

# Le prix de la reprise

## Perspectives 2021-2022 pour l'économie mondiale

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

\* Ce *Policy brief* synthétise l'analyse de la conjoncture pour l'économie mondiale menée par le Département analyse et prévision à l'automne 2021. Il s'appuie 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 celui de l'équipe France animée par Mathieu Plane et composée de Bruno Ducoudré, Pierre Madec, Hervé Péléraux et Raul Sampognaro.

Cette prévision intègre les informations disponibles au 8 octobre 2021.

Le résumé des perspectives 2021-2022 pour l'économie française est disponible dans le *OFCE Policy brief*, n° 95.

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.
- 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.

**M**algré 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 (+1,6 %), 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. 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. 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. 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.

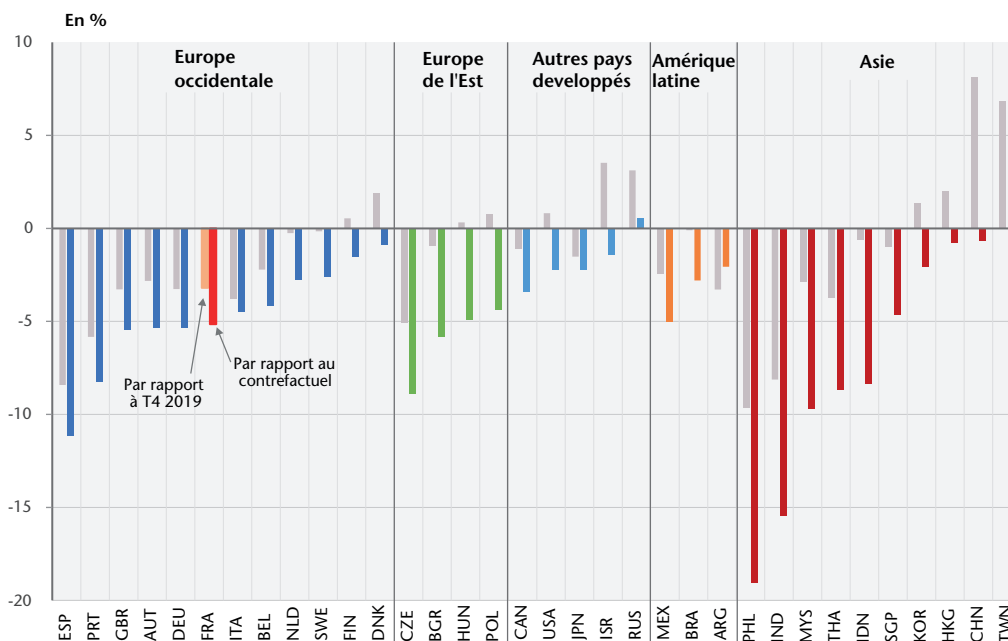
## Malgré la reprise, les écarts d'activité subsistent

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 sur un sentier de réfé-

rence hors crise<sup>1</sup>. 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). Elle resterait cependant dans une position relativement favorable puisque seuls Taiwan et la Russie feraient mieux. Parmi, les pays industrialisés, les États-Unis 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.

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

Graphique 1. Écarts d'activité au premier semestre 2021



Sources : Comptabilités nationales, prévisions du FMI (octobre 2020), calculs OFCE.

Ces écarts d'activité se reflètent aussi sur la dette publique. 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. 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.

## 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. Mais dans l'ensemble, les mobilités – au moins à l'intérieur des frontières – sont désormais peu limitées.

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. 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.

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

Tableau 1. Tableau de croissance mondiale

En %

	PIB en volume		
	2020	2021	2022
DEU	-4,9	2,6	5,1
FRA	-8,0	6,3	4,1
ITA	-8,9	5,9	4,3
ESP	-10,8	5,0	7,0
EUZ	-6,5	5,1	4,8
GBR	-9,7	6,9	4,5
USA	-3,4	6,3	4,2
JPN	-4,7	2,4	3,0
Pays développés	-4,8	5,1	4,1
CHN	2,3	7,7	4,2
PVD	-2,6	6,3	4,4
Monde	-3,6	5,8	4,3

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

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

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.

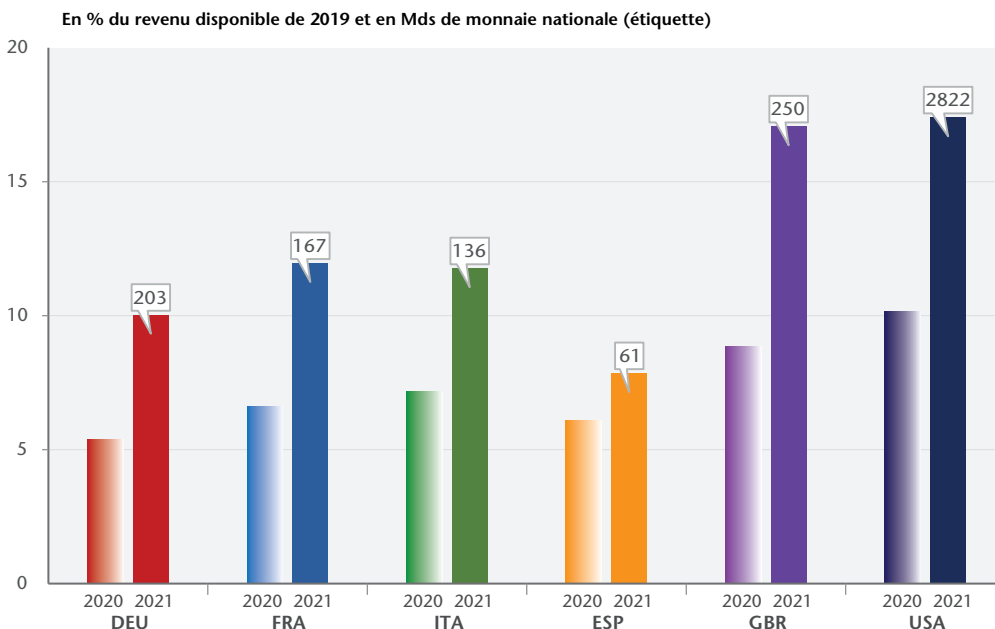
En Chine, la poursuite d'une « normalisation » des parts de marché qui avaient fortement augmenté pendant la crise sanitaire se traduirait par une baisse des exportations en fin d'année 2021. Bien que fragilisée par les contraintes sanitaires, le risque immobilier et les difficultés d'approvisionnement en énergie, la croissance atteindrait 7,7 % en 2021.

Dans les pays avancés, 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 2). Elle serait de 12 points en France et en Italie contre 10 points en Allemagne et 8 en Espagne<sup>2</sup>. 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.

2.

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. Il ne tient par conséquent pas compte des effets éventuels d'épargne de précaution liés à l'augmentation du chômage ou des effets de la politique budgétaire qui pourraient aussi se traduire par un accroissement de l'épargne.

Graphique 2. La sur-« épargne Covid »

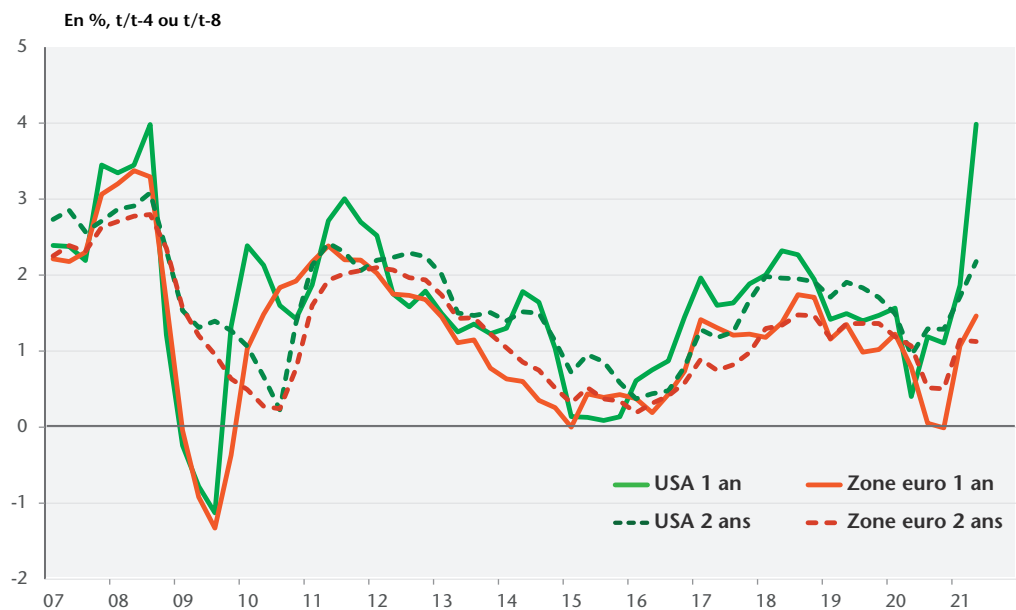


Source : Comptabilités nationales, calculs OFCE.

## 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 3). 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 3. Taux de croissance des déflateurs de la consommation



Note : 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 24 mois (t/t-8).  
Sources : 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.

Ces évolutions peuvent sembler spectaculaires, mais elles font suite à une inflation anormalement basse l'année dernière à la même époque. 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 époque de l'année<sup>3</sup>. 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 3). 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 était en effet passé sous les 20 dollars mi-avril 2020 mais revenu à 75 dollars à la

3.

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

fin juin 2021 et poursuivre 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).

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.

Sources : Eurostat, instituts statistiques nationaux, calculs OFCE.

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.

À l'effet inflationniste du prix de l'énergie comme intrant de la production s'est ajouté celui des prix des matières premières non énergétiques qui ont accru le coût des consommations intermédiaires des entreprises. Dans tous les pays, on observe jusqu'à l'été 2021 un renchérissement des prix de production pour préserver le niveau de valeur ajoutée en valeur, ce qui a participé également à la reprise des prix à la consommation par le biais du renchérissement du prix des produits écoulés sur le marché. Des facteurs, *a priori* ponctuels, ont également joué pour renchérir les prix de production après le choc récessif de 2020, comme les pénuries de semi-conducteurs, de certaines matières premières et de main-d'œuvre.

Prendre la mesure du phénomène inflationniste est malaisé dans un environnement perturbé par un choc récessif sans équivalent. La poussée des prix observée depuis neuf mois, tirée par le cours des matières premières, ne devrait être que temporaire si la fièvre sur les marchés internationaux retombe (encadré). Il n'en demeure pas moins que le risque d'effets de second tour, par lesquels s'enclencherait une spirale prix-salaires entretenant la dynamique inflationniste, est revenu à l'ordre du jour. Si aux États-Unis la trajectoire des salaires s'est indiscutablement relevée depuis la reprise, en Europe les éléments récents ne permettent pas de conclure. Les prochaines données sur les salaires seront déterminantes à cet égard.

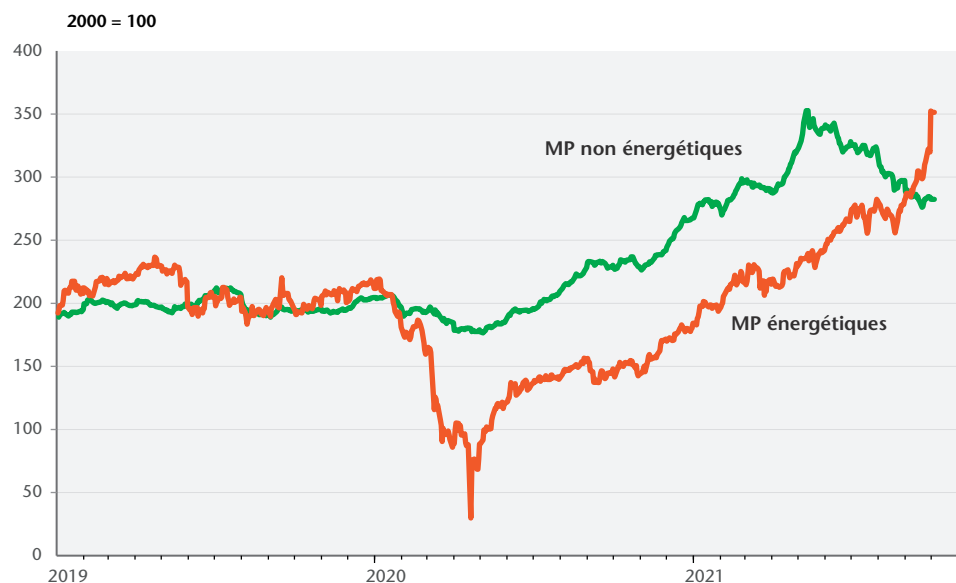
Il reste que ce scénario s'appuie sur une hypothèse de dégrue du prix du pétrole. Dans l'éventualité où celui-ci se stabiliserait à 80 dollars le baril, le déflateur de la consommation augmenterait de 0,4 point à 0,5 point supplémentaire dans les pays de la zone euro en 2022. Au Royaume-Uni et aux États-Unis,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

#### Encadré. 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 4). 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.

Graphique 4. Indice du prix des matières premières en dollars



Source : HWWI.

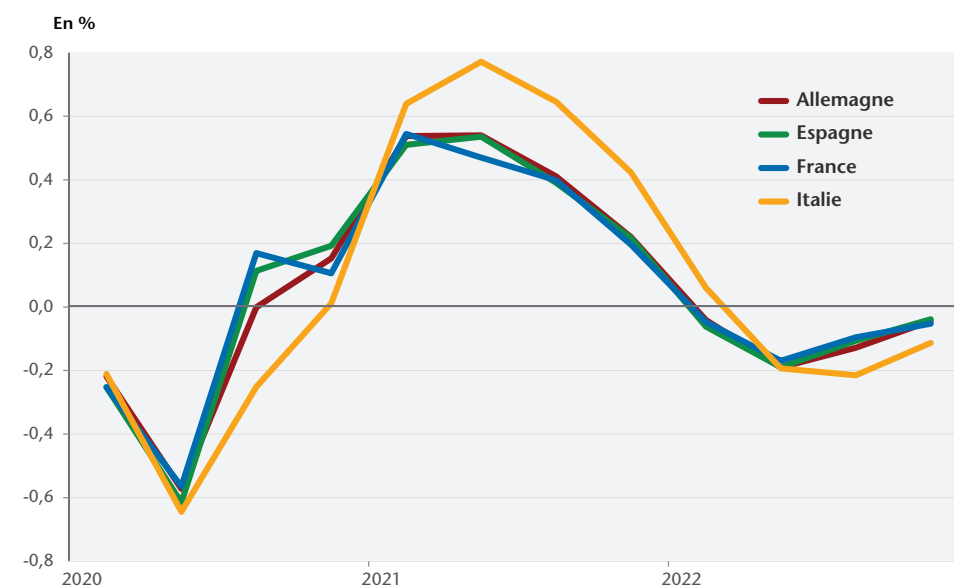
A *contrario*, les prix des matières premières énergétiques se sont effondrés au plus fort de la récession, l'offre ne s'étant qu'imparfaitement ajustée à la baisse de la demande. Ils ont ensuite augmenté fortement du fait de la vigueur de la reprise en Chine et aux États-Unis et de la levée des restrictions 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 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.

Graphique 5. Impact du prix des importations sur le déflateur de la consommation



Source : Comptabilités nationales, calculs et prévisions OFCE.

En zone euro, l'effet désinflationniste du prix des matières premières a atteint son maximum au deuxième trimestre 2020 (graphique 5). 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.

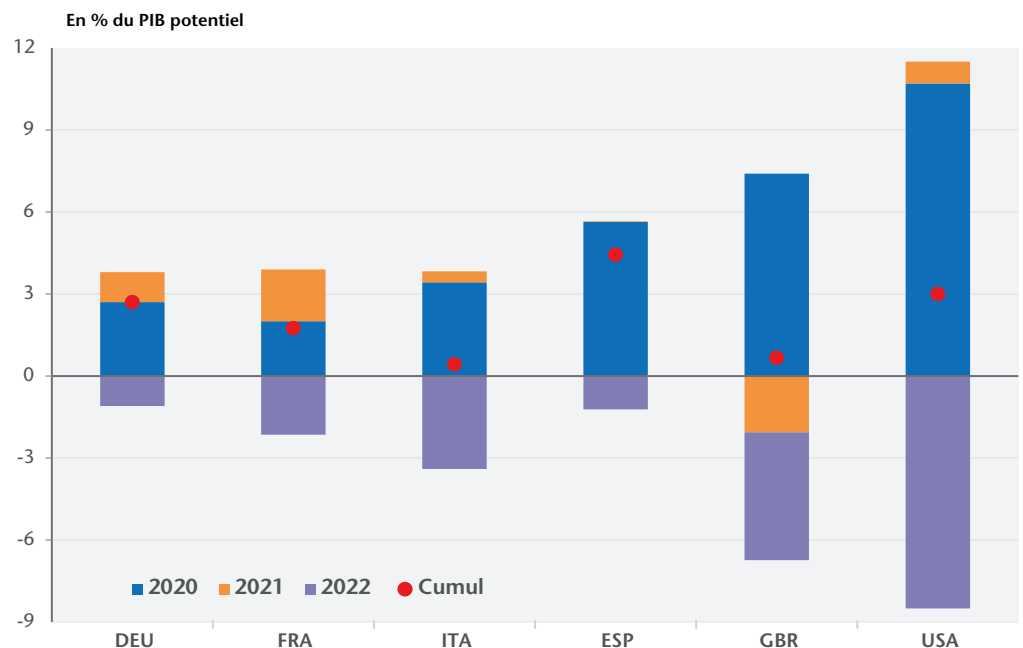
## Vers la normalisation des politiques économiques

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 6). Néanmoins, les politiques budgétaires ne deviendraient pas restrictives, elles cesseraient d'être fortement expansionnistes. 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.

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. 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.

Graphique 6. Mesures budgétaires



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.

## 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. 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.

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. Sur le marché du travail, l'essentiel de la normalisation aurait eu lieu en 2021, le taux de chômage passerait de 3,8 % en 2021 à 3,3 % en 2022.

La croissance serait également robuste en France (+4,1 %). Malgré de nombreuses créations d'emplois en 2021, le taux de chômage se stabiliserait à 7,9 % fin 2021 en raison du retour d'actifs sur le marché du travail et 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 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 %). En Espagne, le PIB progresserait de 7 %, ce qui permettrait de retrouver le niveau pré-Covid au milieu de l'année. 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 profitabilité 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.

Au Royaume-Uni, la reprise s'établirait à 4,5 % en 2022. 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. 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. 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. Les exportations chinoises augmenteraient à un rythme proche de la demande mondiale après une période de « normalisation » en 2021. 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)<sup>4</sup>.

## 4.

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 2.

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

Source : 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 décrue 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. ■

## ANNEXE

### 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			
<b>Taux de change <sup>1</sup></b>											
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
<b>Taux d'intérêt directeurs des banques centrales</b>											
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
<b>Matières premières</b>											
Prix du pétrole Brent, en \$ <sup>1</sup>	61	69	73	75	70	65	65	65	42	69	66
Prix du pétrole Brent, en € <sup>1</sup>	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 %.

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

Prévision OFCE octobre 2021.



## Nos derniers Policy briefs

11 octobre 2021 (*Policy brief 93*)

### **La dette publique au XXI<sup>e</sup> siècle : une analyse de la dynamique de la dette publique avec Debtwatch**

Xavier Timbeau, Elliot Aurissergues, Éric Heyer

6 octobre 2021 (*Policy brief 92*)

### **Dette publique : un changement de paradigme, et après ?**

Jérôme Creel, Éric Heyer, Mathieu Plane, Côme Poirier, Xavier Ragot (dir.),  
Francesco Saraceno, Xavier Timbeau

14 juin 2021 (*Policy brief 91*)

### **Soutenir le niveau de vie des parents isolés ou séparés en adaptant le système**

Hélène Périvier, Muriel Pucci

20 mai 2021 (*Policy brief 90*)

### **À la bonne santé de tous les Européens ! Pour une agence de santé européenne unique**

OFCE

14 avril 2021 (*Policy brief 89*)

### **Perspectives économiques 2021-2022 : résumé des prévisions du 14 avril 2021**

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

6 avril 2021 (*Policy brief 88*)

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

Hélène Périvier, Grégory Verdugo

19 mars 2021 (*Policy brief 87*)

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

OFCE

9 mars 2021 (*Policy brief 86*)

### **More or less public debt in France?**

Xavier Ragot



Département analyse et prévision de l'OFCE, sous la direction d'Éric Heyer et Xavier Timbeau, 2021, « Le prix de la reprise. *Perspectives 2021-2022 pour l'économie mondiale* », *OFCE Policy brief 94*, 13 octobre.

Pour citer aussi des mêmes auteurs,

« La vague espérée de la reprise. *Perspectives 2021-2022 pour l'économie française* », *OFCE Policy brief 95*, 13 octobre.

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

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

[www.ofce.sciences-po.fr](http://www.ofce.sciences-po.fr)  @ofceparis