

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.