 % fin 2021 et de 1,3 % fin 2022 (graphique 42). En revanche, dans le scénario avec 20 % de désépargne que nous étudierons ultérieurement, le PIB pourrait passer au-dessus de son niveau tendanciel, ce qui pourrait être à l'origine d'un regain plus marqué de l'inflation. Par ailleurs, malgré un investissement qui a plutôt bien résisté, son évolution a cependant été inférieure à celle qui aurait dû se réaliser dans un monde sans crise, conduisant à une moindre accumulation de capital productif, privé et public, par rapport à un scénario d'évolution tendancielle de l'économie. Cette moindre accumulation de capital conduirait à réduire le PIB potentiel de moyen terme de 0,5 % fin 2021. En revanche, la hausse significative de l'investissement net de la consommation de capital fixe conduirait à

une progression du stock de capital productif supérieure à celle de la trajectoire du PIB tendanciel en 2022. Ainsi les pertes sur le PIB potentiel de moyen terme se réduiraient progressivement et seraient ramenées à -0,3 % fin 2022.

Graphique 42. PIB effectif, PIB potentiel de moyen terme et PIB tendanciel de long terme

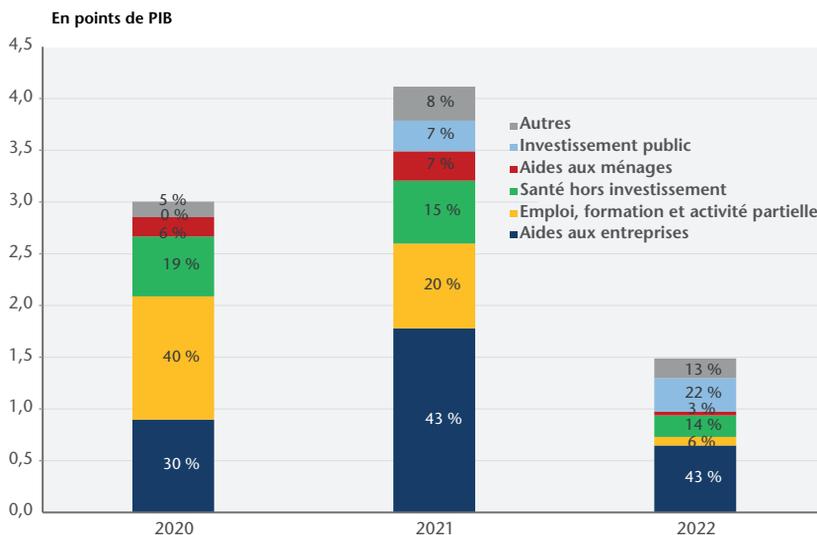


Un déficit qui se réduirait en 2022 mais qui reste largement au-dessus de celui d'avant-crise

Sur l'ensemble de la période 2020-2022, les mesures d'urgence et de relance représenteraient un coût direct pour les finances publiques, hors prise en charge par le Fonds de relance européen, de 8,6 points de PIB, dont près de la moitié serait déployée sur l'année 2021 (4,1 points de PIB). Les principaux dispositifs sur la période 2020-22 concernent le soutien aux entreprises (3,3 points de PIB, à savoir le Fond de solidarité, les exonérations de cotisations sociales, le dispositif de renforcement des fonds propres, la baisse durable des impôts sur la production...), les mesures pour soutenir l'emploi (2,1 points de PIB, à savoir l'activité partielle, Plan #1jeune-1solution...) et des mesures exceptionnelles liées à la santé (1,4 point de PIB, à savoir le dispositif d'urgence

sanitaire, le Ségur de la Santé). Enfin, une part significative du plan de relance est orientée vers l'investissement dans les infrastructures publiques (0,6 point de PIB avec les plans rénovation thermique, numérique...) et l'aide aux ménages modestes (0,6 point de PIB, graphique 43).

Graphique 43. Mesures d'urgence et de relance



Projet de loi de finances pour 2022, France Relance, prévisions OFCE.

En 2021, malgré une croissance que nous prévoyons de 6,3 %, le PIB serait encore en-dessous de la trajectoire du PIB tendanciel pré-Covid-19, dégradant le déficit public conjoncturel de 1,4 point de PIB. Si l'on inclut le coût budgétaire attendu des mesures d'urgence et de relance (3,7 points de PIB hors baisse des impôts sur la production qui ont un caractère pérenne), et les effets des mesures prises hors Plan de relance (baisse d'IS et de la taxe d'habitation, Ségur de la Santé, revalorisation des salaires des enseignants, Beauvau de la Sécurité...), le déficit public s'établirait à 8,4 % du PIB. Une partie des dépenses du Plan de relance français doivent être prises 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 9,2 % du PIB). La dette publique brut, au sens de Maastricht, passerait de 115 % du PIB en 2020 à 116 % du PIB en 2021 (tableau 14).

Tableau 14. Décomposition du solde public et dette publique

| En % du PIB | | | |
|--|-------------|-------------|-------------|
| | 2020 | 2021 | 2022 |
| Solde public (= a + b + c + d) | -9,1 | -8,4 | -5,0 |
| Solde public prévu hors mesures exceptionnelles* (a) | -2,8 | -4,1 | -4,3 |
| Mesures d'urgence / relance (b) | -3,0 | -3,7 | -1,1 |
| Effet d'activité (c) | -3,3 | -1,3 | -0,1 |
| Fonds du plan de relance européen (d) | | 0,7 | 0,4 |
| Dette publique | 115 | 116 | 115 |

* Nous supposons que la trajectoire du solde public hors crise Covid-19 correspond à l'évolution des dépenses publiques 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 hors mesures d'urgence et plan de relance. 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.

Projet de loi de finances pour 2022, France Relance, prévisions OFCE.

En 2022, avec une croissance attendue à 4,1 % et des mesures issues du Plan de relance représentant 1,1 point de PIB (hors baisse des impôts sur la production), le déficit public se réduirait à 5 % du PIB et la dette publique baisserait à 115 % du PIB. La prise en charge du Plan de relance français par les fonds européens serait moindre qu'en 2021 (0,4 point de PIB). Dans notre prévision de déficit public pour 2022, sur la base des déclarations du Rapporteur général au budget du 4 octobre, nous intégrons également une enveloppe supplémentaire sur les dépenses publiques de 5,5 milliards d'euros pour 2022 qui tient compte de mesures qui n'ont pas été budgétées dans le Projet de loi de finances pour 2022 telles que le Plan d'investissement, le Contrat d'engagement pour les jeunes, le Plan de rénovation de Marseille.... En revanche, le « bouclier tarifaire » annoncé par le Premier ministre le 30 septembre ne devrait pas, à ce stade, avoir d'impact budgétaire sur l'ensemble de l'année 2022.

Entre 2019 et 2022, si l'on intègre la baisse des impôts sur la production dans les mesures pérennes, le solde public hors mesures d'urgence et de relance se dégraderait de 2 points de PIB.

Par ailleurs, il est important de noter que la dette brute des APU a plus augmenté que le déficit public en 2020, en raison de l'accumulation de numéraire et dépôts à l'actif financier des APU pour faire face aux risques et incertitudes liés à la crise (provisions pour risques de défaut sur le PGE, recapitalisations potentielles, prêts...). Cet écart

entre déficit public et variation de dette publique représente 75 milliards d'euros (3,1 points de PIB). Dans les années à venir, dans un scénario de stabilisation de l'économie sans défauts privés en surnombre, les montants de trésorerie à l'actif des APU devraient être réduits avec le remboursement des créances sociales, fiscales et au titre du PGE, ce qui diminuerait d'autant la dette brute, hypothèse dont nous ne tenons pas compte dans la prévision actuelle. Nous supposons ici que le surplus de trésorerie est maintenu à l'actif des APU et n'est pas affecté à la réduction de leur passif.



Deux scénarios d'épargne pour deux scénarios de croissance

Le scénario de croissance décrit précédemment correspond à un retour progressif du taux d'épargne des ménages à son niveau d'avant-crise d'ici au second semestre 2022 (graphique 44). Ainsi, les ménages disposeraient de près de 170 milliards d'euros « d'épargne-Covid » à la fin de l'année 2021, soit 11 points de RDB annuel. Ce scénario dans lequel l'épargne accumulée est thésaurisée et n'est jamais désépargnée sous-tend que les ménages ont un comportement « ricardien » marqué selon lequel ils anticipent que leur « épargne-Covid », résultat de l'intervention publique pour maintenir les revenus dans la crise, sera totalement absorbée par des hausses d'impôts futurs ou une réduction à venir des transferts publics comme la retraite afin de résorber la dette Covid.

Nous avons réalisé un scénario alternatif dans lequel les ménages désépargneraient, en 2022, un cinquième de leur « épargne-Covid » accumulée depuis le début de la crise, soit 2,2 % du RDB annuel pour la France. Ce scénario est réalisé avec l'hypothèse que ce mouvement de réduction de l'épargne d'un cinquième est commun à tous les pays développés (voir partie internationale). Ce scénario repose sur une série d'arguments : une grande part de cette épargne est liquide et donc facilement mobilisable pour consommer, elle est « subie » et non « désirée », les perspectives sanitaires et sur le marché du travail sont favorables, et le gouvernement n'a pas annoncé d'austérité budgétaire ou fiscale. Dans ce scénario avec désépargne, la croissance du PIB en 2022 serait de 6,2 % et le taux de chômage atteindrait 6,0 % de la population active (tableau 15). En raison d'une forte reprise d'activité, le PIB passerait au-dessus de son PIB tendanciel au second semestre

2022, conduisant à un accroissement des tensions inflationnistes liées à la baisse du taux de chômage. L'inflation passerait au-dessus de la barre des « 2 % », atteignant 2,4 % en 2022. Avec une croissance nominale plus soutenue, le déficit public baisserait à 3,8 % du PIB et la dette publique diminuerait de 5 points de PIB en 2022 pour atteindre 111 % du PIB.

Graphique 44. Taux d'épargne des ménages et « épargne-Covid »

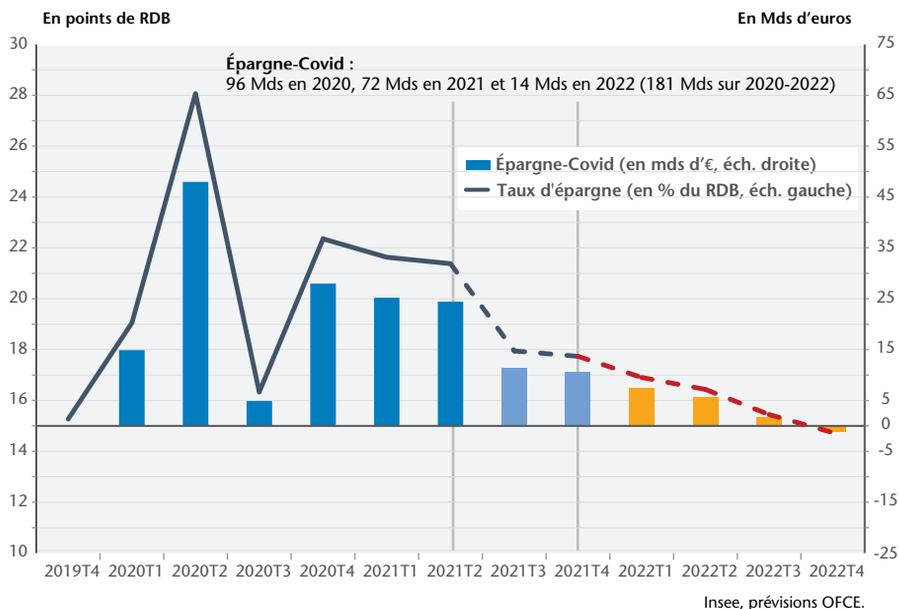


Tableau 15. Principales variables macroéconomiques en 2022 selon les deux scénarios d'épargne

| En % | | | | | |
|--------------------------|----------------------------------|--|------------------|----------------------------|------------------------------|
| | Taux de croissance du PIB (en %) | Taux de chômage (en % de la pop. active) | Inflation (en %) | Solde public (en % du PIB) | Dette publique (en % du PIB) |
| Scénario sans désépargne | 4,1 | 7,9 | 1,5 | -5,0 | 115 |
| Scénario avec désépargne | 6,2 | 6,0 | 2,4 | -3,8 | 111 |

Prévisions OFCE.

ANNEXE

I. Résumé des prévisions pour l'économie française

Moyenne annuelle, en %

| | 2020 | 2021 | 2022 |
|--|------|------|------|
| <i>En % de variation aux prix chaînés :</i> | | | |
| PIB | -8,0 | 6,3 | 4,1 |
| Importations | -12 | 8 | 8 |
| Dépenses de consommation des ménages | -7 | 4 | 6 |
| <i>FBCF totale, dont :</i> | | | |
| Sociétés non-financières | -8 | 12 | 4 |
| Ménages | -12 | 16 | 6 |
| Administrations publiques | -4 | 7 | 4 |
| Exportations | -16 | 8 | 8 |
| Contribution des stocks à la croissance, en % | 0 | 0 | 0 |
| Demande intérieure hors stocks | -7 | 7 | 5 |
| <i>Compte des ménages, en termes réels %</i> | | | |
| Revenu disponible | 1,0 | 3,4 | 2,7 |
| Taux d'épargne, en % du RDB | 21,5 | 19,6 | 15,8 |
| <i>Déflateur de la consommation</i> | | | |
| <i>En glissement %</i> | 0,3 | 1,9 | 1,7 |
| <i>En moyenne %</i> | 0,6 | 1,4 | 1,6 |
| <i>Compte des sociétés non-financières, en %</i> | | | |
| Taux de marge | 31,7 | 34,2 | 33,1 |
| Taux d'investissement | 24,6 | 25,5 | 25,3 |
| <i>Compte des administrations</i> | | | |
| Taux de prélèvement obligatoire, en % du PIB | 44,5 | 43,7 | 43,5 |
| Solde public au sens de Maastricht, % du PIB | -9,1 | -8,4 | -5,0 |
| Emploi total, en moyenne annuelle, en % | -0,9 | 1,0 | 0,7 |
| Chômage BIT, en millions | 2,46 | 2,45 | 2,46 |
| Taux de chômage BIT moyen, en % | 8,0 | 7,9 | 7,9 |
| Taux de change \$/ € | 1,14 | 1,20 | 1,20 |
| Prix du pétrole Brent, en \$ | 42 | 69 | 66 |

INSEE, comptes trimestriels, prévisions OFCE *e-mod.fr* 2021-2022, octobre 2021.

II. France. Ressources et emplois en biens et services, aux prix chaînés

| | 2021 | | | | 2022 | | | | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|
| | T1 | T2 | T3 | T4 | T1 | T2 | T3 | T4 | | | | |
| PIB | 0,0 | 1,1 | 2,4 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 1,8 | -8,0 | 6,3 | 4,1 |
| Importations | 1 | 2 | 3 | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | -12 | 8 | 8 |
| Dépenses de consommation des ménages | 0 | 1 | 4 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 | -7 | 4 | 6 |
| Dépenses de conso. des administrations | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | -3 | 5 | 2 |
| FBCF totale, dont : | 0 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 4 | -9 | 12 | 4 |
| sociétés non financières | 1 | 2 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 3 | -8 | 12 | 4 |
| sociétés financières | 3 | 3 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 13 | -19 | 11 | 4 |
| ménages | -1 | 4 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 3 | -12 | 16 | 6 |
| administrations publiques | 0 | 1 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 9 | -4 | 7 | 4 |
| ISBLSM | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | -2 | 5 | 4 |
| Exportations | 0 | 1 | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 1 | -16 | 8 | 8 |
| Contributions | | | | | | | | | | | | |
| demande intérieure hors stocks | 0 | 1 | 3 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 | -7 | 7 | 5 |
| variations de stocks | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| solde extérieur | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | -1 | 0 | 0 |

INSEE, comptes trimestriels, prévision OFCE e-mod.fr 2021-2022, octobre 2021.

ÉTUDES SPÉCIALES

| | |
|--|------------|
| La révision des cibles d'inflation de la Fed et de la BCE | 149 |
| Christophe Blot, Caroline Bozou et Paul Hubert | |
| Le renouveau de l'inflation ? | 173 |
| Sabine Le Bayon et Hervé Péléraux | |

LA RÉVISION DES CIBLES D'INFLATION DE LA FED ET DE LA BCE¹

Christophe Blot

Sciences Po, OFCE ; Université Paris-Nanterre

Caroline Bozou

Sciences Po, OFCE

Paul Hubert

Banque de France ; Sciences Po, OFCE

La Réserve fédérale et la Banque centrale européenne ont toutes les deux annoncé, respectivement en 2020 et 2021, des révisions de leur cible d'inflation. Dans cette étude, nous analysons et comparons les effets de ces décisions prises par les deux banques centrales sur les anticipations d'inflation de long terme mesurées sur les marchés financiers. Nous analysons aussi bien comment cette modification a été perçue le jour de l'annonce que son effet sur la dynamique des anticipations d'inflation, leur volatilité et leur réponse à des chocs économiques depuis l'annonce. Les principaux résultats sont les suivants : l'annonce de la révision de sa cible par la BCE a eu un impact négatif sur les anticipations d'inflation alors que l'annonce de la Fed a eu un impact positif. De plus, alors que l'annonce de la Fed a modifié la dynamique de formation des anticipations d'inflation (niveau moyen plus élevé et processus autorégressif plus faible), l'annonce de la BCE n'a pas impacté – jusqu'à présent du moins – cette dynamique. Enfin, la réponse des anticipations d'inflation à des chocs de politique monétaire ou financier n'a pas été influencée par ces annonces, pas plus que la volatilité des anticipations d'inflation.

Mots clés : politique monétaire, banques centrales, mandat, anticipations d'inflation.

1. Les auteurs remercient Éric Heyer, Mathias Lé et Raul Sampognaro pour leur relecture. Les opinions exprimées dans cet article sont celles des auteurs et n'engagent ni la Banque de France, ni l'Eurosystème.

La Réserve fédérale en août 2020, puis la BCE en juillet 2021, ont révisé leur stratégie de politique monétaire. Il s'agit principalement pour elles de donner les grandes lignes guidant leurs choix dans le cadre du mandat qui leur a été confié. Ces événements sont relativement rares puisqu'en un peu plus de 20 ans d'existence, c'est la deuxième fois seulement que la BCE se livre à un tel exercice, la précédente revue de sa stratégie datant de mai 2003². Pour la Réserve fédérale, la dernière révision de la stratégie avait été formulée en janvier 2012. Ces événements sont importants puisque ces deux banques centrales sont indépendantes. Il est donc essentiel que ces institutions fassent preuve de transparence. Leur mandat étant défini assez vaguement, la stratégie est un moyen permettant d'en préciser les contours en tenant compte de l'environnement économique mais aussi des avancées de la science économique.

Dans la zone euro, l'article 127 du Traité de fonctionnement de l'Union européenne assigne à la BCE l'objectif principal de maintenir la stabilité des prix et précise que « sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC [Système européen des banques centrales] apporte son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de l'Union, tels que définis à l'article 3 du Traité sur l'Union européenne ». Aux États-Unis, selon le *Federal Reserve Act*, la banque centrale s'efforce de promouvoir « efficacement les objectifs d'emploi maximum, de prix stables et de taux d'intérêt à long terme modérés ». La notion de stabilité des prix est donc floue de même que peut l'être le poids donné aux autres objectifs de politique monétaire. La stratégie permet par conséquent de donner une interprétation plus précise du mandat.

Une dimension essentielle de la stratégie consiste notamment à donner une information plus précise sur l'interprétation que la BCE et la Réserve fédérale donnent à la stabilité des prix. Dans sa révision, la Réserve fédérale n'a pas modifié sa cible d'inflation, toujours fixée à 2 %, mais a précisé qu'elle chercherait à atteindre cette cible *en moyenne*. Ce changement de formulation reflète le passage d'une stratégie dite de ciblage d'inflation (*Inflation targeting*, IT) à une stratégie de ciblage d'inflation en moyenne (*Average inflation targeting*, AIT).

2. Avant la mise en œuvre effective de la politique monétaire commune le 1^{er} janvier 1999, la BCE avait au préalable communiqué sa stratégie.

Quant à la BCE, elle considère désormais que la stabilité des prix correspond à une inflation égale à 2 %. Selon la formulation précédente, l'objectif était d'atteindre une inflation « *inférieure mais proche* » de 2 %. Ces changements de quantification ou de formulation de la cible d'inflation s'inscrivent dans un contexte de taux particulièrement bas depuis de nombreuses années et qui ne reflètent pas tant l'orientation expansionniste de la politique monétaire mais une évolution structurelle du taux d'intérêt d'équilibre³. Les révisions visent donc à assurer un meilleur ancrage des anticipations d'inflation mais aussi à donner des marges de manœuvre aux banques centrales.

L'objectif de cet article consiste à évaluer comment l'annonce de ces révisions a été perçue et si elle a modifié la formation des anticipations des agents privés. Nous analysons les effets sur les anticipations d'inflation de long-terme, mesurées indirectement sur les marchés financiers. Il existe en effet plusieurs mesures de l'inflation anticipée : données d'enquêtes auprès des professionnels, des ménages ou des entreprises et anticipations de marchés. Les données de marché présentent l'avantage d'être disponibles à haute fréquence – quotidienne – ce qui permet de mieux évaluer si les décisions récentes des banques centrales ont été intégrées dans la formation des prix de marché. À partir d'une étude d'événement, nous analysons d'abord comment la modification de la cible a été perçue par les marchés financiers le jour de l'annonce, en tenant compte de l'anticipation des marchés de ladite annonce. Au-delà de cette réaction immédiate des marchés, la dynamique des anticipations d'inflation mesurées sur les marchés financiers depuis la révision est un indicateur de l'effet de la communication des banques centrales. C'est pourquoi nous étudions ensuite le processus de formation des anticipations d'inflation en testant la présence d'une rupture après la révision des cibles d'inflation. En effet, sous l'hypothèse que les décisions prises par les banques centrales sont crédibles, elles devraient se refléter dans le processus de formation des anticipations de marché. En outre, puisque la redéfinition de la cible doit permettre un meilleur ancrage des anticipations, nous testons la sensibilité de l'inflation anticipée aux annonces économiques et financières et la possibilité d'une rupture dans la dynamique de la volatilité conditionnelle des anticipations d'inflation. Cette analyse est menée pour la zone euro et les États-Unis, ce qui permet de

3. Voir par exemple Del Negro *et al.* (2017).

comparer l'effet des annonces respectives de la BCE et de la Réserve fédérale sur les anticipations de marché⁴.

Les principaux résultats sont les suivants : les anticipations d'inflation ont baissé le jour de l'annonce de la révision de sa cible par la BCE tandis qu'elles ont augmenté après l'annonce de la Fed. De plus, alors que l'annonce de la Fed a modifié la dynamique de formation des anticipations d'inflation (niveau moyen plus élevé et processus autorégressif plus faible), l'annonce de la BCE n'a pas impacté – jusqu'à présent du moins – cette dynamique. Enfin, la réponse des anticipations d'inflation à des chocs de politique monétaire ou financiers n'a pas été influencée par ces annonces, pas plus que la volatilité des anticipations d'inflation.

Il est bien entendu prématuré de tirer des conclusions définitives sur les conséquences de ces révisions de la cible d'inflation, mais l'ambition de cet article est de proposer une première analyse. Il faut aussi préciser que les révisions portent également sur d'autres dimensions. Ainsi, Jerome Powell notait que l'objectif d'emploi maximum doit être considéré dans un sens plus large et inclusif mettant ainsi l'accent sur la situation d'individus qui peuvent être en marge du marché du travail⁵. La révision de la stratégie de la BCE est plus large encore, reconnaissant notamment l'importance des outils de politique monétaire non conventionnels, envisageant de modifier la mesure de l'inflation⁶ et indiquant la prise en compte des objectifs de stabilité financière et du climat. Mais aussi importantes soient-elles, ces dimensions ne sont pas étudiées ici notamment parce que leurs implications ne devraient être perceptibles qu'à moyen terme.

Cet article vient en complément des travaux d'Hoffmann *et al.* (2020) et Coibion *et al.* (2020) qui analysent l'impact de la révision de la stratégie de la Fed annoncée en 2020. Ces deux papiers se concentrent cependant sur la réponse des ménages, en exploitant les

4. Cette mesure ne donne des anticipations d'inflation que la vision d'une partie des agents économiques. Mais elle reste la variable la plus adaptée pour identifier les effets d'annonces des banques centrales qui ont été faites récemment. La disponibilité et la fréquence des données d'anticipations issues d'enquêtes ne permettent effectivement pas de capter l'éventualité d'une rupture dans leur dynamique.

5. Contrairement au mandat de la BCE qui définit une hiérarchie claire entre l'objectif principal de stabilité des prix et les autres objectifs, formulés de façon très générale, la Réserve fédérale suit un double mandat mettant sur le même plan l'objectif d'inflation et d'emploi maximal.

6. La mesure ciblée actuellement par la BCE est l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). La BCE envisage d'améliorer la prise en compte du coût du logement en intégrant notamment une composante liée au coût des logements occupés par leurs propriétaires.

résultats d'une enquête sondant les ménages juste après l'annonce de révision de la stratégie faite par la Réserve fédérale. De plus, les données d'enquête sont disponibles à une fréquence plus faible (mensuelle et trimestrielle) incompatible avec notre stratégie d'identification. C'est pourquoi, notre travail est centré sur la réponse des marchés financiers, ce qui permet d'avoir une mesure homogène pour comparer la réaction des anticipations depuis le jour de l'annonce. Il existe en outre une littérature plus théorique sur la question du niveau optimal de la cible d'inflation (Adam *et al.*, 2021 ; L'Huillier et Schoenle, 2020 ; Schmitt-Grohe et Uribe, 2010).

1. Les objectifs des révisions menées par la Réserve fédérale et la BCE

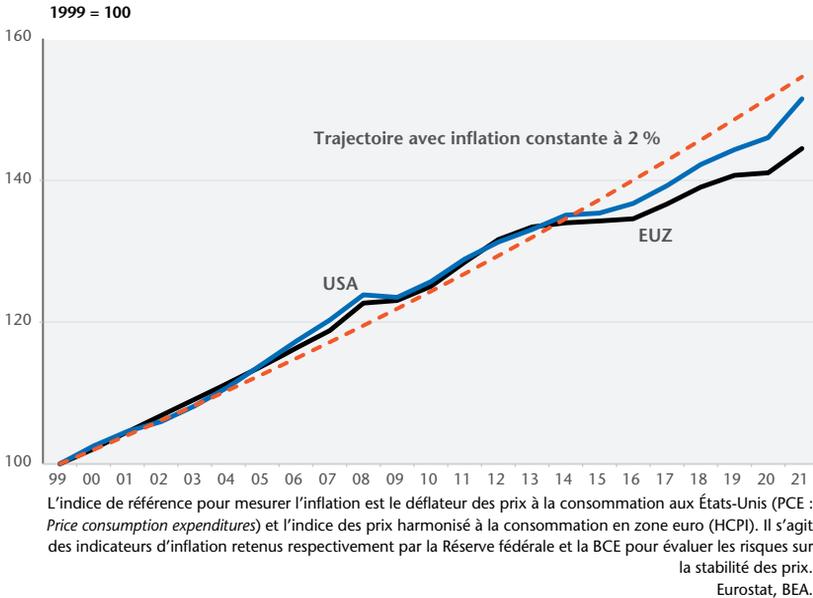
La stratégie de politique monétaire des banques centrales est un élément important puisqu'elle élabore le cadre dans lequel la politique monétaire est conduite. Contrairement aux décisions qui font l'objet d'un examen fréquent et régulier – toutes les six semaines pour la BCE et la Réserve fédérale – les révisions de la stratégie sont des événements rares et donc importants dans la communication des banques centrales puisqu'ils doivent refléter des infléchissements durables dans la conduite de la politique monétaire. Ainsi, dans le cas de la BCE et de la Réserve fédérale, les processus ayant conduit à la révision ont pris plusieurs mois au cours desquels les deux institutions ont mené des réflexions internes et sollicité des avis extérieurs (*listens*). L'objectif est de réfléchir à la meilleure stratégie permettant d'atteindre les objectifs en tenant compte de l'évolution de l'environnement économique et financier ainsi que des avancées récentes de la recherche empirique ou théorique. À près d'un an d'intervalle, les deux principales banques centrales ont annoncé des révisions de stratégie de politique monétaire. Bien que ces révisions portent sur plusieurs dimensions, nous nous concentrons ici sur la cible d'inflation.

En août 2020, la Réserve fédérale a annoncé une modification de sa stratégie de politique monétaire passant d'une cible d'inflation de 2 % à une cible d'inflation de 2 % *en moyenne*, indiquant ainsi le passage d'une stratégie de ciblage d'inflation (IT) à une stratégie de ciblage d'inflation moyenne (AIT)⁷. Il est important de noter que la décision de

7. La quantification officielle de la cible à 2 % avait été adoptée en 2012.

revoir la stratégie est intervenue dans un contexte où l'inflation américaine était quasi-systématiquement inférieure à sa cible depuis 2012 de telle sorte que si l'on compare la trajectoire des prix aux États-Unis depuis 1999 à une trajectoire fictive correspondant à la réalisation chaque année de l'objectif d'inflation à 2 % (équivalente au sens large à une stratégie de ciblage du niveau des prix, *price-level targeting*), il ressort une trajectoire des prix inférieure à la trajectoire des 2 % à partir de 2013⁸ (graphique 1).

Graphique 1. Évolution du niveau de prix

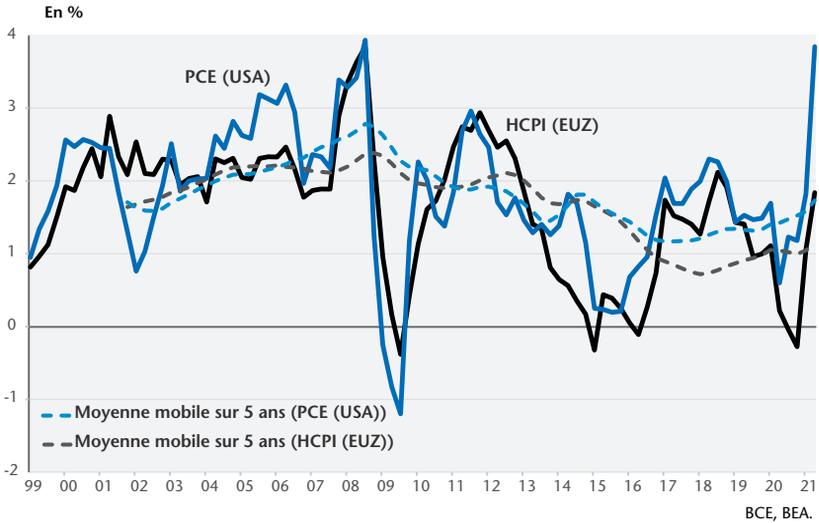


Ce choix est notamment justifié par la volonté d'améliorer l'ancrage des anticipations d'inflation. En effet, avec une stratégie standard de ciblage d'inflation, les anticipations peuvent être ancrées sous le seuil de 2 %, si l'économie est confrontée à différents chocs de demande négatifs qui poussent l'inflation sous la cible. Si la banque centrale ajuste l'orientation de la politique monétaire afin de ramener l'inflation vers sa cible, il en résultera néanmoins que l'inflation sera en moyenne inférieure à 2 %. C'est de fait ce que l'on peut observer après la Grande Récession. À l'exception des années 2011 et 2012, l'inflation tant dans

8. La quantification de ce sous-ajustement dépend fortement du choix de l'année de référence. Plus que la valeur de ce sous-ajustement, ce graphique suggère qu'il y a eu un décrochage de l'inflation à partir de 2012-2013.

la zone euro qu'aux États-Unis a été quasi systématiquement inférieure à 2 %. En moyenne sur 5 ans, elle a atteint un point bas inférieur à 1 % dans la zone euro et autour de 1,2 % aux États-Unis en 2018 (graphique 2). Si les anticipations sont déterminées en fonction de cette évolution à moyen terme de l'inflation, alors elles risquent de s'ancreur sur un niveau inférieur à la cible.

Graphique 2. Inflation et tendance d'inflation



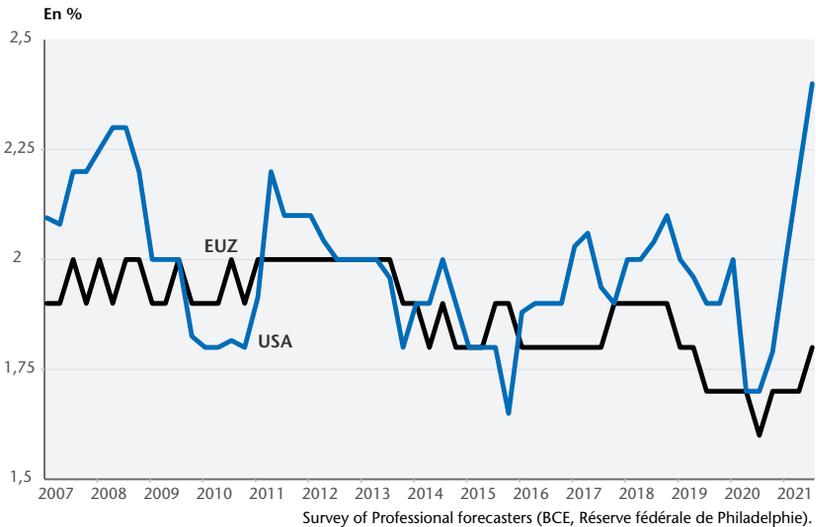
Avec l'AIT, la banque centrale indique explicitement que l'inflation doit être en moyenne de 2 %. Dans ces conditions, la banque centrale devrait ajuster l'orientation de la politique monétaire de telle sorte que l'inflation soit supérieure à 2 % sur une période donnée après un choc négatif. L'objectif est bien de compenser la période de sous-ajustement. Dit autrement, la Réserve fédérale ne durcirait pas trop rapidement sa politique monétaire (ou maintiendrait une politique monétaire expansionniste) si une amélioration conjoncturelle ou un choc positif (prix de l'énergie) pousse l'inflation au-dessus de la cible. La prudence manifestée par le FOMC (*Federal Open-market Committee*) malgré la poussée inflationniste observée depuis mars 2021 reflète en partie cette modification de la stratégie. Non seulement, la Réserve fédérale considère que le choc actuel est temporaire et qu'un durcissement prématuré de la politique monétaire risquerait de casser la reprise mais il est aussi cohérent de ne pas réagir malgré une inflation qui dépasse la cible de 2 % depuis plusieurs mois afin de compenser le sous-ajustement observé au cours des années précédentes.

Comme pour la Réserve fédérale, la révision de la stratégie de la BCE est intervenue après une longue période de faible inflation. Depuis 2013, l'inflation annuelle de la zone euro n'a jamais dépassé 1,7 %. La comparaison entre l'évolution des prix depuis 1999 et une trajectoire fictive où l'inflation annuelle aurait été de 2 % indique qu'elle a été quasi-systématiquement inférieure depuis 2013 (graphique 1). C'est la deuxième fois que la BCE modifie sa stratégie de politique monétaire initialement élaborée en 1998 au moment de la création de la monnaie unique. De 1999 à 2003, la BCE souhaitait assoir sa crédibilité et craignait initialement que les anticipations d'inflation s'ancrent sur une moyenne de l'inflation passée des pays de la zone euro. Certains ayant une inflation historiquement plus élevée. L'institution s'est calée sur le modèle de la Bundesbank pour envoyer un signal fort d'attachement à la stabilité des prix. Malgré la désinflation globale amorcée dans les années 1980 et une inflation bien plus maîtrisée dans les années 1990, la crainte de l'inflation rampante telle qu'observée dans les années 1970 était encore présente dans les esprits. Il en a résulté l'adoption d'une définition où l'inflation devait être inférieure à 2 % et donc implicitement comprise entre 0 et 2 %. Cette définition ne donnait toutefois pas de valeur précise pour la cible à l'intérieur de cette bande, suggérant par exemple qu'une inflation de 0,5 % pourrait être conforme à la cible, ce qui n'a semble-t-il pas forcément été le cas puisque l'inflation moyenne entre 1999 et 2003 s'est précisément élevée à 2 %. La première révision de la stratégie de 2003 a cependant permis de donner une quantification plus précise de la stabilité des prix indiquant que l'inflation devrait être proche mais inférieure à 2 %. Cette première révision reconnaissait ainsi que la définition précédente ne permettait pas d'écarter le risque déflationniste.

Il n'en demeure pas moins que cette nouvelle définition manquait toujours de clarté puisque l'on pourrait effectivement considérer qu'un taux d'inflation de 1,7 %, 1,8 % ou 1,9 % correspond bien à une inflation proche mais inférieure à 2 %. En outre, cette définition de la stabilité des prix créait une forme d'asymétrie. Une inflation légèrement inférieure à 2 % était effectivement conforme à la cible alors que ça ne serait pas le cas pour une inflation légèrement supérieure à 2 %. Dit autrement, une telle définition suggérait une réaction plus systématique de la BCE en cas de déviation positive qu'en cas de déviation négative. Des évolutions étaient cependant perceptibles pour renforcer le caractère symétrique de la cible. Ainsi, en juillet 2019, Mario Draghi déclarait « the Governing Council is determined to act, in line with its

commitment to symmetry in the inflation aim ». Il précisait même que 1,9 % semblait une cible conforme à la stratégie réduisant ainsi l'ambiguïté. Ainsi, 22 ans après sa création la BCE clôt le débat sur la quantification précise de la cible d'inflation par la BCE. En adoptant une cible à 2 %, la BCE se cale sur la définition de nombreuses banques centrales : la Réserve fédérale mais aussi la Banque d'Angleterre ou la Banque du Japon⁹. Cette clarification nécessaire est censée permettre un meilleur ancrage des anticipations d'inflation. L'évolution des anticipations d'inflation des prévisionnistes professionnels comme celle des marchés financiers témoignait effectivement d'une baisse tendancielle de l'inflation anticipée à long terme (graphique 3 et 4)¹⁰.

Graphique 3. Anticipations d'inflation à 5 ans – données d'enquêtes auprès des professionnels



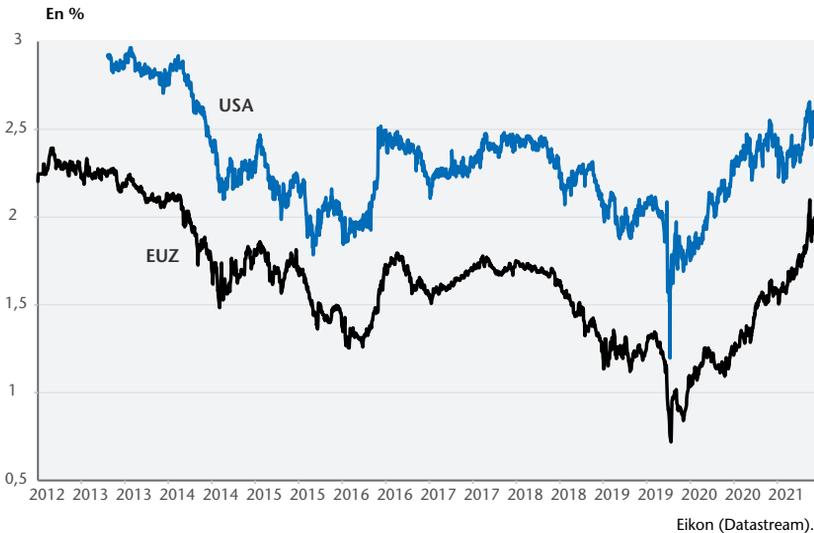
Un autre avantage de l'augmentation de la cible d'inflation pour les banques centrales est de donner des marges de manœuvre supplémentaires dans un environnement de taux bas. En effet, sous l'hypothèse que l'inflation est conforme à sa cible et que l'écart de croissance est

9. La BCE tolère de légères fluctuations autour de 2 % et enlève l'asymétrie de la cible. Cela ne correspond néanmoins pas à une stratégie AIT dans le sens où il n'y a pas de compensation des écarts passés à la cible.

10. Il s'agit d'enquêtes menées tous les trimestres par la BCE et la Réserve fédérale auprès d'un panel de prévisionnistes professionnels qui sont interrogés sur leurs prévisions d'inflation, croissance et chômage à différents horizons.

nul, le taux nominal fixé par la banque centrale devrait converger vers le niveau suivant : $i = r^* + \pi^*$ où π^* est la cible d'inflation et r^* le taux réel d'équilibre, c'est-à-dire le taux compatible avec l'absence de tensions inflationnistes et une économie qui est à son potentiel. Toutes choses égales par ailleurs, plus r^* est faible, plus le taux fixé par la banque centrale est bas. Dans ce cas, un choc négatif conduit la banque centrale à heurter plus fréquemment la contrainte de la borne des taux à 0 % (*Zero lower bound, ZLB*)¹¹. En augmentant la cible, la banque centrale espère réduire le risque d'être contraint par la ZLB. Une telle stratégie est notamment motivée par Andrade *et al.* (2021).

Graphique 4. Anticipations d'inflation à 5 ans dans 5 ans – données des marchés financiers



Dans ce qui suit, nous évaluons si les annonces de révisions de la cible d'inflation ont modifié la formation des anticipations sur les marchés financiers. À l'aide d'une étude d'événement, nous analysons comment cette modification a été perçue le jour de l'annonce. Nous analysons ensuite la dynamique des anticipations d'inflation mesurées sur les marchés financiers, leur volatilité et leur réponse à des chocs économiques depuis l'annonce.

11. Voir Hofmann *et al.* (2021).

2. Les effets des révisions sous différents angles

2.1. Effets des annonces de révision

Nous étudions les effets des annonces de révisions de la cible d'inflation sur les anticipations d'inflation à l'aide d'une étude d'événement. Cette approche consiste à évaluer la réaction des marchés les jours d'annonce des banques centrales. Elle est fréquemment utilisée pour mesurer le contenu informationnel des annonces de politique économique et particulièrement des banques centrales. De nombreux travaux évaluent ainsi l'effet des politiques monétaires non conventionnelles : annonces des programmes d'achat d'actifs ou de guidage des anticipations d'inflation (*forward guidance*)¹².

Cette méthodologie permet de mesurer les effets d'annonce sur une fenêtre temporelle courte, autour de l'événement en question. Les études d'événements supposent que les marchés mobilisent l'ensemble de l'information disponible à une date t . Ainsi, les évolutions des marchés s'expliqueraient essentiellement par le flux de nouvelles informations qui modifient l'ensemble d'information des acteurs des marchés. Dans ces conditions, l'effet d'une annonce sur la cible d'inflation peut être identifié sous l'hypothèse qu'il n'y a pas d'autres annonces simultanées susceptibles d'influencer les anticipations d'inflation. C'est pourquoi, cette approche consiste à estimer une équation sur données en haute fréquence (ici sur données quotidiennes). Notons que les annonces de révisions ne portent pas uniquement sur la cible. Toutefois, le changement de cible est une dimension essentielle de la révision qui peut avoir un impact direct sur les anticipations, ce qui est beaucoup moins le cas pour les autres annonces. Si l'annonce de la révision de la cible avait été parfaitement anticipée par les marchés, alors les prix d'actifs – ici les anticipations d'inflation – ne devraient pas réagir à l'annonce de la révision de la cible annoncée par les banques centrales. De fait, les prix de marché avant l'annonce reflètent l'état des anticipations, et les changements observés le jour de l'annonce traduisent donc la révision de ces anticipations.

12. Voir par exemple Swanson (2021) pour les annonces de la Réserve fédérale ou Hubert et Labondance (2018) sur les annonces de guidage des anticipations de la BCE.

Les effets des annonces de la révision des cibles de la Fed et de la BCE sont évalués au travers de l'équation suivante :

$$\Delta E\pi_t^{lt} = c + \beta_1 \text{Revision}_t + \beta_2 \text{Meeting}_t + \beta_3 Z_t + \epsilon_t \quad (1)$$

Où $\Delta E\pi_t^{lt}$ est la variation journalière des anticipations d'inflation basée sur le marché. La variable *révision* est une variable indicatrice qui prend la valeur 1 les jours d'annonces de révisions de la cible d'inflation (les 25 janvier 2012 et 27 août 2020 pour les États-Unis et le 8 juillet 2021 pour la zone euro) et zéro sinon¹³. Z_t est un vecteur de variables de contrôle. L'équation est estimée avec des données journalières à partir du 12 décembre 2012 pour la zone euro et du 1^{er} août 2011 pour les États-Unis, et jusqu'au 26 octobre 2021 pour les deux zones.

Les anticipations d'inflation sont mesurées par les *swaps* d'inflation à 5 ans dans 5 ans. Il s'agit d'un indicateur courant des anticipations pour en mesurer l'ancrage. Leur principal inconvénient est de dépendre de la liquidité sur les marchés financiers et d'être donc sujet à des primes de risque. Leur principal avantage est d'être disponibles en temps réel et à la fréquence journalière¹⁴. Elles sont donc appropriées pour les études d'événement. Le vecteur de variables de contrôle inclut la volatilité implicite des cours boursiers (VSTOXX pour la zone euro et le VIX pour les États-Unis) et les chocs de politique monétaire en suivant l'approche d'Hanson et Stein (2015) qui consiste à considérer la variation du taux OIS (*Overnight Interest rate Swap*) à 2 ans les jours de réunion des membres du conseil des gouverneurs de la BCE ou du FOMC. Nous introduisons également une variable indicatrice pour les jours de réunion consacrée à la politique monétaire de la BCE ou du FOMC. Nous testons également l'effet de la révision au travers d'une variable indicatrice qui vaut 1 lors de la réunion suivant la révision. En effet, les révisions se traduisent aussi par un changement de communication des banques centrales lors des réunions normales de politique monétaire. Ainsi, la réunion qui suit immédiatement les annonces de révision permet aux banques centrales de reformuler le communiqué de presse en intégrant le changement de stratégie. Dans la mesure où les marchés sont très attentifs à la communication des banques centrales à

13. L'analyse économétrique des effets de l'annonce de la révision repose sur une observation dans ce cadre méthodologique et doit donc être interprétée avec prudence.

14. La série de *swap* d'inflation pour les États-Unis est disponible à partir du 1^{er} octobre 2013. Les données sont alors rétro-polées en utilisant la série des points-morts d'inflation (*Break-even inflation rate*), également disponible en fréquence journalière. Les BEIR sont obtenus en comparant le rendement nominal d'une obligation du Trésor (*Treasuries*) au rendement d'une obligation indexée sur l'inflation (TIPS : *Treasury Inflation-Protected Security*).

l'issue des réunions du Conseil des Gouverneurs ou du FOMC, il peut être pertinent de tester si le mouvement des anticipations d'inflation est significativement différent. Pour la BCE, il s'agit du Conseil des Gouverneurs du 22 juillet 2021 tandis qu'aux États-Unis cela correspond à la réunion du FOMC du 16 septembre 2020. Il est important de noter qu'aucune annonce significative n'a été faite ce jour-là, ce qui aurait pu brouiller l'interprétation de la variable indicatrice.

Tableau 1. Effets de l'annonce de la BCE sur les anticipations d'inflation en zone euro

| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
|-------------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| | inf5y5y | inf5y5y | inf5y5y | inf5y5y | inf5y5y | inf5y5y |
| Annonces Révision 2021 | -0,014*** [0,00] | -0,014*** [0,00] | -0,014*** [0,00] | -0,017*** [0,00] | -0,017*** [0,00] | -0,017*** [0,00] |
| Choc PM | 0,081 [0,13] | 0,079 [0,13] | 0,079 [0,13] | 0,067 [0,15] | 0,065 [0,15] | 0,062 [0,15] |
| VSTOXX | -0,001 [0,00] | -0,001 [0,00] | -0,001 [0,00] | 0,001 [0,00] | 0,001 [0,00] | 0,002 [0,00] |
| GC meeting | 0,002 [0,00] | 0,003 [0,00] | 0,002 [0,00] | — — | — — | — — |
| Meeting Post-Révision | — — | -0,012*** [0,00] | -0,011*** [0,00] | — — | -0,012*** [0,00] | -0,012*** [0,00] |
| Annonces 2019 | — — | — — | 0,014*** [0,00] | — — | — — | 0,017*** [0,00] |
| Constante | 0,000 [0,00] | 0,000 [0,00] | 0,000 [0,00] | 0,003 [0,00] | 0,003 [0,00] | 0,003 [0,00] |
| N | 2314 | 2314 | 2314 | 79 | 79 | 79 |
| R² | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,02 | 0,02 | 0,03 |

Standard errors in brackets. * p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001.

Le tableau 1 montre les résultats des estimations de l'équation (1) pour la zone euro¹⁵. La période d'estimation s'étend d'août 2011 à octobre 2021. Les colonnes (1), (2) et (3) évaluent l'effet des annonces de révisions de la cible sur les anticipations d'inflation sur l'ensemble de

15. Les estimations sont réalisées en corrigeant la matrice des variance-covariance de l'éventuelle hétéroscédasticité des résidus. Les équations ont été également estimées avec la méthode Newey-West permettant de tenir compte de la potentielle auto-corrélation des résidus. Par construction, le point estimé est identique. La significativité des résultats est généralement très proche.

la période. Dans les colonnes (4), (5) et (6), nous estimons l'équation (1) uniquement sur les jours d'annonce de politique monétaire – c'est-à-dire quand la variable *GC meeting* prend la valeur 1. Cela correspond *de facto* à une restriction sur la base de comparaison entre le jour d'annonce de la révision et les autres jours. Cette spécification nous permet de tester si l'information véhiculée par la révision de la cible diffère de l'information standard sur l'orientation de la politique monétaire, communiquée par le Conseil des gouverneurs. Les colonnes (2) et (5) évaluent si des informations supplémentaires ont aussi pu être transmises lors du Conseil des gouverneurs suivant l'annonce de la révision. Les colonnes (3) et (6) reproduisent les spécifications précédentes en intégrant l'effet de l'annonce du 25 juillet 2019 au cours de laquelle Mario Draghi évoquait la symétrie de la cible d'inflation.

Les résultats montrent que l'annonce de la révision de la cible d'inflation a eu un effet négatif et significatif sur les anticipations d'inflation en zone euro. On peut imaginer que cette réaction négative traduise un sentiment relativement mitigé au regard de la volonté de la BCE d'adopter une stratégie de politique monétaire qui mettrait plus en avant le risque déflationniste. On pourrait ainsi interpréter la réponse négative des anticipations d'inflation comme si les marchés financiers avaient anticipé une modification plus substantielle de la cible, comme un relèvement de son niveau par exemple. Par ailleurs, il est probable que l'effet de l'annonce de la révision de la cible en zone euro ait déjà été intégrée par les marchés lors de précédentes communications des gouverneurs de la BCE. La communication de Mario Draghi sur la cible d'inflation le 25 juillet 2019, laissant entendre que l'inflation en dessous de 2 % était aussi préjudiciable qu'une inflation au-dessus de 2 %, a eu un effet positif et significatif sur les anticipations d'inflation. Finalement, cette clarification de la cible annoncée le 25 juillet 2019 a entraîné une hausse des anticipations d'inflation, contrairement à l'annonce de la révision, qui a eu un effet négatif.

Le tableau 2 montre le résultat des estimations de l'équation (1) pour les États-Unis. Les colonnes (1), (2) et (3) évaluent l'effet des annonces de révisions de la cible d'inflation sur les anticipations d'inflation sur l'ensemble de la période. Dans les colonnes (4), (5) et (6), nous testons uniquement pour les jours d'annonce de politique monétaire – c'est-à-dire quand la variable *FOMC meeting* prend la valeur 1. Les colonnes (2) et (5) évaluent si des informations supplémentaires ont pu être transmises lors du FOMC suivant l'annonce de la révision. Enfin, les

colonnes (3) et (6) intègrent aussi l'effet de l'annonce de la révision de la cible d'inflation du 25 janvier 2012. Nous trouvons un effet positif et significatif pour les États-Unis, suggérant que les annonces de révisions de la cible d'inflation d'août 2020 et de janvier 2012 ont positivement affectées les anticipations d'inflation. L'indicatrice relative à la réunion suivant la révision d'août 2020 est également significativement positive lorsque l'équation est uniquement estimée sur l'échantillon n'incluant que les jours de réunion du FOMC.

Tableau 2. Effets de l'annonce de la Fed sur les anticipations d'inflation aux États-Unis

| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
|-------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| | inf5y5y | inf5y5y | inf5y5y | inf5y5y | inf5y5y | inf5y5y |
| Annonces Révision 2020 | 0,022*** [0,00] | 0,022*** [0,00] | 0,022*** [0,00] | 0,037*** [0,01] | 0,037*** [0,01] | 0,038*** [0,01] |
| Choc PM | -0,048 [0,11] | -0,048 [0,11] | -0,035 [0,11] | -0,217* [0,09] | -0,221* [0,09] | -0,207* [0,08] |
| VIX | -0,002 [0,00] | -0,002 [0,00] | -0,002 [0,00] | -0,016*** [0,00] | -0,016*** [0,00] | -0,016*** [0,00] |
| FOMC meeting | -0,001 [0,00] | -0,001 [0,00] | -0,002 [0,00] | — — | — — | — — |
| Meeting Post-Révision | — — | 0,004 [0,01] | 0,005 [0,01] | — — | 0,021** [0,01] | 0,022** [0,01] |
| Annonces 2012 | — — | — — | 0,068*** [0,01] | — — | — — | 0,064*** [0,00] |
| Constante | 0,000 [0,00] | 0,000 [0,00] | 0,000 [0,00] | -0,001 [0,00] | -0,002 [0,00] | -0,002 [0,00] |
| N | 2671 | 2671 | 2671 | 84 | 84 | 84 |
| R² | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,23 | 0,24 | 0,27 |

Standard errors in brackets. * p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001.

Cette première analyse de la révision de la cible d'inflation menée récemment par la BCE et la Réserve fédérale suggère un impact différencié des annonces respectives de ces deux banques centrales. Dans la zone euro, les anticipations d'inflation ont baissé à la suite de l'annonce de la révision de la cible. Aux États-Unis, même si la cible n'a pas été modifiée, l'annonce du changement de stratégie a conduit les marchés à réviser les anticipations d'inflation à la hausse. On peut en déduire

que les marchés ont de fait intégré que la Réserve fédérale tolérerait une inflation plus élevée pour compenser le sous-ajustement de l'inflation.

2.2. Dynamique de formation des anticipations d'inflation de long-terme

Bien que la réaction des marchés le jour de l'annonce soit une première méthode permettant d'appréhender l'effet de la communication des banques centrales quant à leurs révisions de la cible d'inflation, il est probable que ces révisions se traduisent également dans le mode de formation des anticipations et en particulier dans le processus de détermination de ces variables de marché. C'est pourquoi une deuxième approche vise à évaluer les effets potentiels de la révision de la cible sur la dynamique des anticipations d'inflation de long terme. Autrement dit, nous cherchons à évaluer si la révision de la cible a conduit à une modification de la constante ou du paramètre autorégressif des équations de détermination des anticipations d'inflation de long-terme, mesurées par les *swaps* d'inflation à 5 ans dans 5 ans, et représentées par l'équation suivante :

$$E\pi_t^{lt} = \alpha + \rho E\pi_{t-1}^{lt} + \beta X_t + \epsilon_t \quad (2)$$

Le paramètre ρ mesure la persistance des anticipations d'inflation. $\alpha/(1 - \rho)$ mesure l'espérance à long terme – en l'absence de chocs – de la prévision d'inflation conditionnelle à X_t , qui est un vecteur de variables de contrôle comprenant la volatilité implicite des cours boursiers (VSTOXX ou VIX), le taux de référence des dépôts interbancaires (EONIA pour la zone euro et taux des fonds fédéraux pour les États-Unis) et les anticipations d'inflation à un an mesurées par les *swaps* d'inflation permettant de capter la dynamique actuelle de l'inflation¹⁶. Nous estimons les équations (3) et (4) ci-dessous afin de mesurer les modifications intervenues dans la valeur à long terme – en l'absence de chocs – de l'anticipation d'inflation à 5 ans dans 5 ans, soit :

$$E\pi_t^{lt} = \alpha + \gamma_1 Revision_t + \rho E\pi_{t-1}^{lt} + \beta X_t + \epsilon_t \quad (3)$$

$$E\pi_t^{lt} = \alpha + \gamma_1 Revision_t + \rho E\pi_{t-1}^{lt} + \gamma_2 Revision_t \cdot E\pi_{t-1}^{lt} + \beta X_t + \epsilon_t \quad (4)$$

16. Le coefficient de corrélation entre ces deux indicateurs est de 0,42 pour la zone euro et de 0,38 pour les États-Unis.

Où la variable ρ est une indicatrice qui prend la valeur 1 à compter de la date de l'annonce de la révision de la cible d'inflation (27 août 2020 pour les États-Unis et 8 juillet 2021 pour la zone euro) jusqu'à la fin de l'échantillon.

Nous estimons deux spécifications alternatives selon que nous considérons une rupture uniquement dans la constante (α) ou dans la constante et le paramètre autorégressif (α et ρ)¹⁷. Nous testons l'hypothèse nulle selon laquelle la révision de la cible modifie la dynamique de long terme des anticipations de marché pour l'inflation à long terme. Les paramètres γ_1 et γ_2 , mesurant l'effet de $Revision_t$ doivent être significativement positifs afin d'impliquer une augmentation de l'espérance conditionnelle des prévisions d'inflation ($\alpha/(1 - \rho)$).

Le tableau 3 montre les résultats des estimations des équations (2), (3) et (4)¹⁸. Dans les deux dernières lignes du tableau 3, nous calculons l'espérance conditionnelle de l'inflation de long-terme ($\alpha/(1 - \rho)$) avant et après la révision¹⁹. Dans les colonnes (1) et (4), nous estimons le modèle de détermination des anticipations d'inflation de long terme sans rupture (équation 2). Dans les colonnes (2) et (5), nous considérons la rupture uniquement pour la constante. Nous trouvons une rupture positive et significative à 5 % pour la zone euro mais pas significative pour les États-Unis. L'espérance conditionnelle de l'inflation anticipée de long terme augmenterait de 27 points de base passant de 1,59 à 1,86 en zone euro. Ce résultat, en opposition avec celui de la partie précédente, pourrait s'expliquer par le fait que l'étude d'événement se concentre sur l'effet de la révision de la cible uniquement le jour de l'annonce tandis que le résultat ici est estimé sur tous les jours depuis l'annonce. Dans les colonnes (3) et (6), nous considérons la rupture sur la constante et le terme autorégressif (équation 3). Pour la zone euro (colonne 3), nous ne trouvons pas de preuve empirique d'une rupture, invalidant ainsi le résultat de la spécification précédente. Le calcul de l'espérance conditionnelle de l'inflation anticipée de long terme suggère même une baisse. Pour les États-Unis (colonne 6), nous

17. Nous procédons de manière séquentielle afin d'estimer séparément la pertinence d'une rupture sur les deux paramètres en question. Nous pondérons ainsi le risque de variable omise et celui de multicollinéarité.

18. Les estimations sont réalisées en corrigeant la matrice des variance-covariance de l'éventuelle hétéroscédasticité des résidus. Les équations ont été également estimées avec la méthode Newey-West permettant de tenir compte de la potentielle auto-corrélation des résidus. Par construction, le point estimé est identique. La significativité des résultats est très proche.

19. Le paramètre est proche mais significativement différent de 1.

trouvons une rupture marquée : la constante est significativement plus élevée après la révision tandis que le paramètre autorégressif est significativement plus faible si bien que dans l'ensemble, la valeur de l'espérance conditionnelle de l'inflation anticipée, en l'absence de chocs, augmenterait de 0,06 point. La révision de la cible d'inflation de la Réserve fédérale semble ainsi avoir contribué à modifier la formation des anticipations d'inflation de long terme. Les effets se traduisent cependant par une moindre persistance de l'inflation anticipée, ce qui est cohérent avec la stratégie AIT puisqu'un choc négatif (respectivement positif) poussant l'inflation sous la cible de 2 % devrait être compensée par une inflation à court-moyen terme plus élevée et non se traduire par une convergence vers 2 %.

Tableau 3. Effets de la révision sur la dynamique de formation des anticipations d'inflation

| | Zone euro | | | États-Unis | | |
|--------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| | (1) inf5y5y | (2) inf5y5y | (3) inf5y5y | (4) inf5y5y | (5) inf5y5y | (6) inf5y5y |
| Constante | 0,032*** [0,01] | 0,035*** [0,01] | 0,034*** [0,01] | 0,029*** [0,01] | 0,030*** [0,01] | 0,028*** [0,01] |
| Constante Post-Révision | — — | 0,006* [0,00] | -0,059 [0,05] | — — | -0,002 [0,00] | 0,087** [0,03] |
| Lag inf5y5y | 0,979*** [0,00] | 0,978*** [0,00] | 0,979*** [0,00] | 0,987*** [0,00] | 0,987*** [0,00] | 0,987*** [0,00] |
| Lag inf5y5y * Post-Révision | — — | — — | 0,038 [0,03] | — — | — — | -0,039** [0,01] |
| inf1y | 0,009*** [0,00] | 0,008*** [0,00] | 0,008*** [0,00] | 0,002 [0,00] | 0,002 [0,00] | 0,003* [0,00] |
| VSTOXX / VIX | 0,000 [0,00] | 0,000 [0,00] | -0,001 [0,00] | -0,003 [0,00] | -0,003 [0,00] | -0,003 [0,00] |
| EONIA / Fed Funds | 0,026*** [0,00] | 0,028*** [0,00] | 0,028*** [0,00] | -0,003*** [0,00] | -0,004*** [0,00] | -0,004*** [0,00] |
| N | 2314 | 2314 | 2314 | 2671 | 2671 | 2671 |
| R ² | 0,99 | 0,99 | 0,99 | 0,99 | 0,99 | 0,99 |
| Pré-Révision | — | 1,59 | 1,62 | — | 2,31 | 2,15 |
| Post-Révision | — | 1,86 | 1,47 | — | 2,15 | 2,21 |

Standard errors in brackets. * p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001.

2.3. Réaction des anticipations d'inflation aux chocs économiques

Une troisième approche consiste à évaluer les effets des chocs monétaires et financiers sur les anticipations d'inflation. En effet, si la révision de la cible d'inflation cherche à améliorer l'ancrage des anticipations, celles-ci devraient moins réagir aux chocs. Ce résultat est notamment mis en évidence par Gürkaynak *et al.* (2010) après l'adoption par la Banque d'Angleterre d'une stratégie de ciblage d'inflation à partir de 1997. Nous estimons une version modifiée de l'équation (2) dans laquelle nous intégrons des chocs monétaires et des chocs financiers mesurés par les variations journalières du VSTOXX en zone euro et du VIX aux États-Unis²⁰ :

$$E\pi_t^{lt} = \alpha + \rho E\pi_{t-1}^{lt} + \beta X_t + \kappa Choc_t^i + \epsilon_t \quad (5)$$

L'effet de la révision est ensuite analysé en testant la présence d'une rupture sur l'effet des chocs captée par le paramètre γ_2 . Comme dans la section précédente, la variable $Revision_t$ est une indicatrice qui prend la valeur 1 à compter de la date de l'annonce de la révision de la cible d'inflation (27 août 2020 pour les États-Unis et 8 juillet 2021 pour la zone euro) jusqu'à la fin de l'échantillon.

$$E\pi_t^{lt} = \alpha + \rho E\pi_{t-1}^{lt} + \beta X_t + \kappa Choc_t^i + \gamma_1 Revision_t + \gamma_2 Revision_t \cdot Choc_t^i + \epsilon_t \quad (6)$$

Le tableau 4 montre les résultats des estimations pour la zone euro et les États-Unis. Dans les colonnes (1) et (5), nous montrons l'effet d'un choc financier sur les anticipations d'inflation. Les résultats montrent un effet négatif et significatif pour la zone euro et les États-Unis suggérant qu'un choc financier réduit les anticipations d'inflation. Dans les colonnes (2) et (6), nous montrons l'effet d'un choc financier avant et après la révision de la cible d'inflation. Nos estimations suggèrent qu'il n'y a pas de rupture dans l'effet d'un choc financier sur les anticipations d'inflation : cet effet est le même avant et après l'annonce de la révision. Concernant le choc monétaire (colonnes (3), (4), (7) et (8)), il n'affecte pas les anticipations d'inflation de long-terme, que ce soit avant ou après la révision de la cible d'inflation. Ce résultat est cohérent avec la définition conceptuelle de l'inflation de long-terme qui serait déterminée par des facteurs structurels et non des chocs économiques.

20. Nous utilisons les mêmes chocs monétaires que dans la section 2.1.

Tableau 4. Effets de la révision sur la réponse des anticipations d'inflation à des chocs

| | Zone euro | | | | Etats-Unis | | | |
|-------------------------|---------------------|---------------------|--------------------|--------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| | (1) inf5y5y | (2) inf5y5y | (3) inf5y5y | (4) inf5y5y | (5) inf5y5y | (6) inf5y5y | (7) inf5y5y | (8) inf5y5y |
| Lag inf5y5y | 0,981*** [0,00] | 0,980*** [0,00] | 0,979*** [0,00] | 0,978*** [0,00] | 0,989*** [0,00] | 0,988*** [0,00] | 0,987*** [0,00] | 0,987*** [0,00] |
| inf1y | 0,009*** [0,00] | 0,008*** [0,00] | 0,009*** [0,00] | 0,008*** [0,00] | 0,003* [0,00] | 0,004** [0,00] | 0,002 [0,00] | 0,002 [0,00] |
| VSTOXX / VIX | 0 [0,00] | 0 [0,00] | 0 [0,00] | 0 [0,00] | -0,002 [0,00] | -0,001 [0,00] | -0,003 [0,00] | -0,003 [0,00] |
| EONIA / Fed Funds | 0,024*** [0,00] | 0,026*** [0,00] | 0,026*** [0,00] | 0,028*** [0,00] | -0,003** [0,00] | -0,003** [0,00] | -0,003*** [0,00] | -0,004*** [0,00] |
| Choc financier | -0,021*** [0,00] | -0,021*** [0,00] | — — | — — | -0,033*** [0,01] | -0,036*** [0,01] | — — | — — |
| Choc PM | — — | — — | 0,074 [0,13] | 0,074 [0,13] | , — | — — | -0,057 [0,11] | -0,026 [0,11] |
| Post-Révision | — — | 0,005* [0,00] | — — | 0,006* [0,00] | — — | -0,004 [0,00] | — — | -0,001 [0,00] |
| Choc * Post-Révision | — — | -0,026 [0,01] | — — | 0,796 [0,90] | — — | 0,019 [0,01] | — — | -1,875 [0,98] |
| Constante | 0,029*** [0,01] | 0,032*** [0,01] | 0,032*** [0,01] | 0,034*** [0,01] | 0,022*** [0,01] | 0,023*** [0,01] | 0,029*** [0,01] | 0,030*** [0,01] |
| N | 2314 | 2314 | 2314 | 2314 | 2671 | 2671 | 2671 | 2671 |
| R ² | 0,99 | 0,99 | 0,99 | 0,99 | 0,99 | 0,99 | 0,99 | 0,99 |

Standard errors in brackets. * p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001.

2.4. Réaction de la variance conditionnelle des anticipations d'inflation

Une quatrième approche consiste à évaluer comment le modèle de détermination de la variance conditionnelle des anticipations d'inflation – mesurée ici à partir d'un modèle GARCH(1,1) – est influencé par la révision ainsi que par les effets des chocs monétaires et financiers sur les anticipations d'inflation avant et après la révision. Les questions posées sont ainsi les mêmes que pour les sections précédentes à la différence que nous analysons le processus dynamique de la variance conditionnelle des anticipations de marché. Les équations estimées sont alors les suivantes :

$$\text{var}_{E\pi_t^{lt}} = \alpha + \rho \text{var}_{E\pi_{t-1}^{lt}} + \beta X_t + \epsilon_t \quad (7)$$

$$\begin{aligned} \text{var}_{E\pi_t^{lt}} = \alpha + \rho \text{var}_{E\pi_{t-1}^{lt}} + \beta X_t \\ + \gamma_1 \text{Revision}_t + \gamma_2 \text{Revision}_t \cdot \text{var}_{E\pi_{t-1}^{lt}} + \epsilon_t \end{aligned} \quad (8)$$

$$\begin{aligned} \text{var}_{E\pi_t^{lt}} = \alpha + \rho \text{var}_{E\pi_{t-1}^{lt}} + \beta X_t + \kappa \text{Choc}_t^i \\ + \gamma_1 \text{Revision}_t + \gamma_2 \text{Revision}_t \cdot \text{Choc}_t^i + \epsilon_t \end{aligned} \quad (9)$$

La variance conditionnelle des anticipations d'inflation dépend de sa variance passée. Nous ajoutons des variables de contrôle qui incluent la volatilité implicite des cours boursiers (VSTOXX pour la zone euro et le VIX pour les US), les *swaps* d'inflation à un an et le taux de référence des dépôts interbancaires (l'EONIA et le taux des fonds fédéraux pour la zone euro et les États-Unis respectivement). Dans l'équation (8) nous estimons l'effet de la révision de la cible d'inflation sur la variance conditionnelle des anticipations d'inflation. Dans l'équation (9), nous testons les effets des chocs monétaires et financiers sur les anticipations d'inflation avant et après la révision.

Le tableau 5 montre les résultats des estimations des équations (7), (8) et (9)²¹. Les résultats des colonnes (2) et (6) suggèrent que la révision de la cible d'inflation a eu un effet positif en zone euro et négatif aux États-Unis sur la constante, mais n'a pas eu d'effet sur le paramètre autorégressif. Celui-ci n'est pas significativement différent après l'annonce. Les colonnes (3) et (7) évaluent l'effet d'un choc financier avant et après la révision sur la variance conditionnelle des anticipations d'inflation. Les colonnes (4) et (8) évaluent l'effet d'un choc de politique monétaire. Dans les deux cas, les résultats suggèrent que l'annonce de révision de la cible n'a pas modifié la réponse de la variance conditionnelle des anticipations d'inflation aux chocs de politique monétaire et financier.

21. Les estimations sont réalisées en corrigeant la matrice des variance-covariance de l'éventuelle hétéroscédasticité des résidus. Les équations ont été également estimées avec la méthode Newey-West permettant de tenir compte de la potentielle auto-corrélation des résidus. Par construction, le point estimé est identique. La significativité des résultats est très proche.

Tableau 5. Effets de la révision sur la variance conditionnelle des anticipations d'inflation

| | Zone euro | | | | États-Unis | | | |
|-------------------------|---------------------|---------------------|--------------------|--------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| | (1) inf5y5y | (2) inf5y5y | (3) inf5y5y | (4) inf5y5y | (5) inf5y5y | (6) inf5y5y | (7) inf5y5y | (8) inf5y5y |
| Lag inf5y5y | 0,981*** [0,00] | 0,980*** [0,00] | 0,979*** [0,00] | 0,978*** [0,00] | 0,989*** [0,00] | 0,988*** [0,00] | 0,987*** [0,00] | 0,987*** [0,00] |
| infly | 0,009*** [0,00] | 0,008*** [0,00] | 0,009*** [0,00] | 0,008*** [0,00] | 0,003* [0,00] | 0,004** [0,00] | 0,002 [0,00] | 0,002 [0,00] |
| VSTOXX / VIX | 0 [0,00] | 0 [0,00] | 0 [0,00] | 0 [0,00] | -0,002 [0,00] | -0,001 [0,00] | -0,003 [0,00] | -0,003 [0,00] |
| EONIA / Fed Funds | 0,024*** [0,00] | 0,026*** [0,00] | 0,026*** [0,00] | 0,028*** [0,00] | -0,003** [0,00] | -0,003** [0,00] | -0,003*** [0,00] | -0,004*** [0,00] |
| Choc financier | -0,021*** [0,00] | -0,021*** [0,00] | — — | — — | -0,033*** [0,01] | -0,036*** [0,01] | — — | — — |
| Choc PM | — — | , — | 0,074 [0,13] | 0,074 [0,13] | — — | — — | -0,057 [0,11] | -0,026 [0,11] |
| Post-Révision | — — | 0,005* [0,00] | — — | 0,006* [0,00] | — — | -0,004 [0,00] | — — | -0,001 [0,00] |
| Choc * Post-Révision | — — | -0,026 [0,01] | — — | 0,796 [0,90] | — — | 0,019 [0,01] | — — | -1,875 [0,98] |
| Constante | 0,029*** [0,01] | 0,032*** [0,01] | 0,032*** [0,01] | 0,034*** [0,01] | 0,022*** [0,01] | 0,023*** [0,01] | 0,029*** [0,01] | 0,030*** [0,01] |
| N | 2314 | 2314 | 2314 | 2314 | 2671 | 2671 | 2671 | 2671 |
| R ² | 0,99 | 0,99 | 0,99 | 0,99 | 0,99 | 0,99 | 0,99 | 0,99 |

Standard errors in brackets. * p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001.

3. Conclusion

La Réserve fédérale et la Banque centrale européenne ont toutes les deux annoncé des révisions de leur cible d'inflation en 2020 et 2021 respectivement. Dans cette étude, nous analysons les effets sur les anticipations d'inflation de long-terme, mesurées sur les marchés financiers, de ces modifications des caractéristiques définissant la cible d'inflation de chacune des deux banques centrales. Nous analysons aussi bien comment cette modification a été perçue le jour de l'annonce que son effet sur la dynamique des anticipations d'inflation, leur variance et leur réponse à des chocs économiques depuis l'annonce.

Les principaux résultats sont les suivants : l'annonce de la révision de sa cible par la BCE a eu un impact négatif sur les anticipations d'inflation le jour de l'annonce alors que l'annonce de la Fed a eu un impact positif. De plus, alors que l'annonce de la Fed a modifié la dynamique de formation des anticipations d'inflation (niveau moyen plus élevé et processus autorégressif plus faible), l'annonce de la BCE n'a pas impacté – jusqu'à présent du moins – cette dynamique. Enfin, la réponse des anticipations d'inflation à des chocs de politique monétaire ou financier n'a pas été influencée par ces annonces, pas plus que la variance conditionnelle des anticipations d'inflation.

Le faible effet des annonces de révisions de la cible d'inflation, notamment en zone euro, pourrait suggérer différents éléments. Tout d'abord, il se peut que les annonces de la BCE aient simplement officialisé un élément qui avait déjà été intégré par les marchés financiers avant l'annonce de révision de la cible d'inflation (Reichlin *et al.*, 2021) ou que les marchés financiers aient anticipé une révision plus large de la cible – en lien avec l'effet négatif sur les anticipations d'inflation le jour de l'annonce. D'autre part, la différence d'effets entre la zone euro et les États-Unis pourrait être liée aux caractéristiques de la réforme. Ainsi, l'annonce d'une cible symétrique produirait moins d'effets que l'annonce d'une cible *en moyenne* (AIT) dans le temps, parce que la seconde introduit des phénomènes de compensation : la banque centrale ne doit pas seulement se soucier des déviations à venir de l'inflation à sa cible mais aussi des déviations passées.

Références

- Adam K., Gautier E., Santoro S. et Weber H., 2021, « The Case for a Positive Euro Area Inflation Target: Evidence from France, Germany and Italy », *Banque de France Working Paper*, n° 825.
- Andrade P., Gali J., Le Bihan H. et Matheron J., 2021, « Should the ECB Adjust its Strategy in the Face of a Lower R*? », *CEPR Discussion Paper*, n° DP16042, avril.
- Coibion O., Gorodnichenko Y., Knotek E. et Schoenle R., 2020, « Average Inflation Targeting and Ho usehold Expectations », *Federal Reserve Bank of Cleveland Working Paper*, n° 20-26.
- Del Negro M., Giannone D., Giannoni M. P. et Tambalotti A., 2017, « Safety, liquidity, and the natural rate of interest », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2017(1), pp. 235-316.

- Gürkaynak R. S., Levin A. et Swanson E., 2010, « Does inflation targeting anchor long-run inflation expectations? Evidence from the US, UK, and Sweden », *Journal of the European Economic Association*, vol. 8, n° 6, pp. 1208-1242.
- Hanson S. et Stein J., 2015, « Monetary policy and long-term real rates », *Journal of Financial Economics*, vol. 115 n° 3, pp. 429-448.
- Hartmann P. et Smets F., 2018, « The First 20 Years of the European Central Bank: Monetary Policy », *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall, 1-146.
- Hofmann B., Lombardi M. J., Mojon B. et Orphanides A., 2021, « Fiscal and monetary policy interactions in a low interest rate world », *BIS Working Paper*, n° 954.
- Hoffmann M., Moench E., Schultefrankenfeld G. et Pavlova L., 2021, « Would Households Understand Average Inflation Targeting? », Available at SSRN: 3936440.
- Hubert P. et Labondance F., 2018, « The effect of ECB forward guidance on the term structure of interest rates », *International Journal of Central Banking*, vol. 14, n° 5, pp. 193-222.
- L'Huillier J.-P. et Schoenle R., 2020, « Raising the Inflation Target: How Much Extra Room Does It Really Give? », *Federal Reserve Bank of Cleveland Working Papers*, n° 202016.
- Schmitt-Grohe S. et Uribe M., 2010, « The Optimal Rate of Inflation », in *Handbook of Monetary Economics*, ed. by B. M. Friedman et M. Woodford, vol. 3, chap. 13, pp. 653-722.
- Swanson E., 2021, « Measuring the effects of Federal Reserve forward guidance and asset purchases on financial markets », *Journal of Monetary Economics*, n° 118, pp. 32-53.

LE RENOUVEAU DE L'INFLATION ?*

Sabine Le Bayon, Hervé Péléraux

Sciences Po, OFCE

Après une année 2020 frappée de plein fouet par la pandémie de Covid-19, une baisse de la demande et une très faible inflation, l'année 2021 a vu la reprise accompagnée d'un fort rebond inflationniste. Le prix de l'énergie a flambé et de nombreuses matières premières ont vu leur prix augmenter également du fait de tensions importantes sur l'offre. L'inflation sous-jacente est pour le moment encore modérée dans la zone euro, mais elle inquiète au Royaume-Uni et surtout aux États-Unis où l'importance des plans de relance et les pénuries de main-d'œuvre accentuent les tensions. Le retournement à la baisse des prix de la plupart des matières premières depuis le printemps ou l'automne 2021 devrait contribuer négativement à l'inflation au cours de l'année 2022. Pour évaluer l'ampleur de cette contribution, nous avons estimé la sensibilité du déflateur de la consommation au prix des matières premières importées. Nous avons en particulier mesuré l'impact différencié d'un retour du prix du pétrole à 65 euros et de son maintien à 80 euros sur l'inflation en 2022.

Mots clés : inflation, matières premières, pétrole, effets de second tour, salaires.

En 2021, l'inflation, qui s'était presque fait oublier depuis la Grande récession de 2008-2009, a fait un retour magistral. La progression des indices de prix en octobre 2021, de 4,1 % en zone euro à 6,2 % aux États-Unis, dépasse largement celle observée ces dernières années. Ce renouveau inquiète, d'un côté parce qu'il rogne le pouvoir d'achat des ménages et de l'autre parce qu'il pourrait précipiter le resserrement monétaire.

* Achevé de rédiger au 26 novembre 2021.

Le regain de l'inflation succède aux désordres causés par la crise de la Covid-19 durant l'année 2020. L'instauration de mesures de confinement et de restriction ont fait basculer l'économie mondiale dans une récession brève mais excessivement violente au premier semestre 2020. L'écroulement subit des demandes finale et intermédiaire a désorganisé le fonctionnement des marchés internationaux de matières premières, le choc de demande négatif poussant à la baisse les cotations, même si les restrictions ont également pesé sur l'offre de certains produits de base, amortissant l'impact négatif sur les prix. L'inflation a donc intégré ce contrechoc par le biais de la baisse du prix des importations, créant une situation de prix anormalement bas en comparaison de leur trajectoire de moyen terme.

La forte reprise de l'activité à partir du troisième trimestre 2020 a réamorcé les flux de demande de matières premières en provoquant des tensions sur l'offre à même de faire rebondir vivement les prix et finalement l'inflation dans les pays importateurs. Les indices de prix *headline* ont donc entamé entre 2020 et 2021 un rattrapage du niveau de moyen terme qui entraîne mécaniquement des taux d'inflation élevés à partir d'une base de calcul anormalement basse en 2020. Pour autant, l'inflation sous-jacente, excluant l'énergie et les produits alimentaires, affiche bien moins de volatilité, *a fortiori* quand elle est calculée sur deux ans et non plus sur l'année précédente, ce qui laisse penser que l'exubérance inflationniste est en partie liée à un effet matières premières.

À l'horizon 2022, la trajectoire des prix incorporera celle des produits de base, en premier lieu celle des prix de l'énergie dont les déterminants de marché penchent plutôt vers un reflux graduel. Pour les autres matières premières, l'emballement inflationniste est loin d'être généralisé. Depuis la mi-mai 2021, les composantes baissières semblent l'avoir emporté sur les composantes haussières même si certains prix de première nécessité, comme le blé dont dépend le prix du pain et des pâtes, sont souvent mis en avant comme étalon d'une dynamique inflationniste irrésistible. Ainsi, l'indice synthétique des matières non énergétiques est-il engagé depuis plus de six mois sur un *trend* orienté à la baisse, ce qui devrait contribuer négativement à l'inflation *headline* au tournant de 2021 et 2022. Pour autant les autres déterminants de l'inflation, les plans de relance massifs ainsi que les pénuries de main-d'œuvre aux États-Unis ou l'engagement d'un mouvement prononcé de désépargne dans les pays développés pourraient continuer à alimenter les pressions inflationnistes.

Le problème de l'enclenchement d'effets de second tour, par lesquels les revendications salariales répondent à l'inflation importée puis les prix à la consommation à la hausse des salaires, reste bien sûr entier et non résolu pour 2022. Pour l'heure l'inflation sous-jacente est restée modérée en Europe en comparaison de celle des États-Unis. Mais l'exemple des pays anglo-saxons laisse penser qu'un tel risque n'est plus à écarter.

1. Retour sur 2020

Un choc de matières premières...

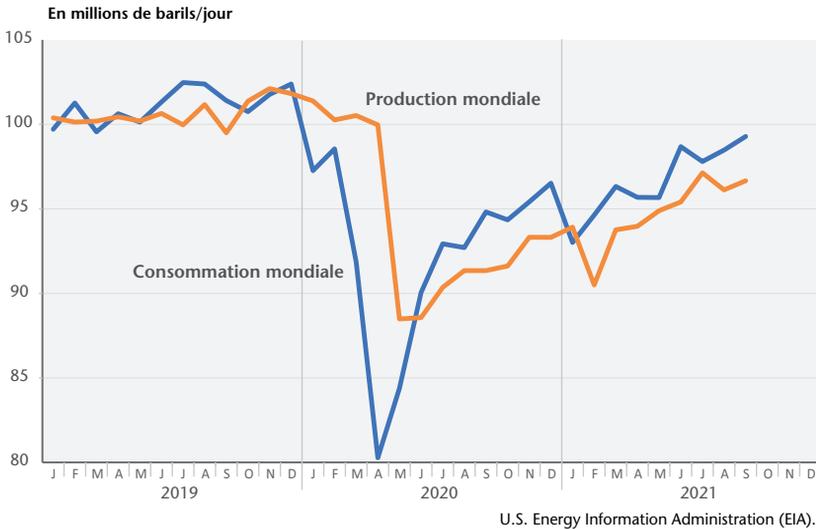
Les mesures de restriction et de confinement instaurées en 2020 ont conduit à une récession sans précédent dans l'histoire moderne. Le PIB mondial affiche ainsi une baisse inédite de 3,6 % en 2020.

Cette récession mondiale a provoqué de forts désajustements entre la demande et l'offre de matières premières. Du côté de la demande, l'interruption brutale de l'activité dans le secteur des transports (aérien, automobile, maritime) à cause des confinements, de la fermeture des frontières et de la chute du commerce mondial a provoqué un effondrement de la demande de pétrole. La consommation mondiale de pétrole a ainsi diminué de 22 % entre décembre 2019 et avril 2020, d'abord sous l'effet de la récession chinoise provoquée par le bouclage de villes entières dès janvier 2020, puis à partir de la mi-mars, par l'extension de la pandémie et la généralisation des restrictions (graphique 1).

Au regard de la chute de la demande, l'offre ne s'est ajustée qu'avec retard, cette dernière reculant de 11,5 % en mai 2020, c'est-à-dire au moment où les restrictions commençaient à s'alléger dans beaucoup de pays et où l'activité redémarrait. Les dissensions apparues au sein de l'OPEP+, entité regroupant les 13 pays membres de l'OPEP et 10 pays associés non membres dont la Russie, expliquent ce décalage. Ce n'est qu'en application de l'accord du 12 avril 2020 conclu au sein de l'OPEP+ pour une baisse historique de la production à compter du 1^{er} mai 2020 que l'offre s'est ajustée¹.

1. Pour plus de détails, voir Céline Antonin, 2020, « Pétrole : chronique d'un effondrement », *OFCE Policy Brief* n° 68, 8 mai.

Graphique 1. Offre et demande mondiales de pétrole



Le décalage de ces chocs a entraîné une élévation des stocks et a provoqué un violent ajustement des prix à la baisse. Le prix du baril de Brent est ainsi passé d'environ 65 dollars le baril à la fin décembre 2019 à moins de 20 dollars à la fin avril 2020, soit un recul de 70 %.

Pour les mêmes raisons tenant au décalage entre la baisse subite de la demande et l'ajustement plus graduel de l'offre, le prix des autres matières premières a lui aussi reculé (graphique 2). Le choc de prix a toutefois été très limité en comparaison de celui observé sur le baril car les confinements et les restrictions d'activité mis en place dans les pays producteurs ont contribué à la baisse de la production parallèlement à celle de la demande. Selon l'indicateur calculé par l'[Institut de Hambourg \(HWWI\)](#), l'indice du prix des matières premières industrielles a reculé de 13,2 % entre décembre 2019 et avril 2020, contre 60 % pour les matières premières énergétiques. La chute des matières premières alimentaires a été moindre encore, -9,3 % entre décembre 2019 et mai 2020. En effet, pour des raisons évidentes, les mesures de restrictions ont peu affecté les activités essentielles telles que l'alimentation, ce qui a contribué à préserver les flux d'offre en même temps que ceux de demande et limiter ainsi le tassement des prix.

Graphique 2. Indices de Hambourg des prix des matières premières*



* les indices HWWI par catégorie de produits sont calculés en pondérant les indices élémentaires par leur part dans les importations de matières premières du groupe des pays de l'OCDE. Ces trois indices agrègent une trentaine de produits. HWWI.

... qui se répercute sur l'inflation

La crise de la Covid-19 a donc eu pour conséquence un ralentissement des prix d'importation en 2020. Le canal de propagation de la désinflation a été principalement le prix de l'énergie par le biais du prix du pétrole et des produits indexés sur le pétrole (essence, gazole, gaz domestique), intégrés dans les indices en tant que composante directe de la consommation des ménages. En zone euro comme aux États-Unis, le glissement annuel des prix à la consommation est tombé au voisinage de 0 en mai 2020 alors que l'inflation sous-jacente demeurait autour de 1 %. Dans la seconde moitié de l'année 2020, l'inflation d'ensemble est devenue négative à la suite de la mise en place de baisses de TVA en Allemagne pour soutenir le revenu des ménages pendant la crise².

La modification de la structure de la consommation durant le confinement a aussi joué sur la perception du ralentissement des prix. Les produits dont les prix ont le plus baissé, comme l'énergie, sont également ceux qui ont été moins consommés, en particulier les carburants

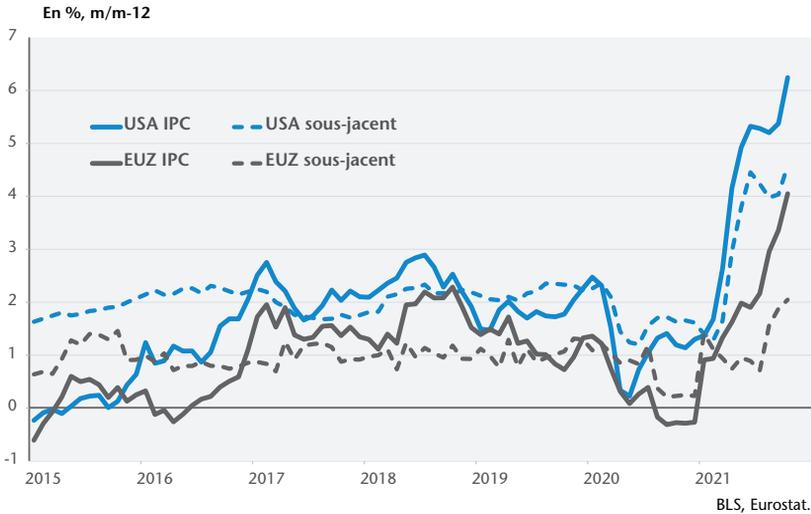
2. Des mesures de soutien aux ménages pendant la pandémie ont eu un impact sur l'inflation dans la zone euro : la baisse de la TVA entre juillet et décembre 2020 en Allemagne (de 3 points pour le taux normal et de 2 points pour le taux réduit) a joué négativement sur les prix durant cette période.

pénalisés par les interdictions de déplacement. La pondération de l'énergie en 2020, basée sur la structure de consommation de 2019, ne reflétait plus la consommation réelle. Les ménages n'ont donc pas bénéficié de la baisse du prix de l'essence, ce qui sous-estime l'évolution du prix moyen de leur consommation³.

Plus généralement, selon l'INSEE, le poids de l'alimentation, du logement, de la santé et de la communication est ainsi plus important en 2020 qu'en 2019 puisque ces consommations n'ont pas été affectées par la crise sanitaire alors que l'ensemble de la consommation chutait. À l'inverse le poids des transports, de l'hébergement/restauration et des loisirs a baissé dans le panier 2020 en comparaison de 2019⁴.

Le recul du cours des matières premières a en effet été trop bref, et insuffisant pour ce qui est des produits de base non énergétiques, pour pousser à la baisse les prix de production, et en bout de chaîne, l'indice des prix sous-jacent dans la même mesure que l'indice d'ensemble (graphique 3). Les entreprises auraient donc profité du contrechoc sur les matières premières pour accroître temporairement leurs marges⁵.

Graphique 3. Taux de croissance des indices de prix à la consommation



3. Voir E. Heyer et P. Hubert, « L'impact de la baisse du prix du pétrole liée à la crise de la Covid-19 sur les entreprises et ménages français », *Revue de l'OFCE*, n° 168, 2020/4, pp. 146-147.

4. Voir INSEE, « Indice des prix à la consommation : les changements de l'année 2021 », *Note méthodologique*, février 2021.

5. Voir Heyer et Hubert (2020), *op. cit.*, p. 142.

2. Rebond spectaculaire de l'inflation en 2021

1/ Les matières premières à plusieurs vitesses

Le rattrapage de l'activité mondiale après le choc récessif du premier semestre 2020 a contribué à réactiver la demande de matières premières et à inverser les mécanismes à l'œuvre durant la récession. Les prix des produits de base, après leur point bas d'avril 2020, se sont engagés dans une phase de hausse, allant très au-delà d'un rattrapage du terrain perdu (+55 % pour les matières premières alimentaires entre mai 2020 et mai 2021, plus d'un doublement pour les matières premières industrielles entre avril 2020 et mai 2021, +330 % pour les matières premières énergétiques entre avril 2020 et octobre 2021) (voir graphique 2).

Cette hausse qui inquiète et dont les effets se propagent encore à l'heure actuelle au sein de l'économie mondiale devrait toutefois être appréciée au regard du comportement différencié des composantes de l'indice d'ensemble. Sur le marché pétrolier, l'insuffisance de la croissance de l'offre par rapport à celle de la demande a maintenu des tensions fortes sur les prix depuis la mi-2021. L'offre est freinée par la politique de l'OPEP+, consistant à n'augmenter que graduellement sa production (+0,4 Mbj par mois). Elle ne retrouverait donc son niveau pré-crise qu'en septembre 2022. Selon la Banque mondiale, la demande a, quant à elle, été d'autant plus vive que le pétrole, plus compétitif que le gaz, a parfois été utilisé comme substitut pour le chauffage et la production d'électricité⁶. L'augmentation de la production aux États-Unis et l'utilisation des réserves stratégiques américaines sous l'égide de l'Agence Internationale de l'Énergie, et qui serait susceptible de s'étendre à d'autres pays, ont cependant permis d'enrayer la hausse du brut depuis le 25 octobre 2021. Cette décade est aussi observée pour le prix du gaz et du charbon qui avaient atteint des sommets début octobre 2021, poussés à la hausse par de forts besoins de production d'électricité⁷. L'incertitude sur les livraisons de gaz est néanmoins forte face à des stocks très faibles, en particulier en Europe.

6. Pour plus de détails, voir : « [Commodity markets outlook October 2021](#) », *World Bank Report*, p. 25-28.

7. Le prix du charbon est essentiel pour la Chine. Les centrales électriques à charbon représentent plus de la moitié de la production d'électricité. Elles ont été particulièrement sollicitées en cette période de reprise industrielle. L'augmentation des prix du charbon avait conduit à un rationnement de la distribution d'électricité dans certaines régions, avec pour conséquence une moindre augmentation de la production industrielle et des matières premières industrielles. Pour résoudre ce problème, la Chine a notamment réouvert des mines de charbon, ce qui explique la baisse récente de son prix.

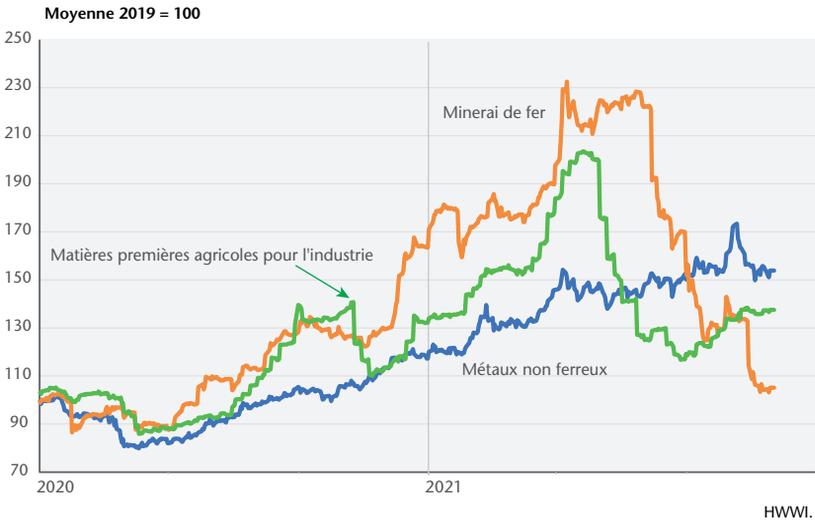
La trajectoire des matières premières énergétiques n'a pas été sans conséquence sur les autres matières premières en poussant à la hausse leurs coûts de production. En Europe, plusieurs usines d'engrais ont arrêté ou réduit leur production face à la flambée du prix du gaz (qui est un facteur clé pour la production). La raréfaction de l'offre d'engrais a conduit en retour à une très forte augmentation de leur prix, entraînant à la hausse les coûts de production agricole. Dans un autre domaine, la Chine a restreint sa production d'aluminium, qui est particulièrement intense en énergie. La production d'aluminium a également diminué en Inde face aux pénuries de charbon.

La trajectoire des prix des matières premières non énergétiques contraste fortement avec celle de l'énergie. Les **matières premières industrielles** ont clairement atteint un pic depuis la mi-mai 2021 et sont engagées depuis sur une tendance baissière non démentie à la fin novembre 2021. Les composantes de cet indice ne suivent pas toutes la même trajectoire (graphique 4). Le minerai de fer, qui représente un quart de l'indice de prix des non-énergétiques, a dégringolé depuis la fin juillet 2021 à la suite de la sévère baisse de la production d'acier en Chine et de l'augmentation des exportations en provenance d'Australie et du Brésil.

Les métaux non ferreux ont augmenté de façon plus modeste et plus continue depuis la reprise de l'activité mi-2020 et leurs prix sont sur un plateau depuis septembre 2021. Ce mouvement d'ensemble reflète néanmoins des évolutions différenciées : les prix du plomb, du nickel et du cuivre sont sur des plateaux ou ont reflué dernièrement alors que rien ne semble interrompre la progression du prix de l'aluminium et de l'étain dans la période récente.

La diffusion du phénomène inflationniste ne doit pas seulement être vue à l'aune du poids de ces produits dans l'indice d'ensemble mais plutôt de leur positionnement dans la chaîne de production. Pour peu que certains d'entre eux aient un caractère essentiel dans les processus industriels, ils peuvent générer des goulots d'étranglement propices à une élévation des prix des produits en aval. Ainsi l'étain qui ne représente qu'une très faible part de la consommation de matières premières (moins de 1 %) est néanmoins essentiel pour l'industrie électronique et photovoltaïque. Les fermetures de mines en Indonésie et en Malaisie à la suite du retour des confinements en juillet ont contraint l'offre et ont poussé fortement les prix à la hausse.

Graphique 4. Indices du prix des matières premières industrielles

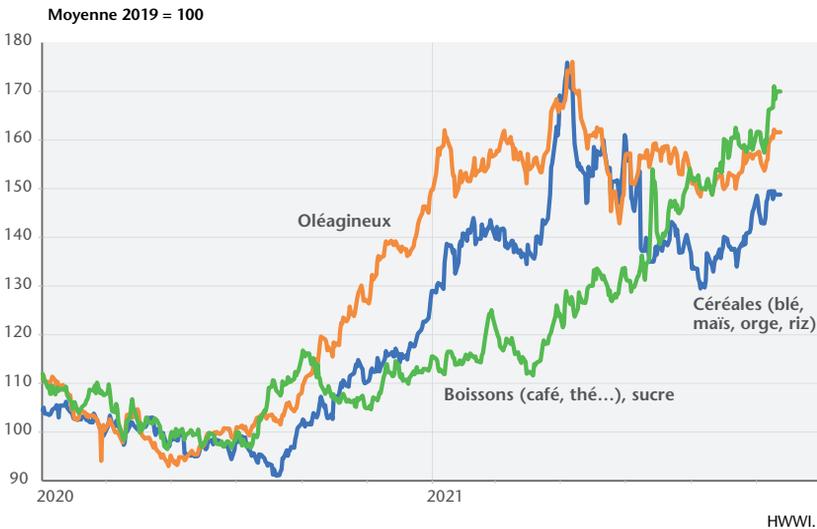


L'indice du prix des matières premières agricoles non alimentaires, qui avait fortement progressé jusqu'au pic de début juin 2021, s'est replié violemment depuis lors, même si une nouvelle hausse s'esquissée fin septembre 2021. En particulier, la montée en flèche du prix du bois (25 % de l'indice) à cause de l'insuffisance de l'offre en provenance d'Amérique du Nord s'est violemment retournée pour revenir à un niveau proche de celui d'avant crise une fois levés les confinements. Pour les cinq autres composantes de l'indice des matières premières agricoles non alimentaires, seuls le coton et le cuir continuent de progresser ces derniers mois. Le prix du caoutchouc, en forte hausse jusqu'en mars 2021, s'est stabilisé depuis lors. La pénurie de semi-conducteurs perturbe en effet la production d'automobiles et donc l'utilisation de caoutchouc dont les deux tiers de la production sont utilisés pour la fabrication de pneus. Cet exemple illustre que les marchés des produits de base sont interconnectés et que les pénuries ou les prix de certains produits peuvent affecter à la baisse ou à la hausse les prix d'autres produits.

Enfin, les prix des **matières premières alimentaires** ont atteint un pic à la mi-mai 2021 pour s'installer sur un plateau. Là encore, il convient de distinguer différentes catégories de produits alimentaires, des facteurs spécifiques pouvant conduire à des évolutions différenciées (graphique 5). Les prix des céréales et les oléagineux sont ainsi loin des pics du printemps 2021 même s'ils repartent à la hausse depuis

septembre. Leur repli à l'été 2021 a compensé largement l'augmentation continue des prix des autres composantes de l'indice alimentaire, comme celui du sucre et du café⁸. Du côté des céréales, la trajectoire des prix de l'orge et du blé reste très haussière. En revanche, le riz et le maïs sont orientés à la baisse depuis le printemps et l'été 2021 respectivement⁹. L'augmentation du cours du blé est influencée par les mauvaises conditions météorologiques dans plusieurs pays exportateurs (notamment en Australie à la suite des fortes précipitations), un bas niveau des stocks et une probable spéculation, dans un contexte de flambée du cours des engrais. Les tensions pourraient cependant s'apaiser, les perspectives de production favorables dans l'hémisphère sud permettant vraisemblablement de compenser les productions décevantes du Canada, de la Russie et des États-Unis (sécheresse). Pour les oléagineux, toutes les composantes repartent à la baisse, à l'exception de l'huile de palme. Mais la culture des oléagineux étant intensive en énergie, une augmentation dans les prochains mois n'est cependant pas à exclure.

Graphique 5. Indices du prix des matières premières alimentaires

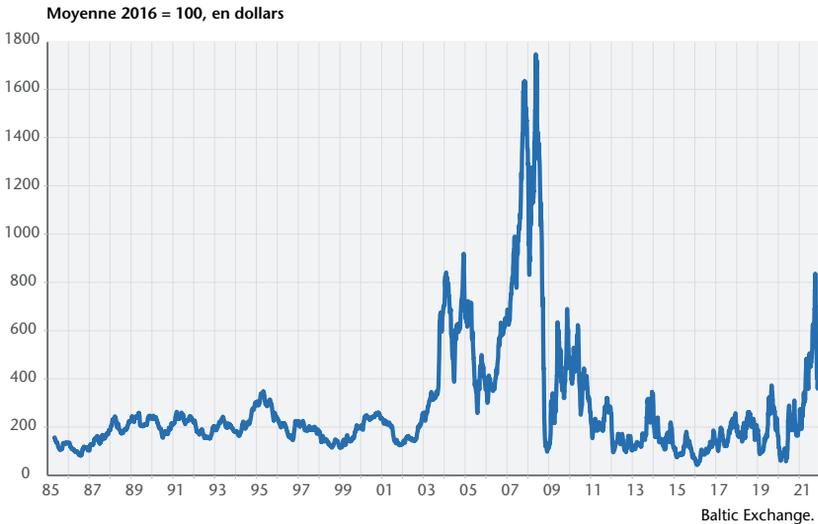


8. Le prix du café a augmenté fortement du fait du gel qui a touché les régions productrices de café au Brésil et de la sécheresse dans le sud du Vietnam ces deux pays représentant près de 60% de l'offre de café.

9. Le cours du maïs qui avait bénéficié d'une forte demande en provenance de la Chine pour nourrir le cheptel porcin qu'elle reconstituait après l'épidémie de peste porcine africaine a vu cette demande se tarir récemment, ce qui a poussé les prix à la baisse.

À ce renchérissement des matières premières est venue s'ajouter l'envolée du coût de transport de ces matériaux, que reflète en partie l'évolution du Baltic Dry Index (BDI)¹⁰. Ce dernier synthétise le prix du transport par navires dédiés au minerai, au charbon et aux céréales, sur une vingtaine de routes maritimes. Après une montée en flèche entamée en février 2021 et une accélération en septembre, cet indice s'est retourné brutalement depuis la mi-octobre (graphique 6). La Chine y a joué un rôle prépondérant : la baisse du cours du minerai de fer l'a incitée à reconstituer ses stocks, ce qui s'est traduit par une accélération de l'indice BDI en septembre 2021. Le ralentissement de ses achats de fer ainsi que la relance de sa production de charbon ont entraîné une décongestion de ses ports. Mi-novembre, l'indice reste néanmoins supérieur à sa moyenne de long terme, témoignant de la persistance de tensions.

Graphique 6. Indice Baltic Dry du coût du transport maritime (minerais, charbon, céréales)



Par ailleurs, il convient de noter que le transport de ces matériaux ne représente qu'une partie du transport maritime, les produits intermédiaires ou finis étant transportés sur d'autres types de bateaux. Selon l'institut Baltic Exchange, l'indice FBX qui embrasse une majorité de conteneurs, témoigne de ce que le coût du fret est resté élevé en

10. Cet indice est produit par [l'institut Baltic Exchange](#) qui collecte des informations sur les négociations et les contrats de transport par voie maritime.

octobre. La CNUCED, dans son dernier rapport, met en avant la congestion des ports tant aux États-Unis qu'en Europe, la pénurie de conteneurs et les restrictions d'entrées et sorties de navires liées aux mesures de quarantaine du Covid-19 comme facteurs de raréfaction de l'offre de transport¹¹.

2/ Rebond de l'inflation par les matières premières... et par sa base de calcul

La reprise de l'activité et l'envolée des matières premières qui en a résulté sont à l'origine d'un net rebond de l'inflation depuis le début de l'année 2021. Encore convient-il ici de distinguer les composantes des indices de prix sur lesquelles l'inflation est réapparue de celles qui pour le moment en restent préservées. Par ailleurs, un choix différent de la base de calcul de la progression des prix, au regard de l'inflation très basse de 2020, module l'appréciation du regain inflationniste de 2021 dans un sens moins exubérant que le simple glissement annuel.

Dans les grands pays avancés, les indices de prix ont fortement rebondi. Aux États-Unis, l'inflation d'ensemble s'est élevée à 6,2 % en octobre 2021 et 4,1 % en zone euro sur un an. Au sein de la zone euro, les situations sont assez disparates avec des hausses des IPCH plus modérées en France et en Italie (+3,2 %), plus soutenues en Allemagne (+4,7 %) et en Espagne (+5,4 %)¹². Hors Union européenne, l'inflation du Royaume-Uni (+3,8 %) apparaît plus modérée que celle de la zone euro dans son ensemble (tableau 1).

Tableau 1. Glissement des indices de prix à la consommation

En %

| Octobre 2021 | IPC 1 an | IPC 2 ans | Sous-jacent 1 an | Sous-jacent 2 ans |
|--------------|----------|-----------|------------------|-------------------|
| États-Unis | 6,2 | 3,7 | 4,6 | 3,1 |
| Royaume-Uni | 3,8 | 2,3 | 3,4 | 2,4 |
| Allemagne | 4,7 | 2,1 | 2,8 | 1,4 |
| France | 3,2 | 1,6 | 1,8 | 1,0 |
| Italie | 3,2 | 1,4 | 1,2 | 0,5 |
| Espagne | 5,4 | 2,2 | 1,4 | 0,6 |
| EUZ | 4,1 | 1,9 | 2,0 | 1,1 |

BLS, Eurostat, ONS, calculs OFCE.

11. Étude sur les transports maritime 2021, CNUCED, novembre 2021.

12. Les mesures de soutien aux ménages en Allemagne durant la seconde moitié de 2020 (baisse temporaire de la TVA), qui avaient poussé à la baisse l'inflation, ont un effet symétrique à la hausse au second semestre 2021. En Espagne, l'inflation est plus sensible qu'ailleurs à l'inflation énergétique.

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 à la baisse de 2020. Un tel rebond s'est directement transmis aux prix à la consommation depuis trois trimestres par le biais de la composante énergie des indices. Expurgée de cet élément (et également des produits alimentaires, habituellement volatils), l'inflation sous-jacente affiche en octobre 2021 des niveaux bien plus modérés.

Ces évolutions des indices de prix *headline* peuvent sembler spectaculaires mais elles font suite à une inflation anormalement basse l'année dernière à la même période de l'année. 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'année¹³. Ce faisant, le rebond de l'inflation apparaît bien plus modéré et laisse penser que le niveau des prix ne fait que retrouver un niveau compatible avec une trajectoire plus longue. Sur deux ans, la progression des IPC en Europe est deux fois moindre que sur un an et de 40 % inférieure dans les pays anglo-saxons.

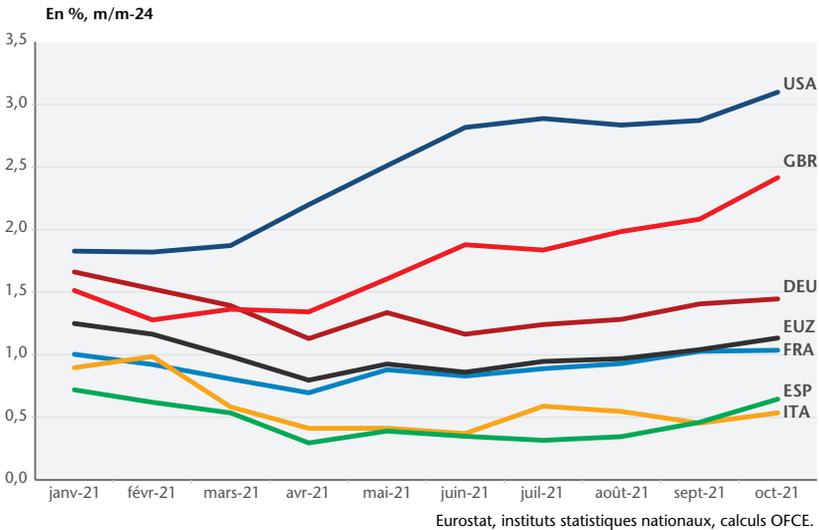
Au final, l'inflation sous-jacente calculée sur 2 ans apparaît remarquablement stable en zone euro et reste en octobre 2021 voisine de son niveau de début d'année (graphique 7). Dans les pays anglo-saxons elle est en revanche supérieure à celle des pays de la zone euro et a franchement augmenté au cours de l'année depuis janvier 2021, +1,3 point au États-Unis et +0,9 point au Royaume-Uni. Au États-Unis, le bas niveau du taux de chômage, les sorties de population active et les pénuries de main-d'œuvre qui en résultent y créent les conditions d'une accélération des salaires qui se répercute sur les prix à la consommation. De plus, le phénomène inflationniste outre-Atlantique est amplifié par l'ampleur des plans de relance¹⁴. L'apparition d'effets de second tour de l'inflation par les matières premières, qui viendraient s'ajouter à des tensions préexistantes en relevant encore la trajectoire des salaires, signerait alors un véritable emballement inflationniste dans

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

14. Voir E. Aurissergues, C. Blot, C. Bozou, « Tensions sur les prix aux États-Unis : quel impact de la politique budgétaire américaine ? », *Blog de l'OFCE*, 1^{er} décembre 2021 et « Les États-Unis vers la surchauffe ? », *OFCE Policy brief*, n° 97, 25 novembre 2021.

les pays anglo-saxons. En tout état de cause, la zone euro ne semble pour l'heure pas concernée, même si le risque d'enclenchement d'une spirale prix-salaires s'est accru.

Graphique 7. Inflation sous-jacente sur 2 ans



3. Quel terme pour la « bulle » inflationniste par les matières premières ?

À l'origine du regain d'inflation en 2021, l'évolution du prix des matières premières apparaît contrastée avec la poursuite de la flambée du prix de l'énergie jusqu'à début octobre, l'enclenchement d'une phase de baisse prononcée des matières premières industrielles et l'arrêt de la progression des matières premières alimentaires dans leur ensemble depuis la mi-mai 2021.

Pour l'heure, l'inflation subit encore les effets retardés des hausses passées dans la première moitié de l'année ainsi que les effets contemporains de la vive accélération des prix de l'énergie depuis le mois d'août. En tablant sur une retombée de la fièvre sur les marchés internationaux de matières premières, l'horizon d'un assagissement des prix se dessine en 2022.

Pour ce qui est de l'énergie, 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 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 un retour du prix du pétrole jusqu'à 65 dollars fin 2022. La « bulle » des matières premières pourrait ainsi avoir atteint son paroxysme, sa composante non énergétique au printemps 2021, 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 (encadré).

Encadré 1. Estimer l'impact des fluctuations du prix des matières premières sur l'inflation

Pour estimer l'impact du prix des matières premières sur l'inflation, nous nous sommes appuyés sur une modélisation du prix des importations au sens de la comptabilité nationale (à savoir le déflateur des importations) en fonction du taux de change effectif nominal et d'un indicateur du prix des matières premières, en l'occurrence ici l'indice HWWI. En adjoignant au modèle une équation de formation du prix de la valeur ajoutée intérieure marchande, on peut en déduire, en combinant ces deux équations au moyen d'une estimation de la part des produits importés dans la formation du déflateur de la consommation, l'effet d'une variation du prix des matières premières sur l'inflation d'ensemble mesurée par la comptabilité nationale.

Le modèle prend la forme suivante :

— l'équation f_1 du prix des importations relie le déflateur des importations (P^M) au prix des matières premières en devise nationale (P^{MAT} , effet positif) et le taux de change effectif nominal ($TCEN$, effet négatif) :

$$P_t^M = f_1 [P_t^{MAT} (+) ; TCEN_t (-)]$$

— l'équation f_2 du déflateur de la valeur ajoutée (P^{VA}) est fonction des coûts salariaux unitaires qui se décomposent en la différence entre les salaires (W) et la productivité du travail (π), avec des effets respectivement positifs et négatifs. Les tensions sur l'appareil productif étant inflationnistes, le taux d'utilisation des capacités de production (TU) est adjoint aux coûts salariaux unitaires. Enfin, à volumes constants, la hausse du coût des

consommations intermédiaires liée au renchérissement des prix d'importation affecte négativement le prix unitaire de la valeur ajoutée si les entreprises ne répercutent pas intégralement la majoration des coûts intermédiaires unitaires en majoration des prix unitaires de production :

$$P_t^{VA} = f_2 [(W_t(+); \pi_t(-)); TU_t(+); P_t^M(-)]$$

— l'équation f_3 du déflateur de la consommation des ménages (P_t^C) combine les deux équations précédentes, le paramètre s'interprétant comme une estimation de la part des produits importés dans la consommation totale :

$$P_t^C = f_3 [\alpha \cdot P_t^M; (1 - \alpha) \cdot P_t^{VA}]$$

Les équations f_1 et f_2 sont estimées par des modèles à correction d'erreur.

À partir de ce modèle, on applique un choc normalisé ponctuel de 10 % sur le prix des matières premières en devise nationale, en l'occurrence l'indice HWWI avec lequel est estimée l'équation f_1 , et on compare la trajectoire du déflateur de la consommation qui en résulte à la trajectoire de référence sans choc. Les dynamiques engendrées par ce choc sont présentées dans le tableau 2 pour les 6 grands pays industrialisés.

Tableau 2. Impact d'un choc de 10 % au prix des matières premières sur le déflateur de la consommation des ménages

En %, écart à la trajectoire de référence

| | t | t+1 | t+2 | t+3 |
|--------------|------|------|------|------|
| France | 0,15 | 0,09 | 0,05 | 0,02 |
| Allemagne | 0,14 | 0,12 | 0,04 | 0,02 |
| Italie | 0,13 | 0,14 | 0,05 | 0,02 |
| Espagne | 0,19 | 0,13 | 0,01 | 0,01 |
| Royaume-Uni* | 0,04 | 0,02 | 0,01 | 0 |
| États-Unis* | 0,08 | 0,03 | 0,01 | 0,01 |

* les estimations de l'impact d'un choc sur le prix de l'énergie pour le Royaume-Uni et les États-Unis sont probablement minorées car ces pays sont producteurs de pétrole. Une partie des fluctuations du prix des matières premières énergétiques se répercute directement sur le déflateur sans passer par les prix d'importation. Comptabilités nationales, HWWI, calculs OFCE.

Un choc sur le prix des matières premières est quasiment absorbé par le déflateur de la consommation en deux trimestres. Pour tous les pays à l'exception de l'Italie, l'impact est le plus fort sur le trimestre où le choc est survenu, moindre au trimestre suivant et disparaît à partir du trimestre t+2. Les effets instantanés sont les plus forts dans les pays européens, compris entre 0,13 et 0,19 point. Ils sont bien plus faibles dans les pays anglo-saxons, inférieurs à 0,1 point, en partie parce que la part du prix des importations dans la formation des prix à la consommation est plus faible qu'en Europe (8 % aux États-Unis et 14 % au Royaume Uni, contre une fourchette comprise entre 30 % en Allemagne et 20 % en Italie).

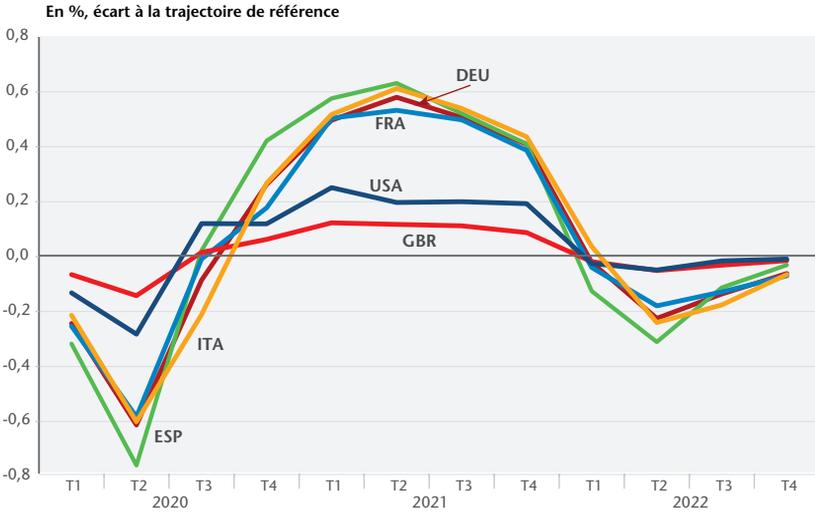
À l'aide du modèle décrit dans l'encadré, on peut reconstituer l'impact du prix des matières premières sur les déflateurs de la consommation depuis le début de la crise, avec d'abord un effet désinflationniste pendant la récession du premier semestre 2020, supplanté ensuite par un effet inflationniste.

Le graphique 8 montre que tous les pays ont subi un choc désinflationniste puissant au premier semestre 2020, surtout en zone euro où la sensibilité des prix à la consommation est plus forte que dans les pays anglo-saxons. À la fin 2020, c'est 0,7 point de glissement annuel du déflateur qui a été perdu en moyenne dans les grands pays de la zone euro. L'effet positif sur les prix de la remontée des cours des matières premières au troisième trimestre a dans un premier temps été contrecarré par l'impact résiduel décalé des baisses précédentes, mais au quatrième trimestre, la contribution du prix des importations s'est partout retournée. Au total, la contribution des matières premières au glissement annuel des prix serait voisine de 2 points en zone euro, de 1 point aux États-Unis, et assez faible au Royaume-Uni, avec environ 0,5 point.

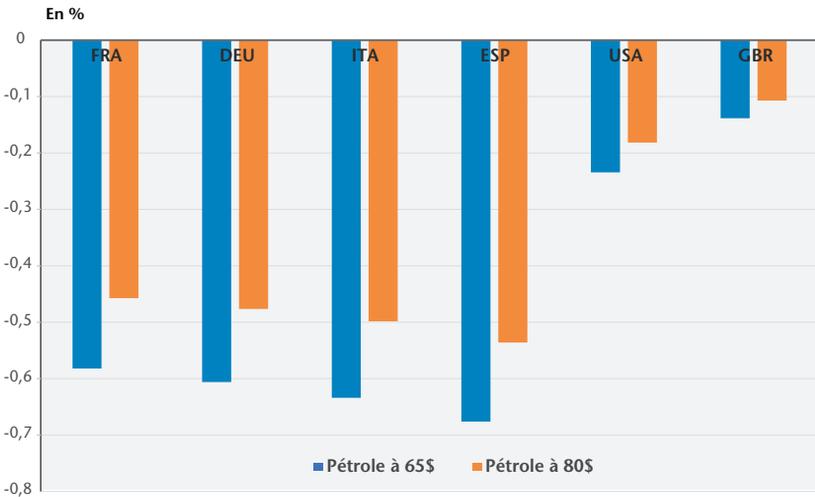
Pour chiffrer la trajectoire du prix des matières premières au-delà du quatrième trimestre 2021, on table sur un retour du prix du Brent à 65 dollars le baril au quatrième trimestre 2022 et sur le prolongement du *trend* baissier des matières premières non énergétiques (agrégeant les produits industriels et alimentaires) jusqu'à rejoindre les niveaux de cours d'avant crise, ce qui renvoie leur horizon de stabilisation à début juin 2022. Ce « contrechoc » annulerait l'effet positif des matières premières sur les déflateurs dès le premier trimestre 2022 qui redeviendrait négatif au deuxième trimestre pour quasiment disparaître à la fin de l'année. En moyenne annuelle, la contribution des matières premières importées à l'inflation d'ensemble serait négative de 0,6 à 0,7 point dans les grands pays de la zone euro, moins négative aux États-Unis (-0,23) et au Royaume-Uni (-0,14).

Il reste que ce scénario s'appuie sur l'hypothèse d'une décre du prix du pétrole à 65 dollars le baril dès le deuxième trimestre 2022. Dans l'éventualité où celui-ci se stabiliserait à 80 dollars, la trajectoire trimestrielle de désinflation disparaîtrait totalement en 2022 et la contribution des matières premières importées sur la moyenne annuelle des déflateurs serait moins négative (graphique 9).

Graphique 8. Impact du prix des importations sur le déflateur de la consommation (pétrole à 65 \$)



Graphique 9. Impact du prix des importations sur la moyenne annuelle du déflateur de la consommation en 2022



4. Conclusion

La résurgence de l'inflation en 2021 relève finalement de mécanismes élémentaires de transmission des chocs survenus sur les marchés internationaux de matières premières, à la baisse au paroxysme des restrictions pour contenir l'épidémie de la Covid-19 et à la hausse une fois la reprise enclenchée. Comptablement, le regain d'inflation provient de la hausse du prix de l'énergie directement consommée par les ménages et à ce titre incorporé dans le panier de consommation à partir duquel sont élaborés les indices de prix. Expurgés de leur composante énergie, les indices de prix sous-jacents ne témoignent pas quant à eux d'une hausse significative de l'inflation d'origine endogène jusqu'à présent, même si dans les pays anglo-saxons le seuil d'alerte semble se rapprocher.

Après l'emballement de 2021, le freinage des prix en 2022 sous l'impulsion du repli des matières premières se dessine. Mais l'enclenchement d'effets de second tour après la vague inflationniste de 2021 serait particulièrement malvenu au moment où les facteurs d'apaisement des tensions sur les marchés de matières premières prédominent.

Tableaux

Monde : Le prix de la reprise

| | |
|---|-----|
| Tableau de croissance mondiale | 22 |
| Glissement des indices de prix à la consommation | 27 |
| Croissance, chômage, Inflation et solde des APU en 2022 selon l'hypothèse d'épargne | 37 |
| Situation sur le marché du travail aux États-Unis | 43 |
| Décomposition de l'évolution de l'emploi salarié, dans le secteur marchand en Allemagne en écart au quatrième trimestre 2019 | 59 |
| Évolution de l'emploi salarié au Royaume-Uni | 83 |
| Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et prix des matières premières | 110 |
| Équilibre sur le marché pétrolier et prix des matières premières industrielles | 111 |
| États-Unis : résumé des prévisions | 112 |
| Zone euro : résumé des prévisions | 113 |
| Allemagne : résumé des prévisions | 114 |
| France : résumé des prévisions | 115 |
| Italie : résumé des prévisions | 116 |
| Espagne : résumé des prévisions | 117 |
| Royaume-Uni : résumé des prévisions | 118 |
| Amérique latine : résumé des prévisions | 119 |
| Asie : résumé des prévisions de PIB | 119 |
| Nouveaux États membres de l'Union | 119 |
| Chine : résumé des prévisions | 120 |
| Japon : croissance, résumé des prévisions | 120 |

France : La vague espérée de la reprise

| | |
|--|-----|
| Comptes d'agents cumulés sur la période 1 ^{er} trimestre 2020 et 2 ^e trimestre 2021 | 125 |
| Investissements par produit | 128 |
| Compte Emploi-Ressources pour la France | 129 |
| évolution de l'emploi par branche d'activité | 134 |
| Entrées et effectifs des bénéficiaires des dispositifs spécifiques de politique de l'emploi | 135 |
| Variation de l'emploi et du chômage | 137 |
| Revenu des ménages, inflation et pouvoir d'achat | 138 |
| Décomposition du solde public et dette publique | 142 |

| | |
|--|-----|
| Principales variables macroéconomiques en 2022 selon les deux scénarios d'épargne | 144 |
| Résumé des prévisions pour l'économie française | 145 |
| France. Ressources et emplois en biens et services, aux prix chaînés | 146 |

La révision des cibles d'inflation de la Fed et de la BCE

| | |
|---|-----|
| Effets de l'annonce de la BCE sur les anticipations d'inflation en zone euro | 161 |
| Effets de l'annonce de la Fed sur les anticipations d'inflation aux États-Unis | 163 |
| Effets de la révision sur la dynamique de formation des anticipations d'inflation | 166 |
| Effets de la révision sur la réponse des anticipations d'inflation à des chocs | 168 |
| Effets de la révision sur la variance conditionnelle des anticipations d'inflation | 170 |

Le renouveau de l'inflation ?

| | |
|--|-----|
| Glissement des indices de prix à la consommation | 184 |
| Impact d'un choc de 10 % au prix des matières premières sur le déflateur de la consommation des ménages | 188 |

Graphiques

Monde : Le prix de la reprise

| | |
|---|-----|
| Écarts d'activité au premier semestre 2021 | 16 |
| évolution de la population active depuis le quatrième trimestre 2019 | 17 |
| Dettes publiques en 2020 | 18 |
| État de la vaccination dans les principaux pays industrialisés et émergents fin septembre 2021 | 20 |
| Demande intérieure par produit au quatrième trimestre 2021 | 23 |
| La sur- « épargne Covid » | 24 |
| Taux de croissance des déflateurs de la consommation | 25 |
| Indice du prix des matières premières en dollars | 29 |
| Impact du prix des importations sur le déflateur de la consommation | 30 |
| Mesures budgétaires | 31 |
| La consommation en biens et services en volume | 41 |
| Évolution du revenu disponible brut des ménages depuis 1980 aux États-Unis | 44 |
| Sur-épargne et « sur-épargne Covid » | 47 |
| Évolution du patrimoine financier des ménages américains | 48 |
| Évolution des principales composantes du déflateur de la consommation aux États-Unis | 50 |
| évolution de la valeur ajoutée en Allemagne, T1 2019-T2 2021 | 56 |
| Montant de la sur-épargne accumulée par rapport à la moyenne 2019 en Allemagne, T1 2020-T2 2021 | 56 |
| Nombre de patients en réanimation pour cause de Covid-19 par million d'habitants en Italie | 61 |
| Évolution de l'emploi depuis le quatrième trimestre 2019 en Italie | 63 |
| évolution récente de l'indice des prix à la consommation en Italie | 65 |
| Écart de PIB entre 2020 et 2022 et contribution de différents postes de la demande finale en Italie | 67 |
| Exportations et importations touristiques en Espagne | 75 |
| Population ayant reçu au moins une dose de vaccin contre le Covid-19 au Royaume-Uni | 79 |
| Évolution du nombre de postes vacants au Royaume-Uni | 81 |
| Contributions à l'indice des prix à la consommation au Royaume-Uni | 82 |
| Indice de mobilité google | 87 |
| Évolution du PIB chinois | 97 |
| Taux d'épargne des ménages chinois | 98 |
| PIB régional, en volume | 101 |

| | |
|---|-----|
| Primes de risque souverain (CDS à 5 ans) | 102 |
| Taux directeur des banques centrales en Amérique latine | 103 |

France : La vague espérée de la reprise

| | |
|--|-----|
| Niveau du PIB en France et dans la zone euro hors France | 124 |
| Poids des branches dans l'EBE du secteur marchand non agricole et non financier et contribution aux pertes d'EBE | 124 |
| Niveau de consommation finale des ménages par groupe de produits . . . | 127 |
| évolution de l'emploi salarié selon la source depuis le T4-2019 | 130 |
| Tendances prévues de l'emploi salarié | 131 |
| Difficultés de recrutement | 132 |
| Valeur ajoutée, durée du travail et activité partielle du secteur marchand non agricole | 133 |
| Cycles de productivité horaire et par salarié – branches marchandes non agricoles | 134 |
| Taux de chômage au sens du BIT | 137 |
| Pouvoir d'achat des ménages par unité de consommation | 139 |
| PIB effectif, PIB potentiel de moyen terme et PIB tendanciel de long terme | 140 |
| Mesures d'urgence et de relance | 141 |
| Taux d'épargne des ménages et « épargne-Covid » | 144 |

La révision des cibles d'inflation de la Fed et de la BCE

| | |
|--|-----|
| Évolution du niveau de prix | 154 |
| Inflation et tendance d'inflation | 155 |
| Anticipations d'inflation à 5 ans – données d'enquêtes auprès des professionnels | 157 |
| Anticipations d'inflation à 5 ans dans 5 ans – données des marchés financiers | 158 |

Le renouveau de l'inflation ?

| | |
|---|-----|
| Offre et demande mondiales de pétrole | 176 |
| Indices de Hambourg des prix des matières premières | 177 |
| Taux de croissance des indices de prix à la consommation | 178 |
| Indices du prix des matières premières industrielles | 181 |
| Indices du prix des matières premières alimentaires | 182 |
| Indice Baltic Dry du coût du transport maritime (minerais, charbon, céréales) | 183 |
| Inflation sous-jacente sur 2 ans | 186 |

| | |
|--|-----|
| Impact du prix des importations sur le déflateur de la consommation (pétrole à 65 \$) | 190 |
| Impact du prix des importations sur la moyenne annuelle du déflateur de la consommation en 2022 | 190 |

Encadrés

| | |
|---|-----|
| Quel impact de l'évolution du prix des matières premières sur l'inflation ? | 28 |
| Quel est le montant de la « sur-épargne Covid » ? | 45 |
| Cinq mandats présidentiels d'évolution du pouvoir d'achat des ménages | 138 |
| Estimer l'impact des fluctuations du prix des matières premières sur l'inflation | 187 |

Liste des abréviations de pays

| | | | |
|-----|-------------------------------------|-----|----------------------------------|
| AFG | Afghanistan | COL | Colombie |
| AGO | Angola | COM | Comores |
| ALB | Albanie | CPV | Cap-Vert |
| AND | Andorre | CRI | Costa Rica |
| ARE | Émirats arabes unis | CUB | Cuba |
| ARG | Argentine | CYP | Chypre |
| ARM | Arménie | CZE | République tchèque |
| ATG | Antigua-et-Barbuda | DEU | Allemagne |
| AUS | Australie | DJI | Djibouti |
| AUT | Autriche | DNK | Danemark |
| AZE | Azerbaïdjan | DO | DMA Dominique |
| BDI | Burundi | DOM | République dominicaine |
| BEL | Belgique | DZA | Algérie |
| BEN | Bénin | ECU | Équateur |
| BFA | Burkina Faso | EGY | Égypte |
| BGD | Bangladesh | ERI | Érythrée |
| BGR | Bulgarie | ESP | Espagne |
| BHR | Bahreïn | EST | Estonie |
| BHS | Bahamas | ETH | Éthiopie |
| BIH | Bosnie-Herzégovine | EUZ | Zone euro |
| BLR | Biélorussie | FIN | Finlande |
| BLZ | Belize | FJI | Fidji |
| BOL | Bolivie | FRA | France |
| BRA | Brésil | FSM | Micronésie |
| BRB | Barbade | FYR | Macédoine |
| BRN | Brunei | GAB | Gabon |
| BTN | Bhoutan | GBR | Royaume-Uni (Grande-Bretagne) |
| BWA | Botswana | GEO | Géorgie |
| CAF | République centrafricaine | GHA | Ghana |
| CAN | Canada | GIN | Guinée |
| CHE | Suisse | GMB | Gambie |
| CHL | Chili | GNB | Guinée-Bissau |
| CHN | Chine | GNQ | Guinée équatoriale |
| CIV | Côte d'Ivoire | GRC | Grèce |
| CMR | Cameroun | GRD | Grenade |
| COD | République démocratique du Congo | GTM | Guatemala |
| COG | République du Congo | GUY | Guyana |

| | | | |
|-----|----------------------------|-----|---------------------------|
| HKG | Hong Kong | MEX | Mexique |
| HND | Honduras | MHL | Marshall |
| HRV | Croatie | MLI | Mali |
| HTI | Haïti | MLT | Malte |
| HUN | Hongrie | MMR | Birmanie |
| IDN | Indonésie | MNG | Mongolie |
| IND | Inde | MNP | Îles Mariannes du Nord |
| IRL | Irlande | MOZ | Mozambique |
| IRN | Iran | MRT | Mauritanie |
| IRQ | Irak | MUS | Maurice |
| ISL | Islande | MWI | Malawi |
| ISR | Israël | MYS | Malaisie |
| ITA | Italie | NAM | Namibie |
| JAM | Jamaïque | NER | Niger |
| JOR | Jordanie | NGA | Nigeria |
| JPN | Japon | NIC | Nicaragua |
| KAZ | Kazakhstan | NLD | Pays-Bas |
| KEN | Kenya | NOR | Norvège |
| KGZ | Kirghizistan | NPL | Népal |
| KHM | Cambodge | NRU | Nauru |
| KIR | Kiribati | NZL | Nouvelle-Zélande |
| KNA | Saint-Christophe-et-Niévès | OMN | Oman |
| KOR | Corée du Sud | PAK | Pakistan |
| KWT | Koweït | PAN | Panama |
| LAO | Laos | PER | Pérou |
| LBN | Liban | PHL | Philippines |
| LBR | Liberia | PLW | Palaos |
| LBY | Libye | PNG | Papouasie-Nouvelle-Guinée |
| LCA | Sainte-Lucie | POL | Pologne |
| LIE | Liechtenstein | PRI | Porto Rico |
| LKA | Sri Lanka | PRK | Corée du Nord |
| LSO | Lesotho | PRT | Portugal |
| LTU | Lituanie | PRY | Paraguay |
| LUX | Luxembourg | QAT | Qatar |
| LVA | Lettonie | ROU | Roumanie |
| MAR | Maroc | RUS | Russie |
| MCO | Monaco | RWA | Rwanda |
| MDA | Moldavie | SAU | Arabie saoudite |
| MDG | Madagascar | SCG | Serbie-et-Monténégro |
| MDV | Maldives | SDN | Soudan |

| | | | |
|-----|----------------------|-----|---------------------------------|
| SEN | Sénégal | VCT | Saint-Vincent-et-les-Grenadines |
| SGP | Singapour | VEN | Venezuela |
| SLB | Salomon | VNM | Viêt Nam |
| SLE | Sierra Leone | VUT | Vanuatu |
| SLV | Salvador | WSM | Samoa |
| SMR | Saint-Marin | YEM | Yémen |
| SOM | Somalie | ZAF | Afrique du Sud |
| STP | Sao Tomé-et-Principe | ZMB | Zambie |
| SUR | Suriname | ZWE | Zimbabwe |
| SVK | Slovaquie | | |
| SVN | Slovénie | | |
| SWE | Suède | | |
| SWZ | Swaziland | | |
| SYC | Seychelles | | |
| SYR | Syrie | | |
| TCD | Tchad | | |
| TGO | Togo | | |
| THA | Thaïlande | | |
| TJK | Tadjikistan | | |
| TKM | Turkménistan | | |
| TLS | Timor oriental | | |
| TON | Tonga | | |
| TTO | Trinité-et-Tobago | | |
| TUN | Tunisie | | |
| TUR | Turquie | | |
| TUV | Tuvalu | | |
| TWN | Taiwan | | |
| TZN | Tanzanie | | |
| UGA | Ouganda | | |
| UKR | Ukraine | | |
| URY | Uruguay | | |
| USA | États-Unis | | |
| UZB | Ouzbékistan | | |
| VAT | Vatican | | |