



**HAL**  
open science

## **Synthèse : Réserve de croissance**

Christophe Blot, Céline Antonin, Magali Dauvin, Amel Falah, Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Christine Riffart, Mathieu Plane, Bruno Ducoudré, Pierre Madec, et al.

### ► **To cite this version:**

Christophe Blot, Céline Antonin, Magali Dauvin, Amel Falah, Sabine Le Bayon, et al.. Synthèse : Réserve de croissance. Revue de l'OFCE, 2021, Perspectives 2021-2022 pour l'économie mondiale et la zone euro, 2 (172), pp.19-40. hal-03705486

**HAL Id: hal-03705486**

**<https://sciencespo.hal.science/hal-03705486>**

Submitted on 27 Jun 2022

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

## 1. Synthèse : Réserve de croissance

---

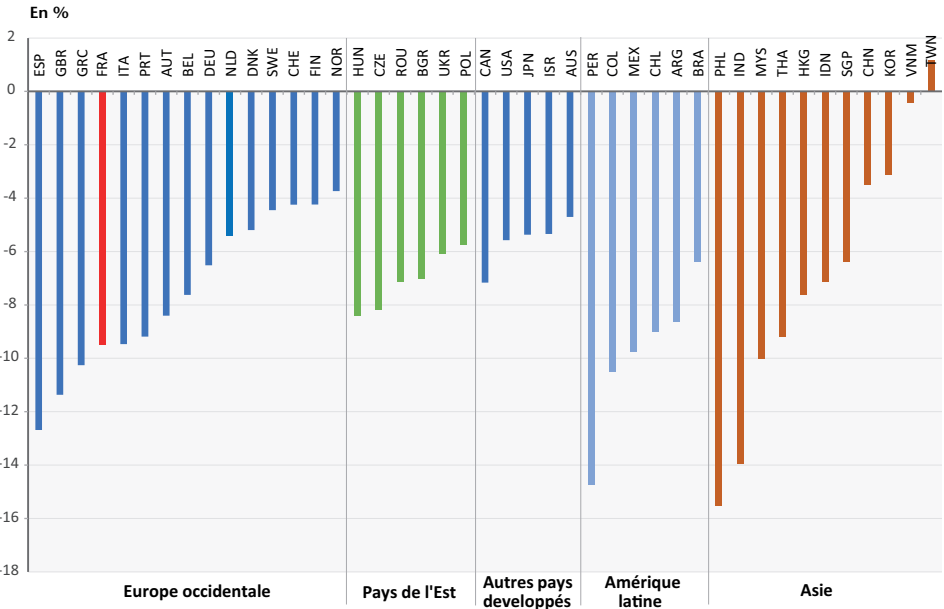
Après un recul jamais observé au deuxième trimestre 2020, l'activité économique mondiale a rebondi dès l'été 2020 à la suite notamment de l'assouplissement des mesures prophylactiques qui avaient été prises pour freiner la diffusion de l'épidémie. La situation sanitaire s'est de nouveau dégradée à l'automne mais de façon moins synchrone qu'au printemps, contraignant certains pays à prendre de nouvelles mesures. L'activité a par conséquent marqué le pas, même si à l'exception de quelques pays – dont la France et l'Italie – la croissance est restée positive au quatrième trimestre.

Sur l'ensemble de l'année 2020, le PIB mondial a reculé de 3,3 %. Au début de l'année 2021, l'activité économique reste contrainte par les mesures prophylactiques, en particulier dans les secteurs à fortes interactions sociales. Même si la vaccination progresse, la pandémie de Covid-19 pèsera toujours sur certaines dépenses et freinera la reprise mondiale. La croissance atteindrait cependant 5,5 % en 2021 selon nos prévisions. La politique budgétaire des pays avancés continuera à compenser, comme elle l'a fait en 2020, les pertes subies par les ménages et les entreprises. Le creusement des déficits budgétaires consécutif aux mesures d'urgence et aux plans de relance a pour contrepartie l'accumulation d'une épargne importante de la part des ménages. Cette situation devrait s'amplifier en 2021, générant une surépargne « Covid ». La fin des restrictions sanitaires et de la crise économique qui en résulte pourrait conduire les ménages à dépenser cette réserve, ce qui pourrait être une contribution majeure à la croissance en 2022. Le rythme de croissance resterait alors élevé, permettant de combler plus rapidement les écarts à la production tendancielle qui sont apparus en 2020, et de réduire le taux de chômage. Inversement, la dynamique de reprise risque d'être freinée si les ménages conservent cette épargne exceptionnelle. La crise serait prolongée et s'accompagnerait d'un niveau de chômage durablement plus élevé.

## Une récession inédite

Un an après le début de la crise de la Covid-19, le premier bilan d'un choc sanitaire aux conséquences économiques sans équivalent dans l'histoire contemporaine peut être dressé. Aucune région du monde n'a été épargnée par la récession en 2020 et rares sont les pays qui affichent des pertes d'activité inférieures à 4 % en moyenne annuelle par rapport à la trajectoire qui aurait pu être suivie en l'absence de pandémie (graphique 1).

Graphique 1. Écart d'activité en 2020

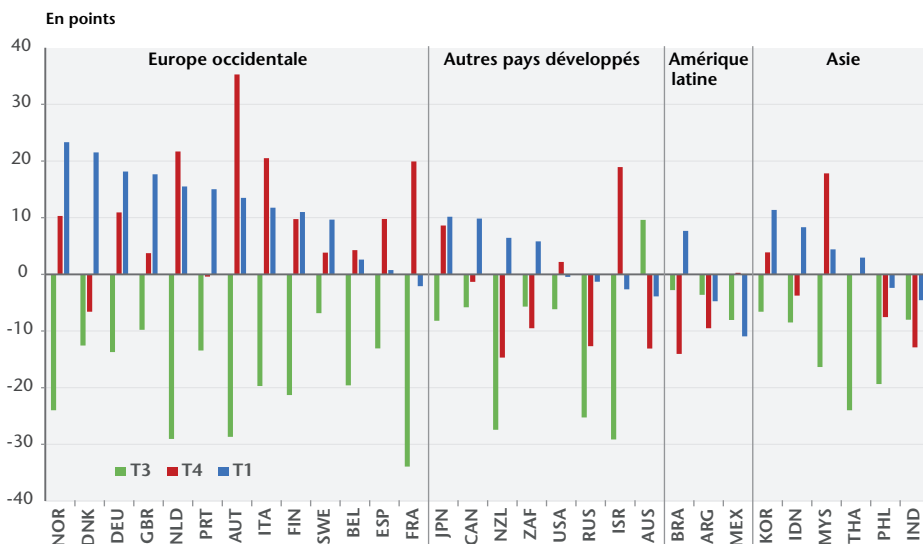


Sources : Comptabilités nationales, prévisions du FMI (automne 2019), calculs OFCE.

La trajectoire des économies au cours de l'année 2020 a été séquencée en trois phases. Au premier semestre, face à l'expansion de la pandémie à partir de mars, les gouvernements ont mis en place des mesures de confinement des populations particulièrement restrictives. Ces mesures ont précipité les pays dans une violente récession. Au troisième trimestre, l'activité a pu profiter d'un rattrapage partiel, à la faveur d'une levée partielle des restrictions induite par le ralentissement prononcé des contaminations durant l'été. Enfin, la résurgence de l'épidémie, tout particulièrement en Europe, à l'automne a déclenché une nouvelle vague de restrictions (graphique 2). Le rebond d'activité du troisième trimestre 2020 n'a donc été que temporaire, et au

quatrième trimestre, l'activité s'est contractée à nouveau, avec soit des croissances faibles, comme en Allemagne et aux États-Unis avec respectivement 0,3 et 1,1 %, soit négatives, comme en France et en Italie avec respectivement -1,9 et -1,4 %. Finalement, même si ce durcissement des restrictions a provoqué une chute d'activité bien moindre que dans la première moitié de l'année 2020, les évolutions économiques restent tributaires de l'évolution de l'épidémie et des mesures prises par les gouvernements pour la freiner. Ainsi, les pays qui ont pris les mesures sanitaires les plus restrictives sont aussi ceux qui ont affiché les moins bonnes performances de croissance au quatrième trimestre (encadré 1).

Graphique 2. Évolution des indices de restriction\* dans les grandes régions du monde



\* L'indice d'Oxford est mesuré sur une échelle de 0 (aucune restriction) à 100 (degré maximal de restriction). Les données sont affichées ici en variation des moyennes trimestrielles de l'indice composite.

Sources : Oxford COVID-19 Government Response Tracker, Blavatnik School of Government, calculs OFCE.

Au premier trimestre 2021, étant donné la progression de l'épidémie et les nouvelles mesures prophylactiques prises dans de nombreux pays, l'activité devrait à nouveau se contracter dans la plupart des pays européens mais également au Japon, au Canada ou en Corée du Sud... En Europe, la France apparaît relativement atypique avec des mesures moins restrictives en moyenne au premier trimestre 2021.

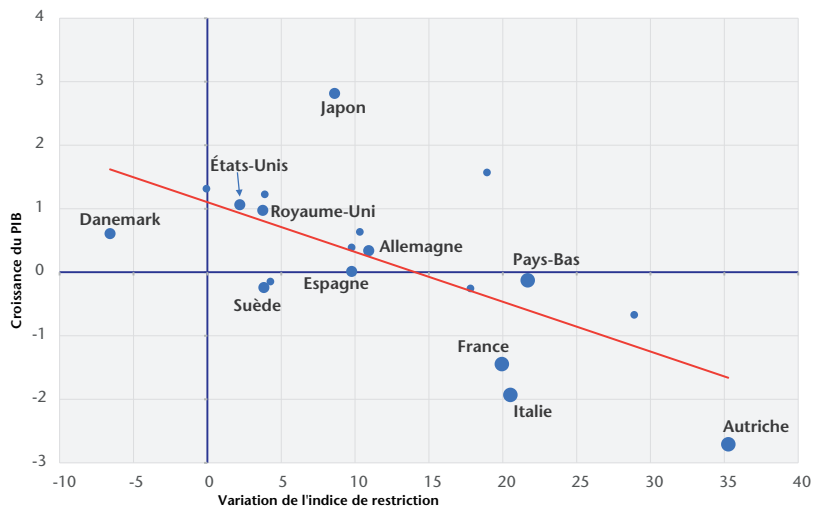
### Encadré 1. Les mesures de restriction freinent toujours la croissance

Établir un lien entre l'activité et l'intensité des mesures prophylactiques prises pour endiguer l'épidémie suppose de pouvoir quantifier ces dernières. La multiplicité des mesures possibles et leur nature qualitative rend cette quantification difficile. Les chercheurs de l'Université d'Oxford et de la Blavatnik School of Government<sup>1</sup> ont construit un indicateur mesurant la rigueur des réponses gouvernementales pour 185 pays selon deux types de critères : d'une part la sévérité de la restriction sur une échelle de 1 à 4 pour chacune des 8 mesures répertoriées (fermeture des écoles, des entreprises, limitation des rassemblements, annulation d'événements publics, confinement à domicile, fermeture des transports publics, restriction des voyages domestiques et internationaux), et d'autre part le caractère local ou généralisé de chaque mesure dans chaque pays. Partant de ces indicateurs, il est possible de mesurer la sévérité du dispositif global de restrictions mis en place dans les pays et de le rapprocher de la croissance du PIB au quatrième trimestre 2020. On constate que les différences de croissance sont globalement corrélées à l'intensité des confinements (graphique 3). Les pays qui ont le plus reconfiné au dernier trimestre 2020 (Autriche, Italie, France) sont aussi ceux dont le PIB s'est à nouveau contracté, même si c'est dans une moindre mesure qu'au printemps 2020. À l'inverse, les pays qui ont le plus relâché les mesures de restriction ont connu un rebond de l'activité, comme le Brésil ou les Philippines, et de manière particulièrement marquée l'Inde.

La dispersion des pays autour de ce schéma général reste forte car d'autres facteurs affectent l'activité. Cette dernière dépend en premier lieu de la structure de la valeur ajoutée nationale et notamment du poids des services marchands, particulièrement touchés par le confinement. Elle s'explique aussi par le degré d'ouverture des pays et leur exposition aux chocs subis par leurs partenaires commerciaux ainsi que par le poids du tourisme dans l'économie. Cette dispersion résulte enfin très vraisemblablement des difficultés d'élaboration des comptes trimestriels dans le contexte de la crise de la Covid-19 et de la manière dont les instituts statistiques ont remédié aux problèmes créés par cette situation inédite, en particulier la comptabilisation de la production non marchande. Les révisions ultérieures pourront changer le tableau dépeint à l'heure actuelle par les comptes nationaux. D'autres facteurs, en plus des mesures obligatoires, ont également affecté le comportement des agents économiques : la crainte de la contamination a pu provoquer un report d'achats impliquant des contacts sociaux, même en l'absence de contraintes légales, ou le caractère anxiogène de la crise inégalement ressenti par les populations a pu susciter des comportements d'épargne de précaution s'ajoutant à la surépargne « Covid ».

1. Hale Thomas, Noam Angrist, Emily Cameron-Blake, Laura Hallas, Beatriz Kira, Saptarshi Majumdar, Anna Petherick, Toby Phillips, Helen Tatlow, Samuel Webster, 2020, *Oxford COVID-19 Government Response Tracker*, Blavatnik School of Government.

Graphique 3. Corrélation entre le taux de variation du PIB et l'évolution des indices de restriction\*



\* L'indice d'Oxford est mesuré sur une échelle de 0 (aucune restriction) à 100 (degré maximal de restriction). Les données sont affichées ici en variation des moyennes trimestrielles de l'indice composite.  
Sources : Comptabilités nationales, Oxford COVID-19 Government Response Tracker, Blavatnik School of Government, calculs OFCE.

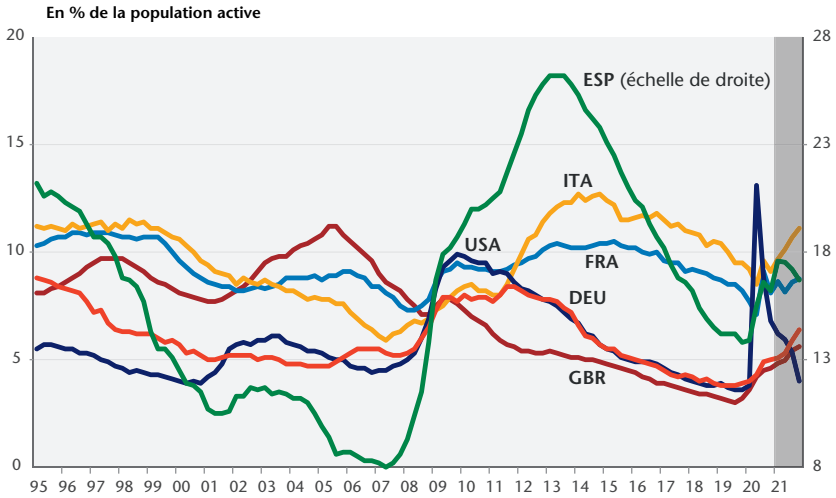
## Le marché du travail anesthésié

L'évolution des taux de chômage a peu reflété la forte chute de l'activité observée au deuxième trimestre. À l'exception notable des États-Unis, l'ajustement par la durée du travail, à travers la mise en place des dispositifs d'activité partielle, et de la productivité ont permis de préserver le contrat de travail dans de nombreux pays. Dans la zone euro, le taux de chômage a augmenté de moins de 1 point sur l'année passant de 7,4 % de la population active à 8,2 %. On observe même une stabilisation du taux de chômage en France. L'évolution du chômage a donc été décorrélée de celle de l'activité puisque malgré une forte baisse du PIB en Italie et en Espagne, le taux de chômage a augmenté de 2,4 points en Espagne mais a baissé en Italie (graphique 4). En contrepartie, le nombre de personnes en situation de chômage partiel a fortement augmenté. En Espagne, il a atteint un pic à 3,5 millions au plus fort de la crise et il concernait encore 2,3 millions de salariés au quatrième trimestre 2020 en Allemagne.

De même, alors que l'économie britannique a été bien plus touchée que celle de l'Allemagne, le taux de chômage n'a augmenté que de

1,1 point outre-Manche contre une hausse de 1,4 point en Allemagne. Par ailleurs, malgré le rebond d'activité à partir de l'été, la situation sur le marché du travail a poursuivi sa détérioration. Le taux de chômage a ainsi continué à augmenter pour atteindre un pic à 8,7 % au mois d'août alors que dans le même temps, le PIB augmentait de 12,5 % au troisième trimestre<sup>2</sup>.

Graphique 4. Taux de chômage



Dans le même temps l'emploi total, dans la zone euro, baissait de 3 % au deuxième trimestre 2020 avant de progresser au cours du second semestre. En fin d'année 2020, le niveau de l'emploi restait inférieur de 1,9 point à son niveau du quatrième trimestre 2020. Comme pour l'évolution de la valeur ajoutée, l'ajustement de l'emploi a été plus important dans les secteurs à fortes interactions sociales. Dans les secteurs du commerce-transport-hébergement-restauration et des arts, spectacles et activités récréatives, le nombre d'emplois a baissé de 4,7 % et 3,7 % respectivement sur l'année. Les secteurs de l'information, communication ou de la construction ont été bien moins frappés puisqu'en fin d'année 2020, le niveau d'emploi y était plus élevé qu'au quatrième trimestre 2019. De fait, l'ajustement sur le marché du travail est surtout reflété par la chute des heures travaillées. En Italie, par exemple, elles ont baissé de 11 % au cours de l'année, résultat bien plus

2. Au deuxième trimestre 2020, le chômage n'a augmenté que de 0,3 point alors que le PIB a baissé de 11,6 %.

en ligne avec l'évolution de la valeur ajoutée. En corolaire, le rebond de l'activité a eu peu d'incidence sur le chômage puisqu'il s'est d'abord traduit par une hausse de la durée du travail. En Espagne, celle-ci reste par exemple encore inférieure de 1,6 % à son niveau de fin 2019.

Cette dynamique du chômage commune également aux autres pays de l'Union européenne et au Royaume-Uni reflète non seulement la préservation de l'emploi mais aussi des retraits importants de population active. Sur l'ensemble de l'année, la population active dans la zone euro a baissé de près de 1,4 million, soit 0,9 %. Cet effet de flexion traduit un découragement d'une partie de la population en âge de travailler du fait du contexte économique et sanitaire. Au pire de la crise (au deuxième trimestre 2020), les retraits ont dépassé 4,6 millions. La nature de la crise et les contraintes administratives propres à certains secteurs expliquent le fait que certaines personnes n'étaient plus en recherche active d'emploi et sont donc sorties temporairement de la population active.

Le rôle de l'activité partielle apparaît dès lors que l'on compare la situation des pays européens à celle des États-Unis où le taux a augmenté de plus de 10 points entre février et avril, malgré un recul important la population active. Outre-Atlantique, l'évolution du chômage a été bien plus corrélée à celle de l'activité puisque la reprise du troisième trimestre s'est aussi accompagnée d'une décrue du taux de chômage, qui est retombé à 6,7 % en décembre. Cette situation reflète aussi la grande flexibilité du marché du travail américain. Les employeurs peuvent ainsi très rapidement licencier les salariés mais ils peuvent aussi être rappelés dès que l'activité reprend<sup>3</sup>. Pour autant, aux États-Unis, l'ajustement s'est également fait par le biais d'un retrait important de la population active qui a baissé de plus de 4 millions de personnes (2,4 %) sur l'année.

## 2021 : croissance en rémission

La dynamique de reprise pour 2021 dépendra de l'évolution de l'épidémie et des mesures prises par les gouvernements pour la freiner et atténuer la saturation des hôpitaux. La situation sanitaire est bien plus hétérogène qu'elle ne l'était il y a un an et dépend crucialement

---

3. L'évolution hebdomadaire des inscriptions au chômage à partir de mi-mars 2020 a largement reflété cette flexibilité. Voir « Ce que révèlent les stratégies de relance budgétaire aux États-Unis et en Europe », *OFCE le blog* du 6 avril 2020.



de la campagne de vaccination. Ces facteurs conditionnent le calendrier de ré-ouverture des commerces et la mobilité des individus. Certains pays, comme les États-Unis et le Royaume-Uni, sont plus avancés sur la vaccination et envisagent la levée de certaines restrictions au début du deuxième trimestre 2021. Inversement, alors que le Japon avait dans l'ensemble pris des mesures moins restrictives en 2020, le gouvernement a instauré l'état d'urgence le 7 janvier dernier, ce qui pèsera sur la demande intérieure. De même, en Allemagne, le durcissement et l'extension des mesures de confinement au premier trimestre laissent présager une contraction de la demande. Les perspectives sont également moroses en Italie où les commerces non essentiels ont été fermés à partir du 15 mars sur une partie du pays, regroupant 75 % de la population et où le système scolaire a été fermé. La Chine présente un bilan singulier par rapport au reste du monde sur le plan sanitaire comme sur le plan économique. Les mesures sanitaires prises en Chine semblent avoir permis de stopper la progression du virus sur le sol chinois et ont permis un redémarrage de l'activité dès le deuxième trimestre 2020.

Il faut toutefois noter que les mesures prophylactiques ne sont pas toujours aussi strictes en 2021 que celles prises au printemps 2020 et s'accompagnent d'une adaptation des comportements des acteurs économiques permettant de maintenir la production : extension du travail à distance, développement du e-commerce et du *click-and-collect*. Cela en atténue l'impact économique. Nous supposons que le développement de la vaccination et la progression de l'immunité collective permettront une levée des contraintes dans l'ensemble des pays à partir de l'été 2021. Au premier semestre, les dépenses en hébergement-restauration, en services de loisirs et de transports seront fortement limitées et resteront nettement inférieures à leur niveau de fin 2019. Pour les autres produits, les contraintes seront dans l'ensemble moins fortes. Même si les commerces ne sont pas fermés, les dépenses peuvent être réduites si les individus diminuent leurs déplacements de façon volontaire ou contrainte. Au deuxième semestre 2021, la ré-ouverture progressive de la restauration et des services de loisirs permettra une hausse de la consommation des ménages. Toutefois, l'amélioration de la situation ne rimera pas immédiatement avec un retour vers les niveaux de demande observés fin 2019. Malgré la ré-ouverture des commerces, des mesures de distanciation ou l'application de jauges devraient subsister. Enfin, le tourisme international restera contraint ; nous faisons l'hypothèse de son retour à la normale pour l'été 2022.

Ces hypothèses suggèrent que la demande sera encore perturbée au premier trimestre 2021 et repartira à la hausse à partir du deuxième trimestre. La reprise serait plus franche à partir de l'été et d'autant plus forte que les pays ont subi un choc important. En fin d'année 2021, le niveau de la demande intérieure serait néanmoins encore inférieur à celui observé fin 2019 en Italie, au Royaume-Uni, en France et en Espagne. En Allemagne, la demande sera quasiment revenue à son niveau pré-crise. L'impulsion budgétaire demeurerait positive en 2021, avec des mesures d'aides aux entreprises et aux ménages, permettant un rattrapage rapide de la consommation et de l'investissement dès le deuxième trimestre 2021. Enfin, le niveau de demande aux États-Unis dépasserait celui de fin 2019 de 5,6 %. En Chine, la demande a été principalement freinée au premier trimestre 2020 et était, dès fin 2020, à un niveau plus élevé qu'avant la pandémie. Elle progresserait à un rythme proche de celui d'avant-crise en 2021 et dépasserait de 12,5 % le niveau de fin 2019.

L'impact de ces chocs nationaux sur le PIB dépend aussi de la position des pays dans les chaînes de production mondiale, c'est-à-dire de leurs positionnements sectoriels et géographiques. Le calibrage du choc de demande propre à chaque pays et à son calendrier sanitaire permet alors de déduire la valeur ajoutée par produit et par pays selon la méthodologie développée dans Dauvin, Malliet et Sampognaro (2020)<sup>4</sup>. L'intégration de ces chocs dans la matrice entrées-sorties mondiale indique sur l'ensemble de l'année, la valeur ajoutée (VA) mondiale marquerait légèrement le pas en début d'année en lien avec les restrictions imposées dans de nombreux pays. La dynamique deviendrait bien plus favorable à partir du troisième trimestre. En fin d'année 2021, le niveau de valeur ajoutée mondiale serait 2,9 % supérieur à ce qu'il était fin 2019. La dynamique de la valeur ajoutée par pays serait conforme à la hiérarchie observée pour l'évolution de la demande. Fin 2021, l'activité n'aurait pas retrouvé son niveau pré-crise en Italie, au Royaume-Uni, en France et en Espagne. L'écart de valeur ajoutée serait cependant moindre que l'écart de demande. En Allemagne, même si l'écart de demande serait très légèrement négatif, la valeur ajoutée dépasserait le niveau de fin 2019 de 0,3 point. La valeur ajoutée dépend en effet à la fois d'une composante domestique et d'une composante liée au commerce extérieur.

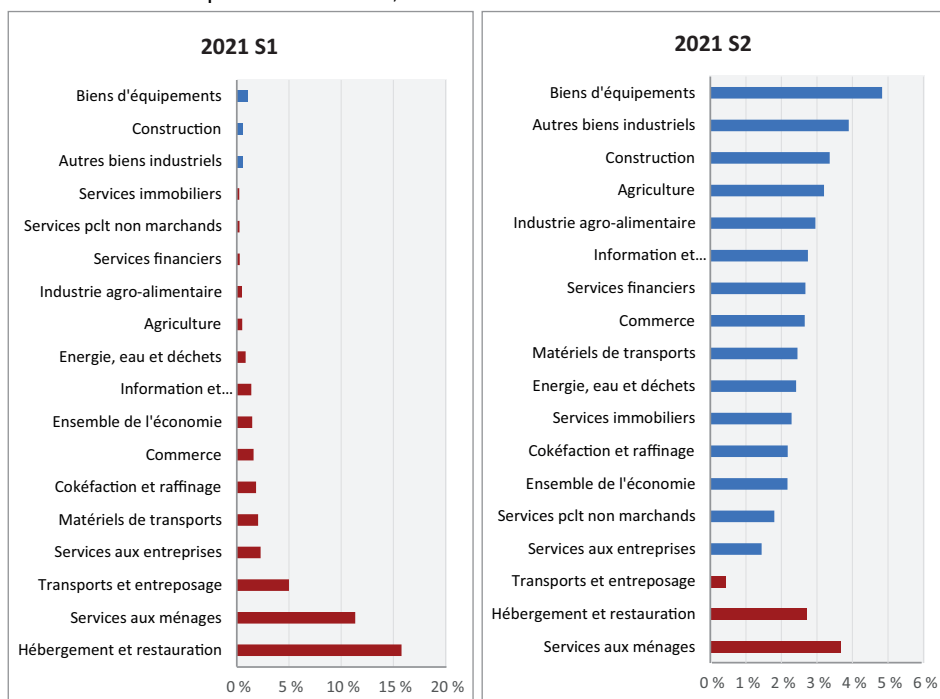
---

4. Voir « Impact du choc de demande lié à la pandémie de la Covid-19 en avril 2020 sur l'activité économique mondiale », *Revue de l'OFCE*, n° 166, pour une description de la méthodologie.

Au niveau sectoriel, les branches où les interactions sociales et physiques sont les plus importantes resteraient durement touchées par la crise. Au terme du premier semestre 2021, la VA mondiale de l'hébergement-restauration serait réduite de près de 16 % par rapport à la fin de l'année 2019, celle des services aux ménages de 11,3 % et celle des services de transport et entreposage de 5 % (graphique 5). Ces trois secteurs accuseraient toujours un retard au cours du second semestre alors que l'activité serait revenue ou aurait dépassé le niveau du quatrième trimestre 2019 dans l'ensemble des autres secteurs. Dans les biens d'équipement, les autres biens industriels et le secteur de la construction, le niveau de fin 2019 serait dépassé de 4,8 %, 3,9 % et 3,4 % au deuxième semestre 2021. Au niveau agrégé, la VA mondiale en fin d'année 2021 serait supérieure de près de 3 % à celle du quatrième trimestre 2019.

Graphique 5. Évolution semestrielle de la VA sectorielle mondiale

En écart au niveau du quatrième trimestre 2019, en %



Note : en rouge (respectivement en bleu) les secteurs où la VA est inférieure (respectivement supérieure) à son niveau du T4-2019 aux premier et deuxième semestres.

Sources : OFCE, WIOD.

Après une contraction du PIB mondial de 3,4 % en 2020, la croissance mondiale atteindrait 5,5 % en 2021, notamment tirée par la croissance chinoise et américaine. Dans la zone euro, la croissance dépasserait 4 % après une baisse de près de 7 % en 2020 (tableau 1). La croissance allemande serait marquée par un mauvais premier trimestre (-2 %) et par une reprise bien plus nette aux deuxième et troisième trimestres 2021 (+2 % et +2,8 %) pour s'établir à 3% sur l'ensemble de l'année. Malgré la reprise économique, le nombre d'emplois créés ne compenserait pas la fin des mécanismes de soutien à l'activité et l'emploi baisserait de 0,5 %. En Italie, la normalisation de l'activité et la réouverture des secteurs les plus affectés par la pandémie devraient permettre d'atteindre une croissance de 4,1 % en 2021. En fin d'année, le PIB resterait toujours 1 point en dessous de son niveau du quatrième trimestre 2019. Aux États-Unis, bien que la récession fut relativement limitée en 2020 (-3,5 %), la croissance serait largement stimulée par les plans de relance budgétaires successifs et atteindrait 6,2% en 2021. Au Japon, le lancement tardif de la campagne de vaccination freinera le rythme de reprise et le pays afficherait une croissance limitée en 2021 (2,7 %) après un recul du PIB de 4,9 % en 2020. La Chine aurait une croissance proche de 9 %. Elle bénéficierait de la reprise mondiale, et tout particulièrement de la croissance américaine, les États-Unis représentant près de 20 % de ses exportations. Le dynamisme de la production entraînerait la demande intérieure. La consommation contribuerait à près de 5,5 points à la croissance du PIB et l'investissement pour 3 points. La contribution du commerce extérieur serait également positive.

Malgré ce rebond de l'activité, la situation sur le marché du travail ne devrait pas connaître d'amélioration sauf aux États-Unis. De fait, la reprise ne permettra pas de retrouver rapidement le niveau d'emploi de fin 2019 ; l'ajustement se faisant d'abord par une normalisation progressive de la durée du travail et un retour de la productivité vers sa tendance pré-crise. La situation est encore plus négative si on compare l'évolution du PIB en 2020 et 2021 à une trajectoire sans crise calée à partir des hypothèses de croissance de l'automne 2019. L'écart de croissance serait alors d'un peu supérieur à -4 points en Allemagne, de près de -6 points en France et en Italie et de 8,5 points en Espagne. Dans le même temps, la levée progressive des contraintes s'accompagnerait certes d'une reprise progressive mais aussi de l'arrêt des dispositifs d'activité partielle. Dans ces conditions, le taux de chômage augmenterait d'un point dans la zone euro pour atteindre 9,3 % en fin

d'année 2021. Alors qu'il avait baissé en 2020, le taux de chômage augmenterait de 2 points en Italie et d'un point en Allemagne (voir graphique 4). La hausse serait moindre en Espagne et en France.

Tableau 1. Tableau de croissance mondiale

En %	PIB en volume		
	2019	2020	2021
DEU	0,6	-5,3	3
FRA	1,5	-8,2	5
ITA	0,3	-8,9	4
ESP	2,0	-10,8	5,5
EUZ	1,2	-6,9	4
GBR	1,4	-9,8	6
USA	2,2	-3,5	6
JPN	0,3	-4,9	3
Pays développés	1,6	-5,0	5
CHN	6,0	2,3	9
PVD	3,4	-2,1	6
Monde	2,6	-3,4	5,5

Note : la croissance mondiale est calculée à partir de la pondération du FMI des PIB en PPA.  
Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE avril 2021.

Aux États-Unis, le chômage baisserait de 2,8 points pour atteindre 4 % de la population active en fin d'année, soit 0,4 point de plus qu'au quatrième trimestre 2019. Cette situation relativement plus favorable qu'en Europe, refléterait la forte croissance et un retour plus rapide de l'économie américaine vers sa croissance tendancielle. L'écart à la trajectoire intégrant les prévisions de l'automne 2019 serait effectivement bien moindre aux États-Unis : -0,4 point en moyenne sur l'année, traduisant aussi le fait que le soutien budgétaire est plus important outre-Atlantique.

## Politiques budgétaires : « quoi qu'il en coûte »

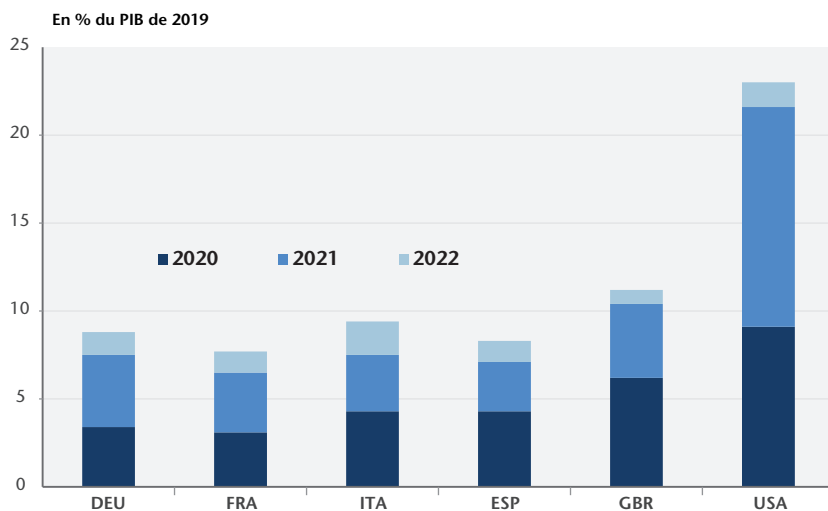
Les dispositifs d'activité partielle ont été un élément central des mesures budgétaires prises dans les pays européens pour amortir le choc pour les agents privés. Outre la possibilité de maintenir le contrat de travail, ils ont permis de préserver les revenus des ménages. Même si les effets de la crise ont été sévères sur l'activité italienne, les bilans privés ont été relativement protégés par l'ampleur de la réponse de la politique budgétaire. En 2020, les mesures de soutien mises en œuvre

s'élèvent à 75 milliards d'euros (4,2 points de PIB). Dans ce contexte, le revenu primaire des ménages a effectivement baissé de 93 milliards d'euros en 2020 mais le revenu disponible brut n'était amputé que de 34 milliards, ce qui s'est traduit par une baisse de 2,6 % du pouvoir d'achat des ménages malgré la contraction record du PIB. La compensation a été moindre en Espagne, un peu moins de 50 % ; le revenu disponible brut ayant baissé de 25 milliards d'euros pour une baisse de revenus primaires de 57 milliards. En Allemagne et au Royaume-Uni, les différentes mesures mises en œuvre ont conduit à surcompenser les pertes de revenu primaire des ménages qui s'élevaient respectivement à 41 milliards d'euros et 9,6 milliards de livres. Le revenu disponible des ménages a donc progressé de 13 milliards d'euros en Allemagne et de 13,6 milliards de livres au Royaume-Uni. C'est également le cas aux États-Unis, malgré l'absence d'activité partielle. L'État fédéral a versé aux chômeurs une allocation additionnelle d'un montant forfaitaire. Le plan d'urgence voté en mars 2020 a également permis d'envoyer un chèque aux ménages pouvant aller jusqu'à 3 400 dollars pour un couple avec deux enfants. En tenant compte de l'ensemble des aides reçues par les ménages, leur revenu disponible a augmenté de plus de 7 % sur l'année 2020.

Si l'on tient compte des autres dépenses – d'investissement ou de santé pour le développement du vaccin et la campagne de dépistage – le total des mesures pour l'année 2020 s'élève à 3,4 points de PIB en Allemagne, 3,1 points de PIB en France, 4,3 points de PIB en Italie et en Espagne, 6,2 points au Royaume-Uni et plus de 9 points aux États-Unis (graphique 6). Le maintien des contraintes sanitaires en 2021 a poussé les États à prendre de nouvelles mesures dès l'automne et au cours du premier trimestre 2021. En Italie, le gouvernement a promulgué de nouvelles mesures afin de compenser les pertes liées au nouveau confinement. Sous l'hypothèse d'une ratification du Plan de relance européen, des nouvelles mesures budgétaires d'un montant de 55,3 milliards d'euros (3,1 points de PIB de 2019) viendront accompagner le scénario de normalisation de l'activité. L'orientation expansionniste de la politique budgétaire serait aussi amplifiée en Allemagne avec une impulsion positive à hauteur de 0,7 point. Inversement, le soutien s'atténuerait en Espagne. L'impulsion deviendrait négative, les nouvelles mesures ne compensant pas totalement la fin des mesures de soutien prises en 2020. Aux États-Unis, certaines mesures du plan voté au printemps 2020 ont été prolongées par un vote du Congrès en décembre. Puis, le nouveau Président élu, Joe Biden,

a fait voter un plan de relance de 1 900 milliards de dollars (près de 9 points de PIB de 2019). Sur les deux années 2020-2021, l'impulsion budgétaire cumulée aux États-Unis atteindrait 12,6 points de PIB, un montant bien plus élevé que dans les pays européens où l'impulsion budgétaire cumulée serait légèrement supérieure à 4 points de PIB en Allemagne, en Espagne et au Royaume-Uni, de près de 3 points de PIB en Italie et en France. En 2022, la fin des mesures exceptionnelles se traduirait mécaniquement par une impulsion négative. La montée en charge du Plan de relance européen ou la possibilité de nouvelles mesures en faveur de l'investissement aux États-Unis pourraient cependant atténuer l'orientation restrictive des politiques budgétaires<sup>5</sup>.

Graphique 6. Mesures cumulées



Source : OFCE.

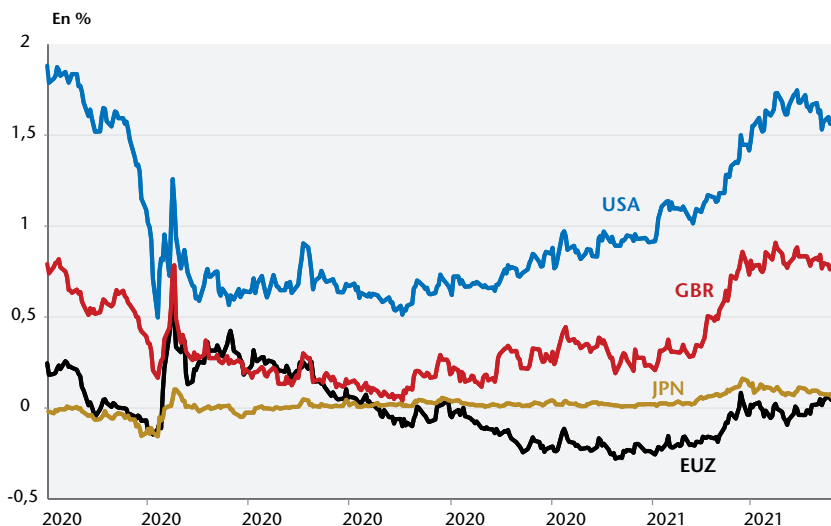
La chute inédite de l'activité et la politique du « quoi qu'il coûte » mise en œuvre dans les différents pays a conduit à une forte dégradation des soldes budgétaires en 2020 qui ont atteint des niveaux rarement observés en temps de paix. Aux États-Unis, le déficit budgétaire dépasse 15 % du PIB. En Espagne et en Italie, il a atteint respectivement 11 % et 9,5 %. En France et en Allemagne, la dégrada-

5. L'impulsion budgétaire correspond à la variation du solde budgétaire structurel primaire. Elle est négative quand ce solde s'améliore. L'adoption des mesures d'urgence en 2020 correspond à une impulsion positive. Lorsque ces mesures ne sont pas prolongées en 2021, l'impulsion devient négative. En 2021, une impulsion positive traduit la prolongation des mesures prises l'année précédente et l'adoption de mesures additionnelles.

tion du solde budgétaire est comparable. En Allemagne, le déficit budgétaire s'établirait à 4,2 % du PIB en 2020, contre un excédent de 1,5 % du PIB en 2019. En France le déficit passerait de 3,1 à 9,2 % du PIB. Les trajectoires de dettes publiques repartent à la hausse avec une augmentation moyenne de l'ordre de 20 points de PIB ; la plus forte hausse étant enregistrée pour l'Espagne et les États-Unis. Pour autant les taux d'intérêt ne se sont pas envolés notamment parce que les banques centrales ont amplifié leur politique d'achats d'actifs mais aussi du fait de l'augmentation de l'épargne privée. En 2021, malgré les mesures de soutien à l'économie additionnelles, la dette publique se stabiliserait en France en raison de la forte croissance. Elle se réduirait même en Allemagne et au Royaume-Uni. Elle augmenterait de nouveau aux États-Unis du fait d'une impulsion budgétaire qui dépasserait encore 2 points de PIB.

Malgré la dégradation des finances publiques, les taux d'intérêt sur les dettes souveraines ne se sont pas envolés. Le besoin de financement plus important a en effet été partiellement absorbé par les banques centrales qui ont amplifié leur politique d'achats d'actifs. Par ailleurs, la situation économique et sanitaire s'est traduite par une forte accumulation d'épargne privée pour un motif de précaution mais aussi et surtout parce que la consommation fut empêchée. L'éclatement de la crise et les annonces de confinement en mars 2020 ont provoqué une forte hausse mais très temporaire des taux (graphique 7). Ils ont

Graphique 7. Taux longs souverains



Source : Refinitiv Eikon Datastream.



ensuite baissé pour atteindre un point bas à 0,5 % début août aux États-Unis et -0,27 % dans la zone euro en fin d'année 2020. Les perspectives de croissance plus favorables aux États-Unis et le maintien de politiques budgétaires expansionnistes ont ensuite contribué à la hausse des taux outre-Atlantique qui retrouvaient fin 2020 leur niveau du début d'année.

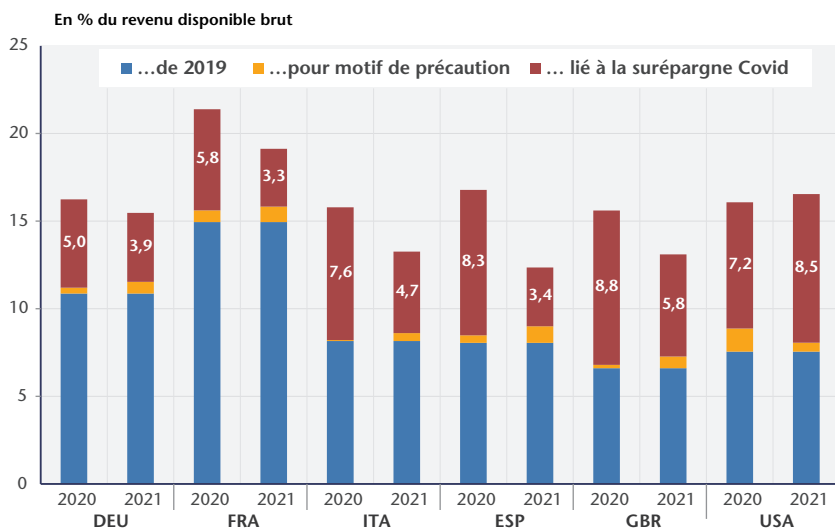
## Une réserve d'épargne contrainte à dépenser ?

Ces mesures budgétaires ont largement contribué à soutenir le revenu disponible des ménages en 2020. Dans le même temps, la consommation a été empêchée par la fermeture des commerces non essentiels et la limitation des déplacements, notamment internationaux. Il en a résulté une forte accumulation d'épargne. Ainsi, le taux d'épargne des ménages est passé de 10,9 % du revenu disponible en Allemagne en 2019 à près de 16,2 % en 2020. Il a gagné plus de 7 points en Italie et a plus que doublé en Espagne et aux États-Unis, passant de 8,1 % (respectivement 7,6 %) à 16,8 % (respectivement 16,1 %). Enfin, au Royaume-Uni, le taux d'épargne a augmenté de 9 points de revenu disponible brut.

Ces niveaux d'épargne ne reflètent pas seulement l'incidence des mesures prophylactiques. Ils peuvent aussi résulter d'une épargne pour motif de précaution. L'incertitude engendrée par une situation inédite sur le plan sanitaire, économique et social a pu inciter les ménages à la prudence, soit parce qu'ils craignaient une perte d'emploi, soit parce qu'ils n'étaient pas éligibles aux dispositifs d'activité partielle, soit encore parce qu'ils pouvaient anticiper que ces dispositifs ne couvriraient pas, dans la durée, l'intégralité des baisses des revenus d'activité. Cet effet suggère que même en l'absence de fermetures des commerces non essentiels et de contraintes de mobilité, les ménages auraient fait le choix d'épargner plus. Les analyses macroéconomiques suggèrent généralement que cet effet de l'incertitude peut être capté par l'évolution du chômage dont l'augmentation reflète la dégradation sur le marché du travail et donc un risque de baisse des revenus. L'épargne de précaution a pour objectif de maintenir un certain niveau de dépenses dans l'éventualité où le risque de chômage et de baisse des revenus se matérialise. Avec la mise en place de l'activité partielle, l'ajustement sur le marché du travail ne s'est pas fait au détriment de l'emploi. Pour autant, l'incertitude quant à la pérennité de ces dispositifs a pu entraîner une épargne de précaution. Par ailleurs, dans les pays

où la politique budgétaire a surcompensé les pertes de revenu primaire, les ménages ont pu choisir aussi d'en épargner une fraction supplémentaire, soit parce qu'ils anticipent que les transferts reçus aujourd'hui seront financés par des impôts futurs, soit parce que ce revenu supplémentaire leur a permis de réduire leur endettement. Du fait de la forte impulsion budgétaire, c'est aux États-Unis que cet élément pourrait avoir la plus grande influence sur le comportement d'épargne.

Graphique 8. Taux d'épargne des ménages en 2020-2021



Sources : Calculs OFCE.

Une estimation de ces effets suggère que la surépargne « Covid » atteindrait 9 points de revenu disponible en Allemagne en cumul sur 2020 et 2021 (graphique 8). Cette épargne se situerait autour de 12 points en Italie et en Espagne et à près de 16 points aux États-Unis. Ces chiffres donnent surtout une idée du potentiel de dépenses additionnelles que pourraient réaliser les ménages en 2022. Aux États-Unis, calculée sur la base du revenu disponible de 2021, cette surépargne « Covid » atteindrait 3 000 milliards de dollars, ce qui correspond à un montant plus élevé que les mesures d'urgence prises en 2020 dans le cadre du plan CARES (*Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act*). Bien que cruciale pour la croissance mondiale en 2022, il est difficile d'anticiper précisément le comportement des ménages au regard de cette « surépargne ».

Considérer que, une fois les mesures sanitaires levées, l'intégralité de cette réserve d'épargne accumulée ne sera pas dépensée revient à faire l'hypothèse que les ménages se limiteront à leur comportement de consommation pré-crise après plus de deux ans de restrictions. 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. Dans ce scénario, les politiques budgétaires se traduiraient donc par un stock de dette publique plus élevé sans que la politique budgétaire ne soit parvenue à stimuler les dépenses privées, même une fois les restrictions sanitaires levées. Une telle situation ne manquerait pas d'interroger *ex-post* sur la pertinence de ces politiques budgétaires.

On peut plutôt considérer 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 surépargne « Covid ». Nous n'intégrons pas dans ce patrimoine « excessif » celui accumulé pour motif de précaution. Étant donné le caractère exceptionnel de la situation, l'incertitude sur cette désépargne nous conduit à analyser deux scénarios pour 2022 (tableau 2).

Dans le premier scénario, avec désépargne, nous faisons l'hypothèse qu'une partie de la surépargne « Covid » accumulée en 2020 et 2021 sera consommée en 2022. L'hypothèse, calibrée sur la France, est celle d'une consommation de 1/5<sup>e</sup> de cette épargne, soit 1,8 point de revenu, qui conduirait à une croissance du PIB de 6 % en France en 2022<sup>6</sup>. La même hypothèse – 1,8 point d'épargne décumulée – se traduirait par une croissance de 5,5 % en Allemagne et en Italie et près de 8 % en Espagne. Aux États-Unis, l'hypothèse de désépargne et l'effet du stimulus budgétaire cumulé en 2020-2021 se traduiraient par une croissance de près de 6 %.

Une telle dynamique s'accompagne d'un rattrapage plus rapide des économies vers leur trajectoire tendancielle. Les écarts ne seraient pour autant pas comblés en Italie, Espagne et en France<sup>7</sup>. En Allemagne,

---

6. Voir la partie consacrée à la France pour une analyse plus détaillée de la consommation possible.

7. On entend ici par écart d'activité, la différence entre le PIB (en 2022) et le niveau de PIB qu'auraient atteint ces pays si la croissance en 2020 et 2021 avait été conforme à celle anticipée dans notre scénario de croissance de septembre 2019. Pour l'année 2022, l'hypothèse de croissance correspond à une croissance tendancielle.

l'écart serait légèrement positif. Aux États-Unis, le scénario de désépargne se traduirait par un écart de croissance nettement positif si bien que le taux de chômage repasserait sous le point bas de 2019 atteignant 3,1 %.

Ainsi, le choix d'un stimulus budgétaire bien plus conséquent aux États-Unis que dans les pays de l'Union européenne, aurait bien un impact sur la capacité de sortir rapidement de cette crise. Joe Biden semble faire le pari d'une légère surchauffe pour remettre l'économie américaine sur une trajectoire de croissance rapide, pousser le taux de chômage au plus bas, réduire les inégalités et relancer l'inflation américaine, que nous anticipons à 3,5 % en moyenne annuelle sur 2022. Il y a certes une possibilité pour que les taux d'intérêt repartent à la hausse mais ce risque devrait être atténué par une politique monétaire qui resterait expansionniste. Par ailleurs, une augmentation de l'inflation et des taux d'intérêt nominaux ne serait pas forcément synonyme de l'émergence d'un déséquilibre mais le reflet d'une stratégie macroéconomique pour sortir du piège des taux bas et de la déflation. Le risque principal est de plus d'ordre financier si l'épargne américaine ne se déverse pas sur le marché des biens mais sur les marchés financiers et immobiliers, alimentant de nouvelles bulles de prix d'actifs aux États-Unis.

Dans le scénario sans désépargne, nous simulons l'hypothèse plus conservatrice d'un taux d'épargne qui reviendrait progressivement en 2022 à son niveau de 2019, hors effet de précaution. Cela suppose *a minima* une absence de désépargne et même, dans certains pays, une accumulation supplémentaire d'épargne en 2022<sup>8</sup>. Sous cette hypothèse, la croissance de ces pays serait réduite en moyenne de 1,8 point par rapport au scénario avec désépargne et les taux de chômage resteraient supérieurs à leur niveau d'avant-crise (tableau 2). Dans le scénario sans désépargne, la croissance des pays européens pourrait être plus rapide que la croissance américaine. Aux États-Unis, la part de la consommation des ménages étant plus élevée et le taux d'importation plus faible, la variante se traduirait par une croissance significativement plus faible, inférieure de 2,2 points à celle du scénario avec désépargne. Toutefois, une sortie de crise plus lente retarderait la fermeture des écarts de croissance et maintiendrait le taux de chômage de la France, l'Italie et l'Espagne à un niveau très élevé : 9,4 %, 10,6 %

---

8. C'est le cas notamment pour l'Allemagne, la France et l'Espagne qui enregistraient dans ce scénario une surépargne de 0,4 point de RdB.

et 15,9 % respectivement. En Allemagne, grâce au commerce extérieur, la croissance serait moins rognée que dans les autres pays de la zone euro : 1,4 point contre 1,6 à 1,8 point pour les autres pays. Enfin, la croissance mondiale serait réduite d'au moins 0,5 point dans le scénario sans désépargne passant de 4,5 % à 4 %<sup>9</sup>.

Tableau 2. Taux de croissance et taux de chômage en 2022 selon l'hypothèse d'épargne

En %

	Scénario	Taux de croissance du PIB	Taux de chômage	Taux d'épargne
Allemagne	Avec désépargne	5,5	3,8	9,4
	Sans désépargne	4,1	4,4	11,6
France	Avec désépargne	6,0	8,7	13,1
	Sans désépargne	4,3	9,4	15,3
Italie	Avec désépargne	5,5	9,9	6,8
	Sans désépargne	3,9	10,6	8,6
Espagne	Avec désépargne	7,9	15,1	6,6
	Sans désépargne	6,1	15,9	8,8
Royaume-Uni	Avec désépargne	5,0	7,1	5,8
	Sans désépargne	3,2	7,9	7,6
États-Unis	Avec désépargne	5,9	3,1	7,3
	Sans désépargne	3,7	4,1	9,0

Note : Dans le scénario A, nous faisons l'hypothèse qu'une partie de l'épargne forcée accumulée en 2020 et 2021 sera consommée en 2022. L'hypothèse, calibrée sur la France, est celle d'une consommation de 1/5<sup>e</sup> de cette épargne, soit 1,8 point de RdB.

Dans le scénario B, nous faisons l'hypothèse que le taux d'épargne revient progressivement à son niveau de 2019, hors effet de précaution.

Source : OFCE, *emod.fr*.

D'autres aléas pourraient remettre en cause ces scénarios. Les plus importants, à court terme, sont une campagne de vaccination plus lente qu'anticipée ou la résurgence de l'épidémie due à l'apparition de variants résistants ou plus contagieux et donc de nouveaux durcissements des restrictions, différant alors la reprise économique. Par ailleurs, des tensions sur la situation financière des entreprises pourraient apparaître une fois les aides publiques levées. Des entreprises se retrouveraient surendettées et dans l'incapacité d'honorer leurs enga-

9. L'effet pourrait être plus important si l'hypothèse de désépargne est appliquée à l'ensemble des pays avancés puisque l'on peut supposer qu'ils ont aussi mis en œuvre des mesures de compensation. Dans ces pays qui représentent près de 45 % du PIB mondial, une réduction identique de 1,8 point de PIB en moyenne suggère une baisse de la croissance mondiale de 0,8 point.

gements, ce qui provoquerait une vague de faillites importante et une hausse significative du chômage, limitant de fait le rebond de la demande. Inversement, une surprise positive est également possible. Le scénario de désépargne (scénario haut) est loin d'épuiser l'épargne accumulée en 2020 et 2021. Une désépargne plus importante est donc possible, même si elle pourrait se heurter à des contraintes d'offre, ce qui se traduirait par une augmentation des prix.

## La crainte inflationniste ou désinflationniste ?

La forte chute de l'activité en 2020 s'est accompagnée d'une réduction des indicateurs d'inflation. En fin d'année, le glissement annuel du déflateur de la consommation est passé en territoire négatif au Japon et a atteint 0 % dans la zone euro et au Royaume-Uni. Aux États-Unis, la progression du déflateur est restée positive mais a atteint un creux à 0,6 % au deuxième trimestre. Ces évolutions sont en partie liées aux variations du prix du pétrole dont le prix est passé sous les 20 dollars le baril en avril du fait de l'arrêt brutal de la demande mondiale. Pour autant, dans un contexte de forte réduction de la mobilité, la réduction du prix de l'énergie n'a pas forcément bénéficié aux ménages<sup>10</sup>. Mais la désinflation ne tient pas qu'à l'indice des prix de l'énergie puisque les indicateurs d'inflation sous-jacente ont également reculé au cours de l'année 2020, ce qui s'explique par l'ampleur du choc de demande qui a affecté l'économie mondiale. Les indicateurs d'inflation – mesurés par les indices de prix à la consommation – suggèrent une accélération des prix cohérente avec la dynamique des prix du pétrole et le retour de la croissance en fin d'année.

Pour 2021, nous anticipons effectivement une légère réduction du risque déflationniste avec des déflateurs qui reviennent en territoire positif. Néanmoins, cette dynamique résulterait principalement de la remontée du prix du pétrole. Dans les pays de la zone euro, les déflateurs de la consommation se stabiliseraient hors effet du pétrole et du taux de change. À l'exception des États-Unis, la dynamique des prix resterait éloignée de la cible d'inflation de 2 % des banques centrales. Outre-Atlantique, l'effet pétrole et taux de change serait relativement modéré et l'accélération de l'inflation reflèterait surtout une reprise

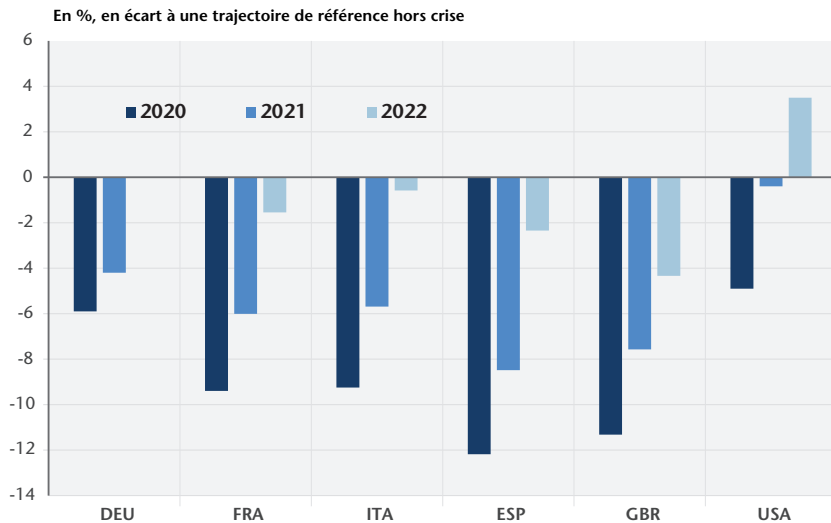
---

10. Sur ce sujet, le lecteur pourra se référer à Heyer Eric et Paul Hubert (2020), « 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, octobre.

économique plus rapide, se traduisant par une quasi-fermeture de l'écart de croissance ici mesuré par la différence entre l'évolution du PIB et celle qui aurait été observée dans un scénario sans crise (graphique 9). Sur l'ensemble de l'année, cet écart ne serait plus que de -0,4 % contre près de -5 % en 2020. La situation américaine contraste avec celle des pays européens où l'écart de croissance serait compris entre -4,2 % en Allemagne et -8,5 % en Espagne. Les pressions restent donc principalement désinflationnistes dans la zone euro et au Royaume-Uni en 2021.

La situation s'améliorerait plus nettement en 2022 dans le scénario de désépargne qui permettrait de maintenir la dynamique de croissance. Mais même dans ce scénario favorable, l'écart de croissance serait encore négatif en France, Italie, Espagne et au Royaume-Uni et proche de zéro en Allemagne. Dans ces pays, le risque de désinflation ne serait de fait pas écarté. Aux États-Unis, le maintien d'une croissance proche de 6 %, dans le scénario de désépargne, se traduirait par un écart de croissance nettement positif. Le risque de reprise de l'inflation y serait donc plus élevé, sauf dans l'éventualité d'un aplatissement de la courbe de Phillips.

Graphique 9. Ecarts de croissance en 2020, 2021 et 2022



Note : l'écart de croissance est ici mesuré par la différence entre l'évolution du PIB anticipée et celle qui aurait été observée dans un scénario sans crise. Le scénario sans crise correspond à la trajectoire de croissance anticipée dans notre prévision d'octobre 2019.

Sources : Calculs et prévisions OFCE, prévision (octobre 2019).