

Inflation de tensions

Eric Heyer, Xavier Timbeau, Céline Antonin, Elliot Aurissergues, Christophe Blot, Magali Dauvin, Amel Falah, Sabine Le Bayon, Pierre Madec, Catherine Mathieu, et al.

▶ **To cite this version:**

Eric Heyer, Xavier Timbeau, Céline Antonin, Elliot Aurissergues, Christophe Blot, et al.. Inflation de tensions. Revue de l'OFCE, 2022, D'un quinquennat à l'autre : une contribution au débat, Hors série, pp.119-147. hal-03699963

HAL Id: hal-03699963
https://sciencespo.hal.science/hal-03699963

Submitted on 20 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.

INFLATION DE TENSIONS*

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

La campagne présidentielle 2022 se joue dans un contexte économique, sanitaire et géopolitique très particulier. Deux ans après l'émergence de la Covid-19, l'épidémie se poursuit au gré de l'apparition de nouveaux variants. La reprise se confirme dans l'ensemble des zones géographiques malgré la vague Omicron qui a contraint les gouvernements à prendre de nouvelles mesures d'endiguement. Le climat des affaires dans les principales branches des économies de l'Union européenne s'est nettement redressé, en particulier dans l'industrie. Cette situation se reflète également dans l'évolution de l'activité puisque de nombreux pays ont retrouvé, fin 2021, un niveau de PIB égal ou supérieur à leur niveau d'avant-crise, même s'il faut noter que ce niveau d'activité reste généralement inférieur à celui qui aurait été observé en l'absence de crise. Au-delà de l'effet sur la trajectoire du PIB, le choc économique produit par la pandémie de la Covid-19 a engendré une baisse considérable de revenu principalement absorbé par les administrations publiques, ce qui s'est traduit par un creusement des déficits et une augmentation importante de la dette publique.

Le processus de retour des PIB vers leur niveau de référence contrefactuel s'accompagne d'un regain notable des tensions. Celles-ci se manifestent par un puissant rebond de l'inflation, porté depuis un an par la hausse du cours des matières premières, au premier rang desquelles le pétrole, mais aussi possiblement par l'insuffisance des ressources productives, provoquant les difficultés de recrutement et les difficultés d'approvisionnement. En outre, les enquêtes menées auprès des entreprises indiquent que les contraintes liées à la pénurie de main-d'œuvre se sont accentuées en fin d'année 2021, reflétant en partie seulement la baisse du chômage. Les tensions sur le marché du travail sont particulièrement élevées aux

* Ce article a été rédigé par le Département analyse et prévision composé de Céline Antonin, Elliot Aurissergues Christophe Blot, Magali Dauvin, Amel Falah, Sabine Le Bayon, Pierre Madec, Catherine Mathieu, Hervé Péléraux, Mathieu Plane, Christine Rifflart et Raul Sampognaro,Une analyse plus détaillée est publiée dans l'*Étude OFCE*, 01/2022.

Achevé de rédiger le 25 février 2022.

États-Unis, ce que reflète l'accélération des salaires et des coûts unitaires de travail. Dans ces conditions, l'inflation observée en 2021 pourrait être plus durable que ce qui avait été initialement anticipé par les banques centrales. Elle sera accentuée par la situation géopolitique. Ces éléments plaident pour un durcissement anticipé de la politique monétaire mais l'incertitude sur les coûts macroéconomiques engendrés par l'éclatement de la guerre en Ukraine pourrait aussi conduire les banques centrales à se montrer prudentes. Ce diagnostic conjoncturel est un élément essentiel du débat économique dans le cadre d'une campagne présidentielle. Mais si la France vote, l'économie française est intégrée dans une économie mondialisée qui a traversé une crise inédite. Aussi, les enjeux économiques sous-jacents au débat ne peuvent s'appréhender qu'au regard de la situation conjoncturelle européenne et mondiale.

Même si les campagnes présidentielles sont l'occasion de se projeter dans le temps long du prochain quinquennat, elles ne peuvent occulter le contexte conjoncturel de court terme. Or, la période récente a été marquée par une crise sanitaire et économique qui a provoqué une récession d'une ampleur exceptionnelle en 2020. Malgré la poursuite de la pandémie, les économies ont poursuivi leur dynamique de rattrapage au second semestre 2021. L'arrivée d'un nouveau variant plus contagieux que les précédents mais présentant moins de formes graves aurait pu remettre en cause le scénario de croissance en contraignant les pays touchés par cette nouvelle vague à prendre de nouvelles mesures drastiques. Celles-ci ont cependant été limitées et n'ont pas entamé les climats de confiance, notamment dans l'UE. Pour autant, les effets de la crise se font encore sentir. Les niveaux d'activité retrouvent progressivement leur niveau d'avant-crise mais restent le plus souvent inférieurs à leur trajectoire tendancielle. De plus, la chute des PIB en 2020 et les mesures de soutien ont fortement pesé sur les dettes publiques, ce qui pourrait à court ou moyen terme relancer le débat sur sa réduction. La reprise économique s'est par ailleurs accompagnée d'un regain de tensions non seulement sur les prix, avec un retour de l'inflation à des niveaux qui n'avaient pas été observés au cours des 10 années précédentes[1], mais aussi

1. Celles-ci devraient de plus être accentuées par l'éclatement du conflit en Ukraine. Nous discutons ce point dans ce texte. Toutefois, les conséquences de cette guerre en Europe et des sanctions économiques qui l'accompagnent iront au-delà de l'effet lié au prix des matières premières énergétiques et devraient être analysées plus précisément dans une publication à venir de l'OFCE.

sur le marché du travail. Par conséquent, le débat sur les grands enjeux économiques des prochaines années doit aussi apporter un éclairage sur les préoccupations de court terme. Ce débat ne peut se faire qu'à partir d'un diagnostic fouillé de la situation économique de la France mais aussi de l'Europe et du monde. La France est effectivement une petite économie ouverte très intégrée à ses partenaires économiques de la zone euro et au commerce mondial. L'objectif de ce *Policy brief* est d'apporter un éclairage sur la situation de l'économie mondiale au début de l'année 2022 en mettant l'accent sur les indicateurs conjoncturels et sanitaires dont la disponibilité peut varier d'une zone géographique à l'autre ou d'un secteur à un autre. Il ne s'agit pas là de faire des prévisions sur le sentier de croissance pour l'année 2022 ou pour 2023[2], puisque dans le cas de la France, cette trajectoire pourrait être influencée par la mise en œuvre du programme économique du (ou de la) prochain(e) Président(e) de la République[3], mais de dresser un panorama des enjeux de court terme en lien avec la confiance des agents économiques, l'impact de la crise sur la situation des agents, les tensions naissantes sur le marché du travail et sur les prix.

1. Des contraintes sanitaires plus ciblées

Alors qu'en 2020, les différentes vagues épidémiques s'accompagnaient presque universellement de mesures de confinement ou de couvre-feu contraignantes, la montée en puissance de la vaccination au cours de l'année 2021 a radicalement modifié la réponse des autorités dans la majorité des pays développés[4].

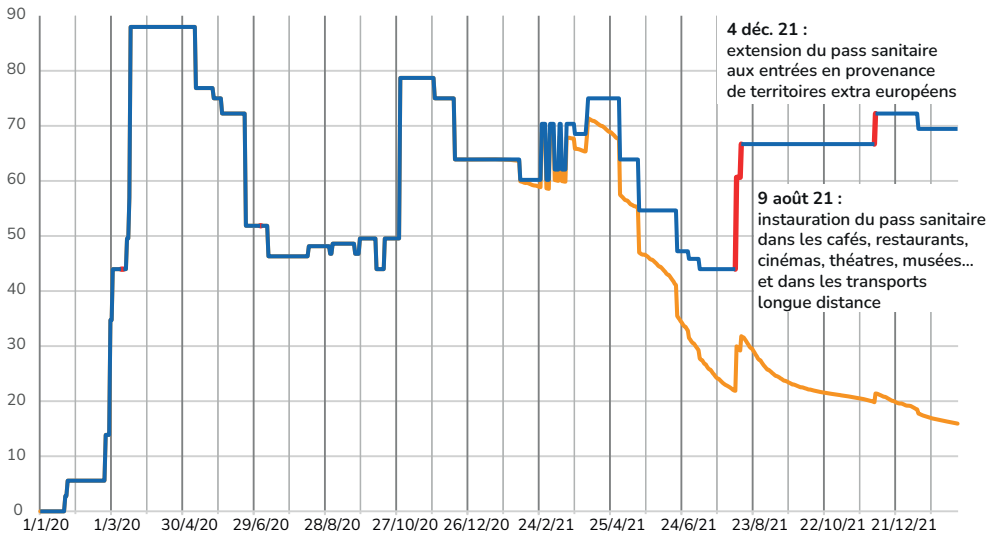
Ainsi, dans la plupart des grands pays européens, les contraintes ne s'appuient plus sur la fermeture généralisée des lieux de socialisation mais ciblent les personnes non vaccinées. En effet, l'accès à ces lieux et aux transports longue distance est soumis depuis plusieurs mois à la preuve d'un schéma vaccinal complet ou d'un test négatif. La France a institué le passe vaccinal et l'Allemagne son équivalent (régi par la règle des 2G : « geimpft oder genesen », i-e vacciné ou guéri), plus restrictif qu'auparavant puisque nécessitant un schéma vaccinal complet ou un test antigénique négatif à la

2. La publication de la prévision pour l'économie mondiale et la zone euro a été décalée pour tenir compte du calendrier électoral de la France et sera publiée en mai 2022.
3. Une évaluation du programme économique sera réalisée après les élections présidentielles et législatives.
4. Dans les principaux pays européens, le taux de vaccinés est compris entre 70 et 80 % de la population (pour 2 doses), avec un record à 82 % en Espagne au 15 février 2022. La part de la population ayant reçu la troisième dose a fortement augmenté récemment, atteignant entre 50 et 60 % à la mi-février dans les cinq plus grands pays européens.

suite d'une infection précédente au Covid-19, le test PCR ou antigénique n'étant plus suffisant. Cette nouvelle donne change le degré de contraintes subi par les économies. L'indice synthétique de restrictions d'Oxford, qui fait référence à l'appréciation de la sévérité des mesures, apparaît ainsi désormais très faible en France et en Allemagne (et davantage encore en Espagne) lorsqu'il est pondéré par le pourcentage de non vaccinés dans la population, les seuls à subir des contraintes prophylactiques (graphique 1 et 2)[5].

Notons que les pays d'Asie se distinguent de la plupart des pays industrialisés par une réponse toute autre. En Chine, la stratégie « zéroCovid » implique des restrictions extrêmement fortes avec des confinements imposés dans les villes où apparaissent de nouveaux cas. Quand ils touchent des zones très industrielles, ces confinements ont entraîné des arrêts de production et ont affecté les flux d'exportations à destination des économies développées. Au Japon, où la politique vaccinale n'a débuté massivement qu'en juillet 2021[6] face à l'émergence d'une nouvelle vague de contaminations, le gouvernement a choisi de faire porter les contraintes sur toute la population, y compris les personnes vaccinées. C'est à nouveau le cas depuis le 9 janvier à la suite de l'émergence rapide du variant Omicron.

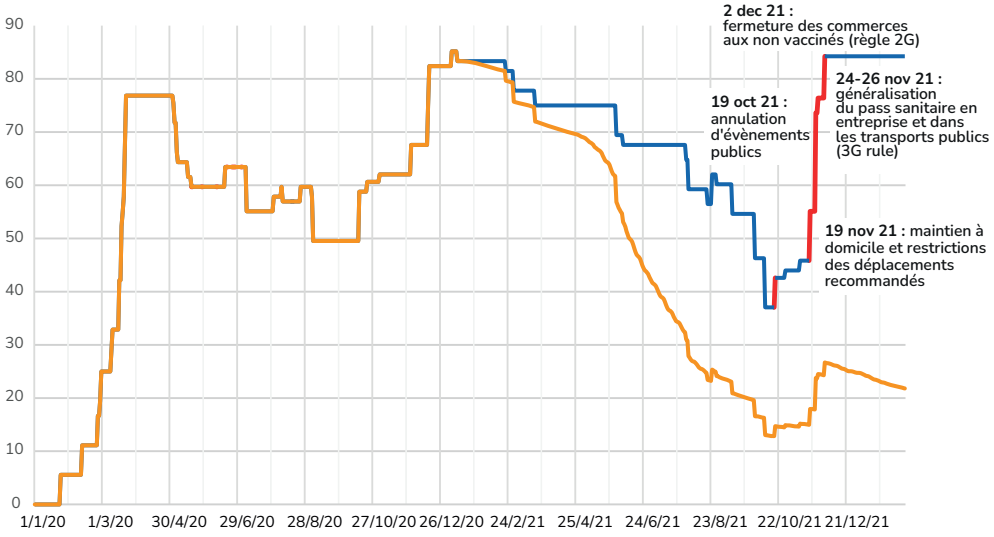
Graphique 1. **Indices de restrictions bruts et corrigés du taux de vaccination pour la France (2 doses)**



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

5. Pour une présentation détaillée de l'indicateur d'Oxford, voir S. Le Bayon et H. Péléraux, 2021, « Estimer l'impact des mesures de restriction sur l'activité », *Revue de l'OFCE*, n° 172, avril.
6. Au 1er juillet 2021, seuls 15 % de la population étaient vaccinés au Japon.

Graphique 2. **Indices de restrictions bruts et corrigés du taux de vaccination en Allemagne (2 doses)**



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

Le secteur du tourisme a été très durement touché par la crise de la Covid-19. Les mesures sanitaires de distanciation sociale et la décision de fermer les frontières prises dès mars 2020 pour limiter la propagation du virus aux niveaux national et international ont mis un coup d'arrêt aux activités d'hébergement, de restauration et de loisirs recevant du public. Après une année 2020 catastrophique et un premier semestre 2021 guère plus animé, la situation s'est améliorée à partir de l'été. Mais le tourisme international est loin d'être revenu à son niveau pré-crise, pénalisant encore fortement l'activité du secteur[7].

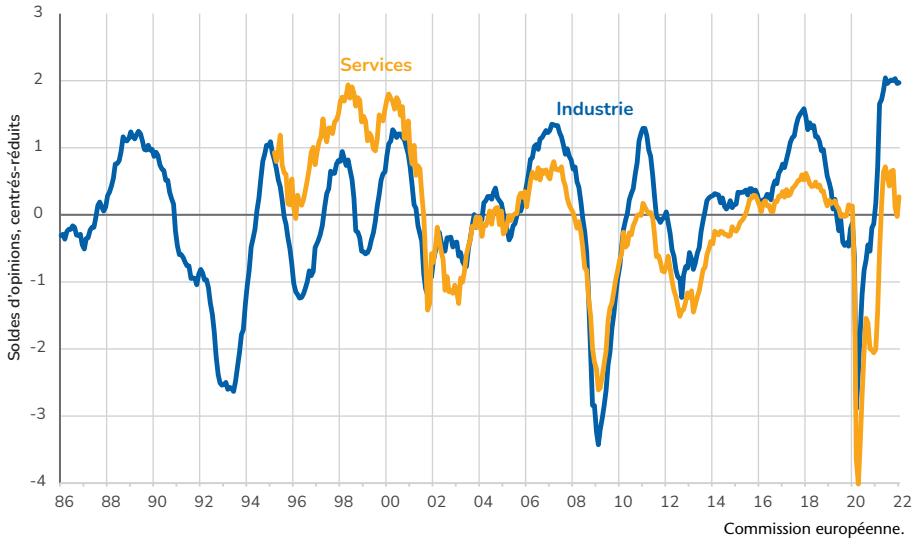
2. Les climats de confiance restent élevés

Après s'être effondrés au printemps 2020 sous l'effet de la chute d'activité provoquée par la mise en place des dispositifs de lutte contre la pandémie de Covid-19, les climats des affaires dans les principales branches des économies de l'Union européenne, à savoir l'industrie et les services, se sont vigoureusement redressés au cours de l'année 2021 pour rejoindre des sommets (graphique 3). La trajectoire du PIB de la zone euro fait écho à cette séquence,

7. Pour plus de détails, voir l'*Étude OFCE*, 01/2022.

avec un recul de l'activité en glissement annuel de 14,5 % au deuxième trimestre 2020 et un rebond de 14,4 % au deuxième trimestre 2021. En fin d'année 2021, le PIB de la zone euro affichait un taux de croissance de 4,6 % par rapport à la fin 2020, confirmant les signaux qualitatifs très positifs délivrés par les enquêtes de conjoncture.

Graphique 3. **Climats des affaires dans la zone euro**



Commission européenne.

2.1. **Les climats des affaires au plus haut dans l'industrie…**

Pour autant, la situation n'est pas uniforme dans toutes les branches. Le redémarrage de l'activité a surtout été le fait de l'industrie, dont le climat des affaires à la fin 2021 est non seulement bien plus favorable que celui des services mais qui est aussi bien plus élevé que tous ses précédents pics historiques. *A contrario*, le climat dans les services est moins exubérant que dans l'industrie et ne dépassait pas en 2021 ses hauts de 1998/2000 au moment de la bulle internet, ni même ceux des reprises de 2006/2007 et de 2017. Même si le rapprochement des données d'enquête avec les données réelles doit être conduit avec précaution[8], les services, dont les activités impliquent davantage d'interactions sociales que celles de l'industrie, ont été davantage

8. Il convient de faire preuve de prudence quant à la signification à accorder aux niveaux atteints par les climats des affaires en période de fluctuations économiques hors normes. En effet, les soldes d'opinions mesurent la diffusion des phénomènes favorables (hausse de la production ou carnets de commande bien garnis par exemple) par rapport aux phénomènes défavorables (baisse de la production ou carnets peu garnis) au sein de la population des entreprises. C'est cet indicateur qui est mis en rapport avec les données quantitatives mesurant l'activité.

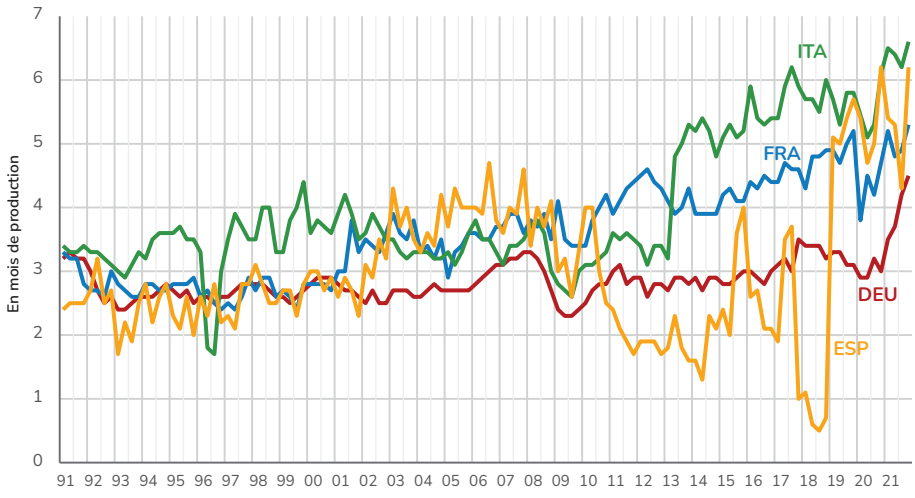
touchés en 2020 par les mesures prophylactiques et ont moins rebondi en 2021 à cause de la persistance de ces dernières. De nouveaux confinements à la fin 2020 et l'apparition du variant Omicron à la fin 2021 ont d'ailleurs entraîné des retournements à la baisse du climat des affaires dans les services, à la différence de l'industrie qui est restée insensible aux vagues successives de la pandémie.

2.2. … tirés par des carnets de commande record

Bloquée par le confinement strict du printemps 2020 pour endiguer la progression du virus, la demande s'est réactivée rapidement après les mesures d'assouplissement des contraintes sanitaires à partir de mai 2020. Les carnets de commande à l'industrie, qui s'étaient dégarnis, se sont alors remplis pour atteindre des niveaux jamais observés depuis plus de trente ans dans les quatre principaux pays de la zone euro (graphique 4).

Les carnets de commandes industrielles, mesurés par l'enquête de conjoncture en mois de production, ont moins réagi à la baisse que le climat des affaires ainsi que la production elle-même en 2020. Provoquée par les confinements qui ont entraîné le blocage momentané de l'activité productive, la récession a été très violente mais aussi très brève. Elle ne résulte pas d'un affaissement prolongé de la demande qui aurait fait tomber et maintenu les carnets de commande à un bas niveau. Les mesures gouvernementales de soutien à l'appareil productif ont également contribué à empêcher l'annulation de commandes.

Graphique 4. **Carnets de commande dans l'industrie**



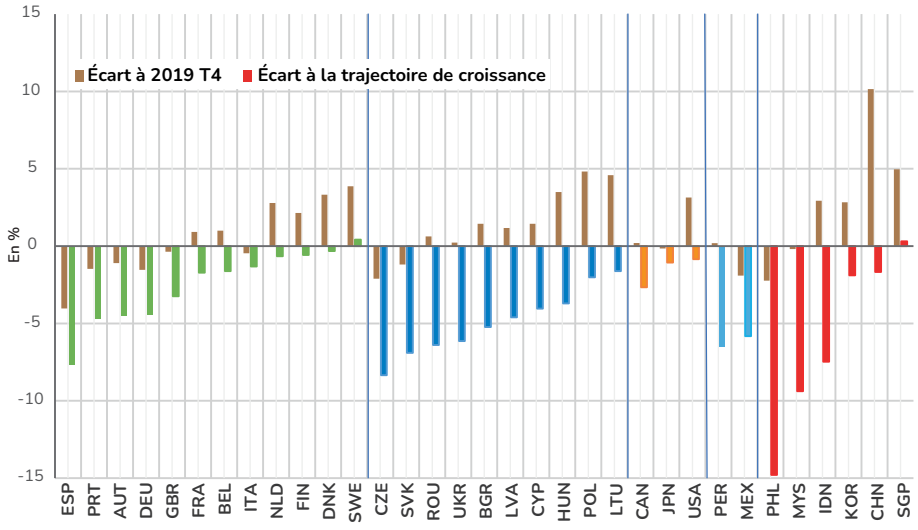
Commission européenne.

C'est donc sur un volume de commandes presqu'intact que s'est superposé le gonflement des carnets sous l'impulsion de la reprise à partir du troisième trimestre 2020. Mais la montée des commandes peut aussi traduire les difficultés de l'appareil productif à honorer dans un premier temps les commandes passées puis dans un second les nouvelles. Les mesures de restrictions sanitaires qui ont subsisté après le grand confinement du printemps 2020 et leurs évolutions au fil des vagues épidémiques qui ont émaillé la seconde moitié de 2020 et l'année 2021 peuvent expliquer pour partie la défaillance de l'offre. Elle provient aussi des pénuries de matières premières et de biens intermédiaires, dont la forte hausse des prix sur les marchés internationaux est le signe incontestable. Face à la paralysie de l'offre, les délais de livraison ne peuvent alors que s'allonger.

2.3. **Un rattrapage incomplet de l'activité**

Les niveaux élevés des climats de confiance au tournant de 2021 et de 2022 ne peuvent cependant pas s'interpréter comme le signe que les effets économiques de la crise sanitaire auraient été totalement effacés. Certes, à la fin de l'année 2021, près des deux tiers des pays qui ont déjà publié leurs comptes nationaux du quatrième trimestre ont retrouvé un niveau de PIB égal ou supérieur à leur niveau pré-crise, c'est-à-dire celui du quatrième trimestre 2019 (graphique 5). Il serait toutefois hâtif d'en conclure que les effets de la crise sur l'activité sont dissipés pour ces pays car en l'absence de pandémie, ces derniers n'auraient pas affiché une croissance nulle au cours des deux

Graphique 5. **Écarts d'activité au quatrième trimestre 2021**



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

dernières années. Il est préférable d'évaluer la situation des pays au regard d'une trajectoire contrefactuelle, c'est-à-dire d'une trajectoire qui se serait déroulée en l'absence de pandémie. Pour déterminer cette situation contrefactuelle, nous nous sommes appuyés sur les prévisions du FMI élaborées en octobre 2019 pour l'année 2020, prolongées par les estimations de la croissance potentielle pour l'année 2021 faites par cette même institution[9].

Au quatrième trimestre 2021, quasiment tous les pays accusent encore un niveau de PIB inférieur à celui correspondant à la trajectoire de référence. Mais les situations ne sont pas homogènes entre zones et entre pays au sein de chaque zone. En particulier, les écarts d'activité au quatrième trimestre 2021 restent conséquents dans les pays asiatiques où la croissance tendancielle est sensiblement plus élevée qu'ailleurs. À l'exception de Singapour, tous ces pays affichent des pertes à la fin 2021. La Chine, premier pays touché par le coronavirus est aussi le pays où l'activité a repris le plus rapidement si bien qu'au quatrième trimestre 2021, le PIB chinois était 10,2 % au-dessus de son niveau du quatrième trimestre 2019, mais restait inférieur au niveau qu'il aurait atteint si la croissance avait suivi sa trajectoire tendancielle en 2020 et 2021. Cette offre amoindrie n'est pas sans conséquence sur le fonctionnement des économies développées qui sont leurs clientes car elle contribue à la rupture des chaînes d'approvisionnement en biens intermédiaires et en produits semi-finis provenant des pays asiatiques.

3. Les finances publiques heurtées par la crise

Au-delà de l'effet sur le PIB, le choc économique produit par la pandémie de Covid-19 a engendré une baisse considérable de revenu[10]. Au cours des sept trimestres qui ont suivi le début de la crise, la baisse cumulée de revenu global (en valeur) représente, pour les principaux pays, entre 5 points de PIB annuel en Allemagne et 14 points en Espagne (7 points en France). Au sein des pays développés, les États-Unis font exception avec une amélioration du revenu sur cette période de 3 points de PIB annuel.

9. L'OFCE (ou d'autres instituts comme l'OCDE) ne réalisant des prévisions que sur les principaux pays de chaque continent et sur les zones agrégées, nous avons retenu les prévisions du FMI qui sont plus détaillées. Il convient par ailleurs pour cet exercice d'homogénéiser les biais de prévision et donc de ne retenir qu'une source unique. En ce qui concerne les pays pour lesquels le FMI ne donne pas d'estimation de la croissance potentielle, nous avons inscrit en 2021 nos propres estimations, basées sur l'extrapolation des tendances passées des PIB.

10. Le revenu disponible brut (RDB) mesure, pour chaque secteur institutionnel, le solde du compte de revenu, c'est-à-dire le revenu qui reste après la valeur ajoutée une fois payés et reçus les salaires, les impôts et cotisations, les prestations, les dividendes, les intérêts… Il en résulte un RDB pour chaque secteur institutionnel dont la somme correspond au RDB de l'économie nationale. Ce RDB est donc disponible pour la consommation finale et l'épargne.

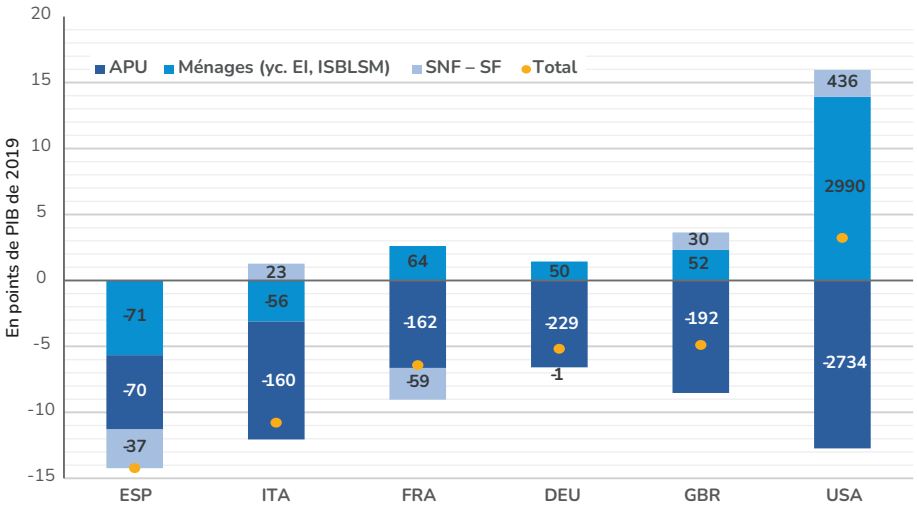
3.1. **Des comptes d'agents privés positifs…**

Le choc sur les revenus est très différent selon les agents économiques et a été en grande partie absorbé par les administrations publiques (APU), en raison à la fois des mesures d'urgence prises et des stabilisateurs automatiques, réduisant significativement les effets de la crise sur les comptes des ménages et des entreprises (graphique 6). Les APU ont, sur la période, absorbé plus que la totalité du choc aux États-Unis ainsi qu'au Royaume-Uni, mais dans une moindre mesure. Avec une perte de revenu des APU de 12,7 % du PIB aux États-Unis et 8 % au Royaume-Uni, les différentes mesures d'aides ainsi que les plans de relance ont permis aux agents privés de stabiliser, voire d'augmenter leur revenu disponible, en particulier aux États-Unis où le revenu des ménages s'est fortement accru (+13 points de PIB sur la période). Dans les pays européens, la situation est un peu plus contrastée puisqu'en Allemagne et en France, les ménages ont vu leur revenu nominal augmenter tandis que les entreprises ont supporté une partie des coûts liés à la crise, ce coût étant toutefois quasiment nul outre-Rhin. En Italie, seules les entreprises ont vu leur revenu disponible augmenter sur la période, les ménages encaissant une perte de revenu de l'ordre de 3 points de PIB. Enfin, en Espagne, tous les agents économiques voient leur situation se dégrader, les ménages subissant une perte de revenu de près de 6 points de PIB, équivalente à celle des APU. Les données du quatrième trimestre, disponibles pour la France, ne modifient pas ce constat et confirment que sur l'ensemble des deux années 2020 et 2021, le choc a été absorbé par les administrations publiques[11].

Il en résulte que la sur-épargne accumulée par les ménages depuis le début de la crise de la Covid-19 est très conséquente dans tous les grands pays de l'OCDE. L'utilisation ou non de cette « épargne Covid » pour financer de nouvelles dépenses va être déterminante pour la trajectoire de croissance dans les trimestres et années à venir. Cette sur-épargne peut être évaluée en comparant les montants épargnés sur les trimestres de 2020 et 2021 (7 ou 8 trimestres selon la disponibilité des données de comptabilité nationale) au niveau de l'épargne sur l'ensemble de l'année 2019. En France, les ménages auraient épargné 166 milliards d'euros au cours des 7 trimestres suivant le début de la pandémie (graphique 7). Du côté des pays européens, l'épargne accumulée sur presque deux ans a représenté entre 61 milliards en Espagne à 227 milliards de livres au Royaume-Uni, soit entre 9 % et 14 % du revenu disponible des ménages de 2019. Aux États-Unis, près de 2 639 milliards de dollars ont été épargnés (soit plus de 16 % du revenu disponible).

11. Voir l'encadré 1 dans l'*Étude OFCE*, 01/2022..

Graphique 6. **Pertes de revenu disponible cumulées par agent en fin d'année 2021***

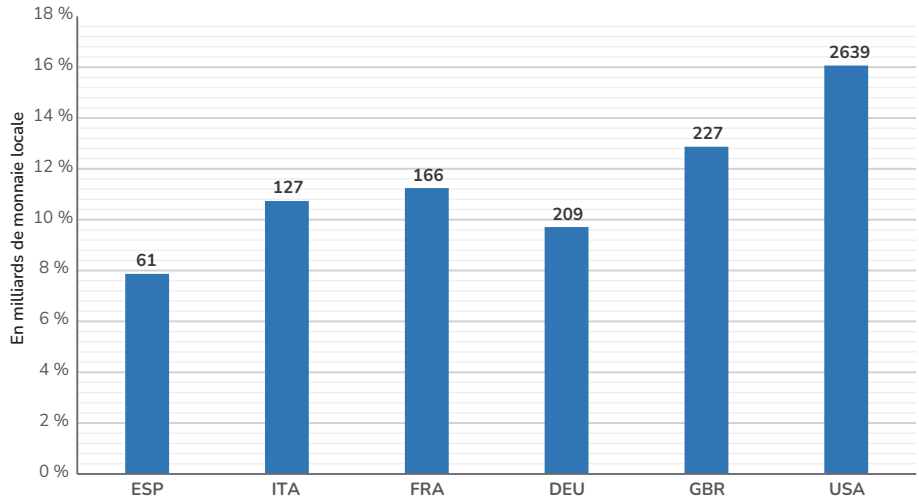


En Espagne, à la fin du 3e trimestre 2021, notre évaluation des pertes de revenus liées à la crise sanitaire s'élève à 14,2 points de PIB de 2019 ; cette perte correspond à 178 milliards d'euros de revenus perdus dont 40 % ont été supportés par les administrations publiques (70 milliards) tandis que les entreprises et ménages espagnols ont accusé une perte de respectivement 71 et 37 milliards d'euros.

* Les montants sont exprimés en milliards d'unités monétaires locales.

Comptabilités nationales, comptes d'agents trimestriels au troisième trimestre 2021, calculs OFCE.

Graphique 7. **Évaluation de l'« épargne-covid » au troisième trimestre 2021**



L'épargne est exprimée en points de revenu disponible annuel (échelle de gauche) et en milliards d'unités monétaires nationales (au-dessus des barres de l'histogramme).

Comptabilités nationales, calculs OFCE.

3.2. … au prix d'une dégradation des finances publiques

En contrepartie des mesures de soutien au revenu des ménages ou des entreprises, les finances publiques des pays de l'OCDE ont connu une forte dégradation[12]. La dynamique budgétaire de chacun de ces pays depuis le début de la crise sanitaire de la Covid-19 indique que tous les pays affichent une dégradation de leur solde public de grande ampleur et selon des séquences similaires[13]. La baisse du solde public entre la fin 2019 et le troisième trimestre 2021 est comprise entre 5,4 points de PIB en France et 7,8 points de PIB au Royaume-Uni. Si l'on se focalise sur le point bas du premier trimestre 2021[14] dans tous les pays, la chute du solde public s'étale entre 6,9 points de PIB en France et 13,5 points de PIB au Royaume-Uni.

Au sein de la zone euro, les variations de déficit public sont relativement proches, bien qu'un peu plus dégradées pour l'Espagne et l'Italie, surtout entre fin 2019 et début 2021, en raison d'un recul de l'activité plus important dans ces deux pays que dans la moyenne des pays de la zone euro. Les variations de déficit sont très proches en France et en Allemagne, cette dernière se distinguant des autres pays par un faible niveau de déficit au troisième trimestre 2021 (proche de 4 %) grâce à un solde public largement excédentaire avant la crise.

En revanche, les trajectoires de dette publique sont beaucoup plus hétérogènes en raison d'abord des différences de niveau de déficit mais aussi de la dynamique du PIB et des prix depuis le début de la crise. La dette publique a augmenté, entre la fin 2019 et le troisième trimestre 2021, de moins de 10 points de PIB en Allemagne contre une fourchette comprise entre 20 et 25 points en Espagne, aux États-Unis, en Italie et au Royaume-Uni (tableau 1). En France, elle a augmenté de 17 points de PIB, soit légèrement plus que la moyenne de la zone euro (13 points) mais moins que dans les quatre pays cités précédemment. Ces différences d'augmentation de dette liée à la pandémie de Covid-19 et à sa réponse budgétaire accentuent l'hétérogénéité des situations financières des États au sein de la zone euro, avec d'un côté l'Allemagne qui affiche une dette publique de 69 % du PIB au troisième trimestre 2021 et de l'autre l'Italie dont la dette atteint près de 157 % du PIB.

12. Au-delà des mesures d'urgence et de relance, l'augmentation des déficits résulte aussi de la baisse d'activité et des stabilisateurs automatiques.
13. Nous reconstituons un déficit public trimestriel en moyenne mobile sur 4 trimestres. Le déficit public du dernier trimestre de l'année en moyenne mobile correspond à la valeur du déficit public annuel.
14. Ce point bas correspond à la moyenne mobile allant du deuxième trimestre 2020 au premier trimestre 2021 qui sont les trimestres où l'activité était la plus impactée et les mesures d'urgence les plus importantes.

Tableau 1. **Dette publique trimestrielle au sens de Maastricht (sauf pour les États-Unis*)**

En points de PIB, mm4

	4e trimestre 2019	3e trimestre 2021	Variation sur la période
Allemagne	60,2	69,4	9,2
Espagne	97,5	122,5	25,0
France	98,5	115,9	17,4
Italie	136,0	156,7	20,7
Zone euro	85,2	98,3	13,1
Royaume-Uni	83,2	102,9	19,7
États-Unis*	106,8	131,1	24,2

** Pour les États-Unis, la dette publique correspond au passif financier.*
Eurostat, comptes nationaux, calculs OFCE.

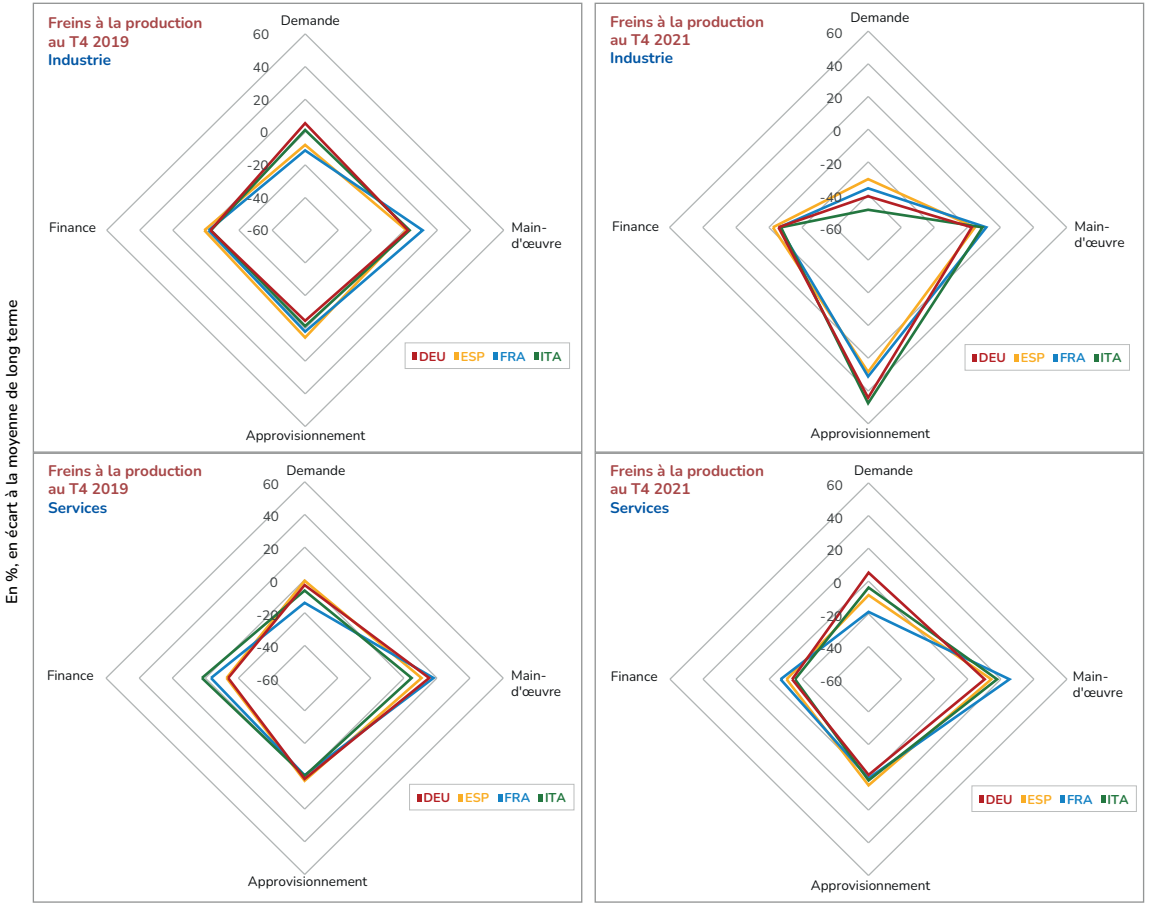
4. Contraintes d'approvisionnement : hautes tensions

Le processus de retour des PIB vers leur niveau de référence contrefactuel s'accompagne d'un regain notable des tensions. Celles-ci se manifestent par un puissant rebond de l'inflation, porté depuis un an par la hausse du cours des matières premières au premier rang desquelles le pétrole, mais aussi possiblement par la raréfaction des ressources productives, à savoir les difficultés de recrutement et les difficultés d'approvisionnement.

Les enquêtes de conjoncture publiées par la Commission européenne apportent un éclairage aux phénomènes à l'œuvre dans les pays industrialisés, sur l'exemple des grands pays de la zone euro. À partir des déclarations trimestrielles par les entreprises des facteurs limitant leur production, il ressort que les pénuries de matériel et/ou d'équipement sont majoritairement citées comme frein à la production dans l'industrie au quatrième trimestre 2021 (graphique 8). Le retard d'activité en Asie et en Amérique latine constaté plus haut fait d'ailleurs écho aux difficultés d'approvisionnement déclarées par les entreprises européennes. En proportion du total des entreprises industrielles ayant cité au moins un frein, la composante « travail » n'enregistre pas d'évolution notable en deux ans, ce qui montre que les pénuries de main-d'œuvre, même si elles se sont accentuées, ne jouent pas un rôle majeur dans le freinage de la reprise, gouverné par les problèmes d'approvisionnement[15].

15. Pour une analyse plus détaillée de la situation sur le marché du travail, voir l'*Étude OFCE*, 01/2022.

Graphique 8. **Part des entreprises ayant déclaré un frein à la production***



** Chaque trimestre, dans le cadre de l'enquête de conjoncture européenne, les entreprises sont interrogées sur leurs freins à la production, à savoir l'insuffisance de la demande, l'insuffisance de main-d'œuvre, les pénuries de matériel et/ou d'équipement, les difficultés financières et les raisons autres. L'enquête indique pour chaque item la proportion d'entreprises ayant cité ce facteur. Les entreprises pouvant citer plusieurs freins simultanément, on a ramené chaque proportion à leur somme, en excluant l'item « autres » du total. Enfin, ces proportions sont centrées pour éliminer les biais propres à chaque économie.*

Commission européenne, calculs OFCE.

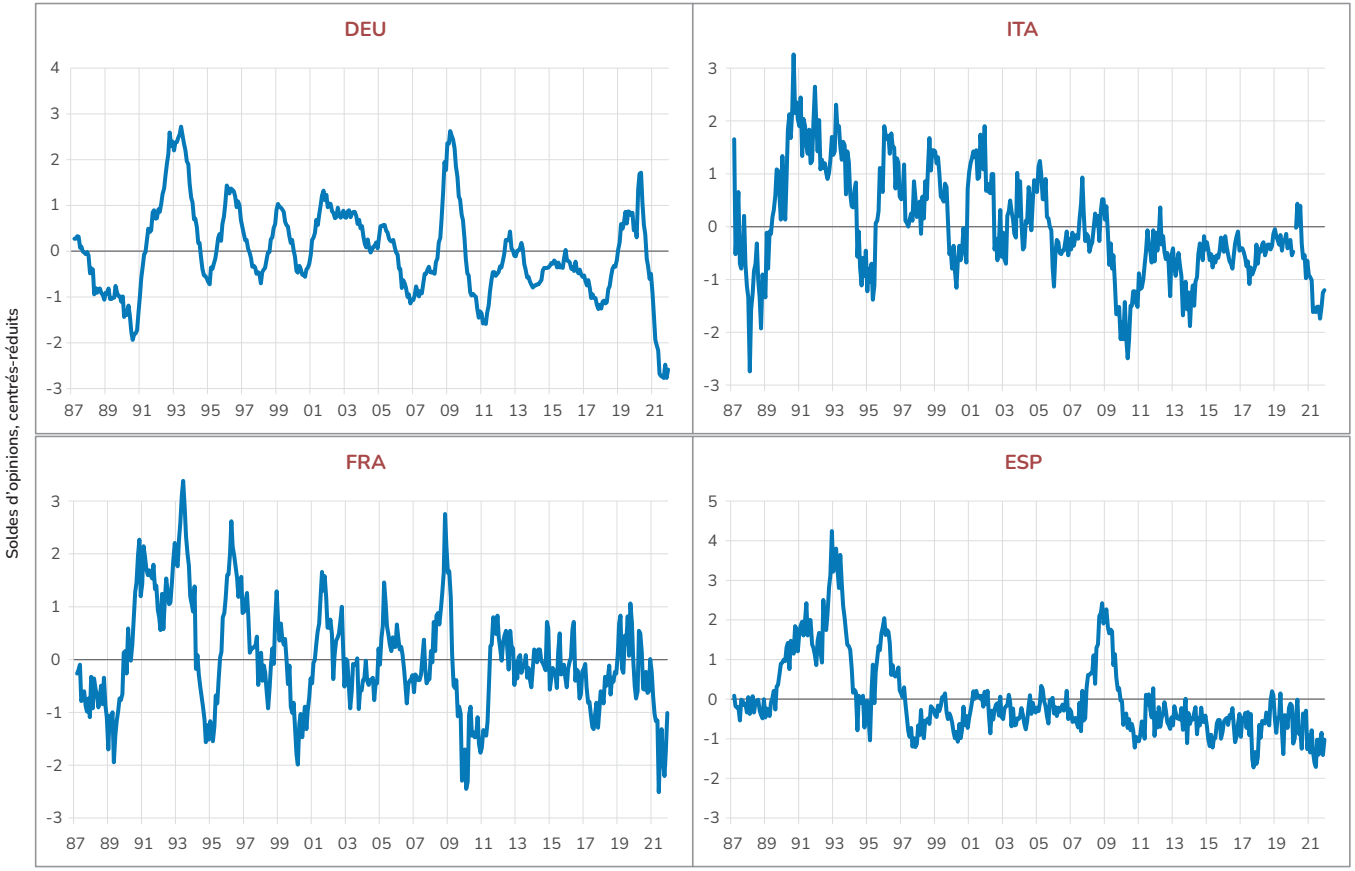
Le frein « demande » quant à lui est bien moins souvent cité à la fin 2021 qu'à la fin 2020. Les difficultés rencontrées actuellement par les économies pour poursuivre leur rattrapage proviennent donc de contraintes d'offre et non pas de contraintes de solvabilité de la demande au vu du volant d'épargne accumulée par les ménages depuis deux ans. Les difficultés d'offre peuvent expliquer le recul du PIB dans les pays germaniques au quatrième trimestre 2021 (-0,7 % en Allemagne et -2,2 % en Autriche), quand les autres grands pays de la zone euro où l'industrie est moins prédominante, affichent des taux de croissance positifs (+0,7 % en France, +2 % en Espagne et +0,6 % en Italie).

Le secteur des services apparaît logiquement moins touché que l'industrie par les pénuries car l'activité y a été moins dynamique à cause du maintien des mesures prophylactiques au fil des vagues épidémiques et parce qu'elle dépend peu des approvisionnements. La structure des freins à la production est en effet assez stable entre la fin 2019 et la fin 2021 et montre toujours la prédominance par nature d'une main-d'œuvre intensive dans ces activité.

Pour satisfaire leurs commandes dans un contexte de pénurie grandissante, les entreprises industrielles sont contraintes de puiser dans leurs stocks de produits finis. Ainsi dans l'enquête de conjoncture européenne, elles sont de plus en plus nombreuses à juger leurs stocks inférieurs à la normale (graphique 9). En Allemagne, le jugement sur les stocks a atteint à la fin de l'année 2021 un creux historique. Dans les autres pays de la zone euro, la situation est moins tendue mais les stocks sont également jugés très bas en regard de la normale.

La lecture de cet indicateur à l'heure actuelle n'est toutefois pas sans ambiguïté. L'opinion sur les stocks est habituellement contracyclique : elle s'élève en phase de ralentissement ou de récession de l'économie car les entreprises industrielles, voyant leurs débouchés se tarir, mettent leur production en stocks qui dès lors sont jugés supérieurs à la normale. Cependant, la situation constatée actuellement n'est pas forcément impliquée par ce mécanisme car elle est incompatible avec le ralentissement du PIB en zone euro au quatrième trimestre 2021, et même sa baisse en Allemagne et en Autriche. Comme on l'a vu plus haut, il semble que le freinage de la production par les pénuries d'approvisionnement contraigne les entreprises au déstockage. Une fois le fonctionnement des marchés internationaux de matières premières et de produits semi-finis revenu à la normale, ce qui lèvera l'hypothèque précédente, cette situation d'insuffisance de stocks constatée aujourd'hui sera porteuse d'un rebond de la croissance.

Graphique 9. **Opinion des industriels sur leurs stocks de produits finis***



* Un solde d'opinions élevé (resp. bas) traduit un volume de stocks déclaré à l'enquête supérieur (resp. inférieur) à la normale. L'Italie n'a pas réalisé d'enquête de conjoncture en mars 2020.

Commission européenne.

4.1. **La situation du fret : sous tensions**

Les difficultés d'approvisionnement sont pour partie liées aux conditions de transport par voies maritimes. En effet, la reprise du commerce mondial de marchandises, alors que l'activité restait soumise aux vagues de Covid-19 à l'échelle mondiale, a conduit à de fortes tensions sur le fret maritime. On dispose de peu d'informations sur l'évolution des volumes de fret à un échelon infra-annuel. Mais dans son rapport sur le transport maritime publié en décembre 2021, la CNUCED[16] estime que le commerce maritime à l'échelle mondiale pourrait n'avoir augmenté que de 4,3 % en 2021, soit une hausse très en deçà de celle des flux de marchandises. Ce décalage est à l'origine de tensions, clairement visibles sur les coûts du fret maritime, qui ont connu une hausse dès la fin de l'année 2020, amplifiée jusqu'à l'été 2021 et qui ont contribué à la poussée inflationniste (voir *infra*). Les routes maritimes les plus concernées sont celles partant de Chine vers la côte ouest des États-Unis. La reprise mondiale s'est en effet caractérisée par une forte hausse de la consommation de biens relativement à celle des services. C'est en particulier le cas aux États-Unis où la consommation de biens est supérieure de 25 % au niveau de fin 2019 contre seulement 1,8 % pour la consommation de services[17]. Selon la Banque d'Angleterre, les tensions sur l'offre, évaluées sur la base des indicateurs mensuels des directeurs d'achat (PMI), se sont fortement accentuées de l'été 2020 à l'automne 2021 dans les grandes économies industrialisées à cause de l'allongement des délais de livraison, du faible niveau des stocks, de la hausse du prix des inputs, etc[18].

4.2. **La Chine et la stratégie du « zéroCovid »**

Ces tensions sur le coût du transport maritime et l'allongement des délais de livraison pourraient avoir été exacerbés par la gestion de la crise sanitaire chinoise. En effet, ce pays, qui joue un rôle prépondérant dans les chaînes d'approvisionnement mondial a adopté, depuis le début de la crise, une stratégie dite du « zéroCovid » qui consiste à tester un maximum de personnes, à isoler rigoureusement les personnes atteintes et leurs cas contacts, à confiner strictement les zones (quartiers, villes ou régions) où des cas ont été détectés en imposant des dépistages massifs, à fermer les frontières de la Chine et à mettre en quarantaine rigoureuse pendant trois semaines les rares personnes autorisées à arriver de l'étranger. Sur le plan économique, la stratégie chinoise a un coût. Le confinement strict peut aboutir à stopper totalement l'activité de certaines villes, de certains ports ou de certaines entreprises, ce qui rompt

16. CNUCED, *Review of maritime transport 2021*, décembre 2021.
17. Fin 2021, la part de la consommation de biens dans l'ensemble de la consommation des ménages représentait 3,5 points de plus qu'en 2019.
18. Banque d'Angleterre, *Monetary Policy Report*, février 2022.

les chaînes de production et peut créer des pénuries mondiales de produits de consommation (jouets, textiles, ...) ou de produits intermédiaires (minerais, composantes pharmaceutiques, électronique...). Par exemple, la Chine a mis en place un confinement total de la ville de Xian (13 millions d'habitants) du 22 décembre 2021 au 14 janvier 2022 (il y aurait eu 2 000 personnes contaminées). Des foyers sont apparus à Pékin. Depuis début janvier, plusieurs villes portuaires ont été touchées par le variant Omicron : Dalian, Shenzhen, Ningbo ainsi que la ville industrielle et portuaire de Tianjin (ce qui a obligé Toyota et Volkswagen à réduire la production de leurs usines dans cette ville). Cette situation a contribué à la rupture des chaînes d'approvisionnement.

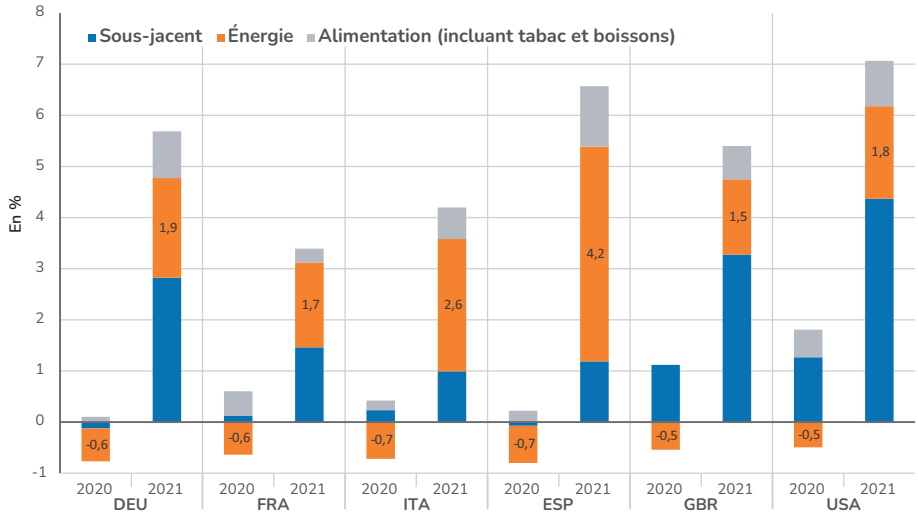
Les Chinois ont réussi jusqu'à présent à contenir l'arrivée des variants en renforçant les contrôles ou en prenant de nouvelles mesures, comme l'interdiction du débarquement à terre du personnel travaillant sur les bateaux de transport de marchandises. Omicron représente une épée de Damoclès pour les autorités chinoises. Beaucoup plus transmissible que les précédents, mais moins dangereux, il pourrait remettre en cause la stratégie du « zéroCovid », impraticable si le nombre de personnes infectées devient trop important. La stratégie suppose en effet que chaque cas détecté induise le strict confinement d'un quartier, voire d'une ville. La stratégie pourrait alors évoluer, selon l'exemple de Shanghai, où un confinement plus circonscrit a été mis en place de façon très ponctuelle tandis que les travailleurs essentiels des entreprises étaient placés dans des bulles (tests, puis isolement dans des quartiers réservés). Cette évolution de la gestion de l'épidémie en Chine pourrait permettre un reflux des tensions sur les approvisionnements.

5. Regain d'inflation

La flambée des matières premières énergétiques – notamment le pétrole et le gaz – sous l'effet de la reprise économique mondiale a largement nourri l'inflation fin 2021-début 2022. Pondérée par la part de l'énergie dans la consommation des ménages, la progression de l'IPCH énergie entre décembre 2020 et décembre 2021 est à l'origine de 1,7 point d'inflation supplémentaire en France, et jusqu'à 4,2 points en Espagne (graphique 10). La composante énergétique a ainsi contribué à hauteur de 34 % à l'inflation en Allemagne, 49 % en France, 62 % en Italie et 64 % en Espagne. En Allemagne, l'aller-retour des contributions de l'inflation sous-jacente entre 2020 (-0,1 point) et 2021 (+2,8 points) vient en répercussion de la baisse de 3 points du taux normal de TVA entre le 1er juillet 2020 et le 31 décembre 2020. Au Royaume-Uni et aux États-Unis, deux pays producteurs de pétrole

et de gaz, la composante énergétique de l'inflation s'est révélée plus faible qu'en Europe continentale. En revanche, on note une très forte poussée de l'inflation sous-jacente dans les deux pays en 2021 qui contribue fortement au regain d'inflation.

Graphique 10. **Décomposition de la variation des prix à la consommation, décembre 2019-décembre 2020 et décembre 2020-décembre 2021***



En Allemagne, l'inflation observée entre décembre 2020 et décembre 2021 atteint 5,7 %, avec une part de 34 % (1,9/5,7) liée à l'augmentation des prix énergétiques.

**Pour les États-Unis, la composante alimentation ne prend pas en compte les boissons et le tabac, qui sont donc inclus dans le sous-jacent.*

Eurostat, ONS, Bureau of Labor Statistics, calculs OFCE.

5.1. **Le marché du pétrole : un risque d'emballement ?**

En février 2022, le prix du baril de Brent s'est établi en moyenne à 97 dollars, en hausse de 56 % sur un an et de 44 % depuis décembre 2019, après une chute spectaculaire au deuxième trimestre 2020[19]. L'offre reste déficitaire et les stocks sont inférieurs à leur moyenne observée entre 2015 et 2019. Le différentiel entre offre et demande s'établit ainsi à 1,6 Mbj au quatrième trimestre 2021. L'invasion de l'Ukraine par la Russie engagée le 24 février 2022 fait craindre de sévères répercussions sur le marché du pétrole. Alors que l'offre était déjà déficitaire et les stocks inférieurs à leur moyenne observée entre 2015 et 2019, les tensions géopolitiques ont ajouté une prime de risque estimée à 10-15 dollars, ce qui a conduit le prix à se rapprocher de la barre des 100 dollars. La précipitation des événements ouvre désormais un champ des possibles difficilement quantifiable (encadré).

19. Voir C. Antonin, 2020 : « Pétrole : chronique d'un effondrement », *OFCE Policy brief*, n° 68, 8 mai.

Encadré. **Conflit Russie-Ukraine : une flambée des prix en perspective ?**

La Russie est l'un des principaux exportateurs mondiaux sur plusieurs marchés : en 2020, elle représente 19 % des exportations mondiales de gaz naturel et de blé, 12,5 % des exportations de pétrole, 9,5 % des exportations d'aluminium et 9 % des exportations de cuivre. Au vu de cette importance, le déclenchement des hostilités entre la Russie et l'Ukraine le 24 février fait craindre des tensions supplémentaires subordonnées à un risque de rupture d'approvisionnement sur ces marchés. De plus, les sanctions américaines et européennes envers la Russie décidées après l'engagement militaire touchent soit directement les exportations russes *via* des embargos ciblés (exportations de produits technologiques dans les secteurs de l'aéronautique et de la défense, technologies de raffinage de l'industrie pétrolière…), soit indirectement *via* l'infrastructure de paiements (interdiction faite aux institutions financières d'effectuer des transactions avec les banques russes, gel d'avoirs russes dans les banques étrangères, voire exclusion de la Russie du système interbancaire SWIFT).

En cas de sanctions « dures », la Russie se retrouverait, à l'instar de l'Iran, dans l'incapacité d'exporter ses matières premières vers les pays occidentaux, ce qui la priverait d'un débouché majeur. Elle pourrait éventuellement exporter une partie de sa production vers des pays tiers (Inde, Chine) avec une décote, mais ce débouché serait trop limité pour lui permettre de maintenir son niveau d'exportation actuel. La Russie pourrait également adopter une attitude offensive en ripostant aux sanctions et en limitant ses exportations – notamment de gaz naturel – vers l'Europe, ce qui pénaliserait les pays les plus dépendants du gaz russe ; rappelons que la Russie fournit en moyenne 38 % des importations de gaz de l'Union européenne.

Cinq marchés sont particulièrement soumis au risque d'une pénurie d'offre : le pétrole, le gaz naturel, le cuivre, l'aluminium et le blé. Sur le marché du pétrole, il existe déjà un déficit d'offre. En outre, depuis début février 2022, les marchés semblaient avoir intégré une prime de risque de 10-15 dollars liée au risque de conflit entre l'Ukraine et la Russie ; le conflit étant maintenant engagé, certains considèrent que le cours du Brent pourrait monter à 120 dollars. En effet, la Russie est le troisième producteur mondial de pétrole brut avec une production moyenne de 10,5 Mbj en 2020 (soit plus de 10 % de l'offre totale). L'Europe – notamment l'Allemagne, les Pays-Bas et la Pologne – représente 48 % des débouchés à l'exportation du pétrole et des condensats russes. Quant à l'Asie et l'Océanie, elles représentent 42 % des débouchés, la Chine étant le plus grand pays importateur de pétrole brut russe (31 % du total).

Sur le marché du gaz naturel, la Russie représente 17 % de la production mondiale en 2020. Les flux de gaz de la Russie vers l'Europe occidentale *via* le gazoduc Yamal ont progressivement diminué fin 2021, entraînant une flambée du prix du gaz en Europe. Dans le cas où les approvisionnements en gaz de la Russie vers l'Europe se tariraient, les producteurs de gaz américains pourraient

fournir à l'Europe du gaz naturel liquéfié mais sans pouvoir compenser la pénurie d'offre de gaz russe. En outre, la demande européenne serait en concurrence avec la demande asiatique, ce qui exercerait une forte pression sur les prix.

Pour les métaux industriels, la Russie joue également un rôle stratégique. Sur le marché du cuivre, l'Asie et l'Europe sont ses principaux clients. Or, la demande de cuivre croît très vivement, ce dernier étant utilisé dans les véhicules électriques, les parcs éoliens, les panneaux solaires et le réseau électrique. Les sanctions prises à l'encontre de la Russie devraient entraîner un resserrement de l'offre et une nouvelle hausse des prix à court terme. Sur le marché de l'aluminium, la Russie représente environ 6 % de l'offre mondiale, et toute sanction imposée à l'économie russe pourrait également entraîner un choc d'offre.

Enfin, sur le marché des matières premières agricoles, la Russie est le premier exportateur mondial de blé, l'Ukraine étant également un fournisseur majeur. À eux deux, ces pays représentent 29 % du commerce mondial de cette denrée de base. Le conflit militaire, s'il se prolongeait, perturberait les échanges et pourrait rendre une partie du blé indisponible. Comme la demande de blé est très inélastique aux prix, ces derniers pourraient doubler. En outre, la Russie est un gros producteur d'urée et de potasse, composants essentiels des engrais. Un embargo sur ce type d'exportations renchérirait encore les prix des céréales.

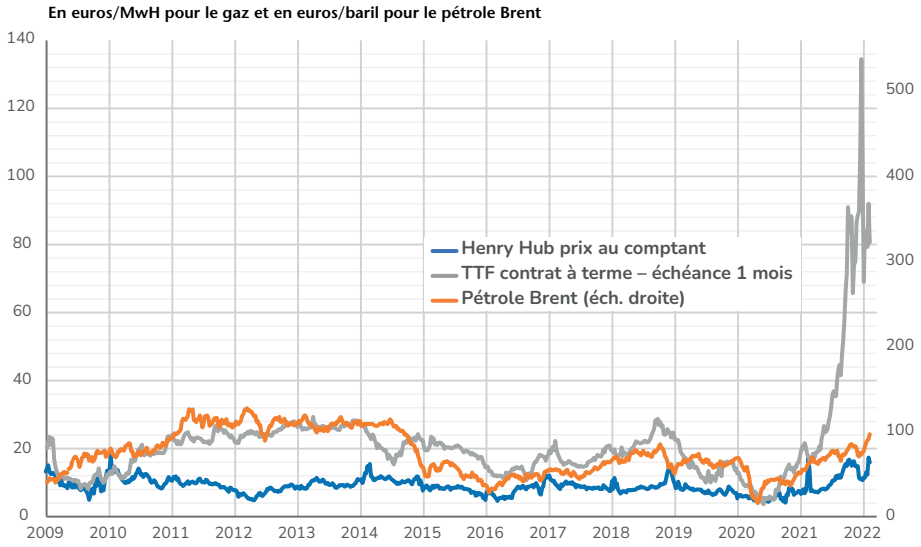
5.2. **Les prix du gaz européen en forte hausse…**

Outre le prix du pétrole, la flambée actuelle des prix de l'énergie est aussi marquée par une forte augmentation du prix du gaz, notamment en Europe. La régionalisation des marchés du gaz explique les évolutions divergentes de prix entre les marchés européen et nord-américain, divergence qui a été exacerbée fin 2021. S'ils sont restés modérés sur le marché régional d'Amérique du Nord grâce à l'exploitation du gaz de schiste depuis le début des années 2010, les prix du gaz naturel ont explosé en Europe : le contrat hollandais TTF[20] à un mois a vu son prix multiplié par près de six entre décembre 2020 et décembre 2021, atteignant 97,40 euros/MwH, après plus d'une décennie de stabilité. Le graphique 11 montre l'évolution du prix du gaz naturel sur les marchés américain (Henry Hub) et européen, ainsi que l'évolution du prix du baril de pétrole Brent. Il ressort que ce rapport est longtemps resté en faveur du gaz naturel, jusqu'à l'été 2021. Au deuxième semestre 2021, le pétrole est devenu plus attractif que le gaz, même si la situation paraît assez incertaine début 2022.

20. L'indice Henry Hub est le principal indice de référence pour le marché du gaz américain. En Europe, le plus grand hub gazier est le Title Transfer Facility (TTF) situé aux Pays-Bas : il compte le plus grand nombre de participants et négocie la plus large gamme et le plus grand volume de produits.

Par ailleurs, la relation déjà tendue avant le déclenchement du conflit en Ukraine entre les pays occidentaux et la Russie, cette dernière représentant 38 % des importations européennes en 2019, a dopé les cours du gaz : en raison du conflit latent entre la Russie et l'Ukraine jusqu'à l'entrée en guerre le 24 février 2022, Bruxelles avait suspendu l'approbation du gazoduc Nord Stream 2 en octobre 2021 et la Russie avait rétorqué en limitant les approvisionnements de l'Europe en gaz naturel. Cette hausse des prix de gros du gaz naturel a conduit les acheteurs à se reporter sur le marché du carbone. Sous l'effet de ce report, d'un hiver froid et de la faible disponibilité de l'énergie éolienne, les prix à terme ont quasiment triplé entre début 2021 et début 2022, atteignant 90 euros la tonne sur le principal marché d'échanges des quotas d'émission européens de carbone (EUA)[21].

Graphique 11. **Principaux indices sur les marchés gaziers de gré à gré d'Europe et d'Amérique du Nord et prix du pétrole Brent**



L'échelle du graphique s'appuie sur la parité thermique qui énonce qu'un baril de pétrole équivaut à 1,71 mégawatt heure. À contenu énergétique équivalent, le prix du baril de Brent devrait ainsi être égal à 1,7 fois le prix du gaz naturel exprimé en MWh : lorsque la courbe de prix du pétrole est en dessous de la courbe du prix du gaz, cela signifie que le pétrole est meilleur marché (et inversement).

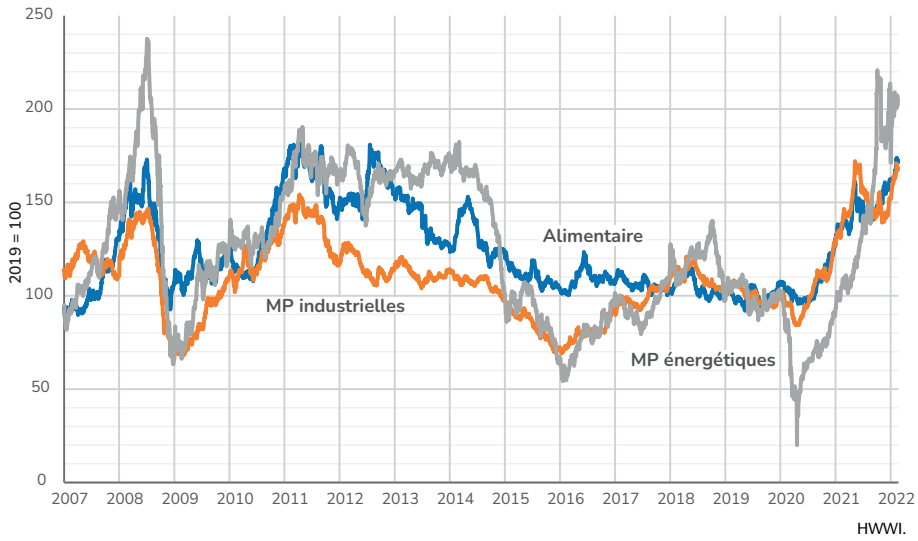
Refinitiv Eikon Datastream.

21. Sur ce marché, chaque quota donne droit aux pollueurs d'émettre une tonne métrique (mt) de dioxyde de carbone.

5.3. **Le marché mondial des matières premières alimentaires et industrielles au plus haut**

Entre janvier 2021 et janvier 2022, le prix des matières premières alimentaires a crû de 21 %, et celui des matières premières industrielles de 20 % (graphique 12), avec une hausse de 32 % pour les produits agricoles non alimentaires – atteignant un niveau record depuis que l'indicateur existe – et de 39 % pour les métaux non ferreux. Les hausses sont très marquées sur certains marchés comme l'aluminium, le cuivre ou l'étain. L'emballement des cours s'explique par la conjonction de trois facteurs : la flambée des prix de l'énergie, la flambée des prix du transport et la crise agricole.

Graphique 12. **Indices de Hambourg du prix des matières premières**

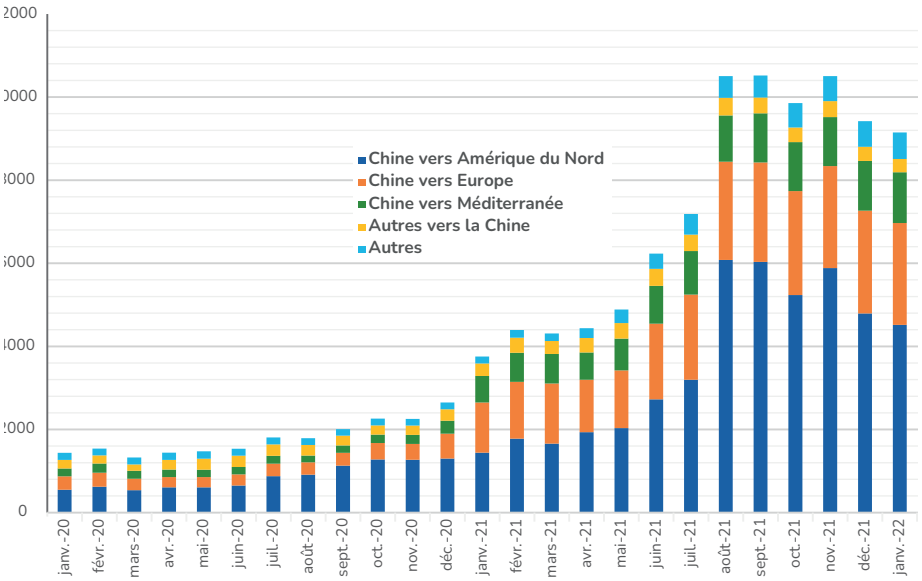


Premièrement, il existe des interactions entre les prix de l'énergie – notamment le pétrole – et les prix des matières premières agricoles dont la production est consommatrice d'énergie (voir par exemple Baffes, 2007[22]). Deuxièmement, la flambée des coûts du transport s'illustre dans la situation du fret maritime. Les coûts de transport sur les routes maritimes de l'Asie et de la Chine vers l'Europe et la Méditerranée ainsi que vers les États-Unis ont

22. J. Baffes, 2007, « Oil spills on other commodities », *Policy Research Working Paper Series*, n° 4333, The World Bank. Dans cet article, Baffes montre la répercussion des mouvements des prix du pétrole brut sur 35 produits primaires à partir d'une forme réduite sur la période 1960-2005. Il conclut que l'élasticité de l'indice global des matières premières hors énergie aux prix du pétrole brut serait de 0,16, autrement dit qu'une augmentation de 10 % du prix du pétrole brut entraînerait une augmentation de 1,6 % de l'indice des prix des produits de base hors énergie à long terme.

enregistré une hausse particulièrement forte depuis le second semestre de l'année 2021 : l'indice *Freightos Baltic Index*[23] global a crû de 144 % entre janvier 2021 et janvier 2022. La CNUCED (CNUCED, 2021) estime que la hausse observée entre août 2020 et août 2021 sur le transport de conteneurs aurait un impact de 10,6 % sur les prix à l'importation à l'échelle mondiale et de 1,5 % sur les prix à la consommation mondiaux. Le coût du transport maritime semble avoir atteint un sommet fin 2021, ce qui suggère que son impact inflationniste s'atténuerait progressivement (graphique 13). Les coûts du fret au départ de la Chine ont particulièrement dérapé (sans que la réciproque ne soit vraie) : de la Chine vers la côte est des États-Unis (+209 % entre janvier 2021 et janvier 2022), vers la côte ouest des États-Unis (+216 %), vers l'Europe du Nord (+103 %) et vers la Méditerranée (+91 %). Deux facteurs expliquent l'augmentation des coûts de transport maritime. D'une part, la forte hausse de la demande de produits intermédiaires, due à la reprise de l'activité manufacturière et la demande d'expéditions par conteneurs. D'autre part, les pénuries de conteneurs dans les ports asiatiques ont exacerbé les goulets d'étranglement de l'offre et augmenté les coûts d'expédition. Troisièmement, la crise

Graphique 13. **Indice Freightos Baltic agrégé et contributions des sous-indices représentant les principales routes**



Freightos Data, calculs OFCE.

23. L'indice *Freightos Baltic Index* mesure le prix moyen global du transport pour les conteneurs 40 pieds (12 m) sur les 12 principales routes commerciales du monde.

agricole provoquée par des conditions climatiques défavorables – une forte pluviométrie en Europe et une sécheresse au Canada et en Amérique du Sud (Argentine, Brésil) –, a pesé sur l'offre quand dans le même temps la Chine devenait le premier importateur mondial de céréales en 2021.

En termes d'impact, rappelons qu'un choc haussier de 10 % de l'indice HWWI au cours d'un trimestre donné aurait un effet instantané sur le déflateur de la consommation (par rapport à la trajectoire de référence) de 0,1 point en Italie et en Allemagne et de 0,2 point en France et Espagne, sans prendre en compte les effets retardés. Pour tous les pays à l'exception de l'Italie, l'impact est le plus fort sur le trimestre où le choc est survenu, moindre au trimestre suivant et disparaît à partir du trimestre t+2[24].

5.4. **L'inflation est-elle aussi salariale ?**

Au-delà des effets liés à l'évolution du prix des matières premières et du coût des transports, la dynamique de l'inflation pourrait être entretenue par des effets de second tour et par les tensions sur le marché du travail. L'augmentation de l'inflation depuis l'été 2021 a effectivement rogné le pouvoir d'achat des ménages et se trouve de fait au cœur des revendications salariales pour l'année 2022. Il pourrait en résulter une accélération des salaires qui viendrait à son tour accroître les coûts de production enclenchant ainsi une deuxième vague de hausses des prix. Par ailleurs, avec la baisse du chômage, qui atteignait en fin d'année un niveau proche de celui d'avant-crise, voire inférieur, le pouvoir de négociation deviendrait plus favorable aux salariés qui pourraient alors faire pression pour obtenir des augmentations salariales plus fortes.

Le débat autour de l'inflation a d'abord émergé aux États-Unis dans le cadre du débat sur les plans de relance au début de l'année 2021[25]. De fait, l'inflation y est plus élevée que dans les grands pays de la zone euro. Du côté des salaires, l'ensemble des indicateurs suggèrent une accélération sensible des salaires nominaux en 2021 et une dynamique bien plus favorable que ce qui était observé après la Grande Récession de 2008-2009. Les données d'enquêtes auprès des entreprises indiquent notamment des hausses importantes dans le secteur des services de loisirs. Sur l'ensemble des salariés du secteur privé, le salaire horaire a progressé de 4,2 % en 2021. Cet indicateur ne tient cependant pas compte d'éventuels effets de composition sur l'emploi. À structure inchangée, les données ECI (*Employment Cost Index*) du

24. Voir S. Le Bayon S. et H. Péléraux, 2021, « Le renouveau de l'inflation ? », *Revue de l'OFCE*, n° 174 (2021/4).
25. Voir E. Aurissergues, C. Blot et C. Bozou, 2021, « Les États-Unis vers la surchauffe ? » *OFCE Policy brief*, n° 97.

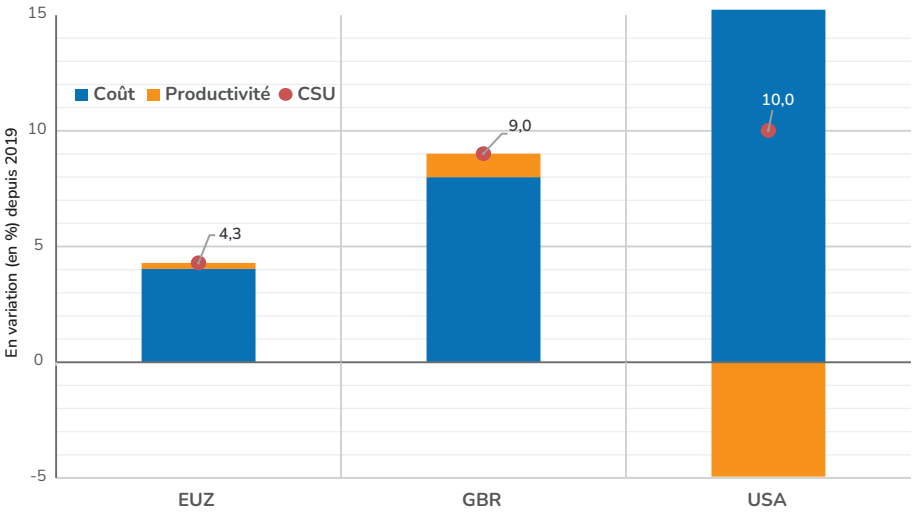
Bureau of Labor Statistics indiquent une hausse légèrement moins élevée des salaires – 3,7 % sur l'ensemble de l'année – mais qui témoigne cependant de la plus forte progression depuis 2002[26]. Cette augmentation est cependant inférieure à celle du déflateur de la consommation si bien que le salaire réel aurait reculé de 0,2 % sur l'ensemble de l'année 2021 alors qu'il avait augmenté de près de 1 % en moyenne par an entre 2013 et 2019.

Dans la zone euro, le salaire horaire progresse également plus rapidement, selon la BCE, qu'au cours des années 2010 : 2 % en glissement annuel au troisième trimestre 2021[27]. Il faut cependant rester prudent sur l'interprétation de ces évolutions récentes qui peuvent encore être perturbées par les ajustements de la durée du travail ou par des effets de composition observés pendant les périodes de confinement. Surtout, au cours du troisième trimestre 2021, l'inflation s'est élevée à 2,8 % dans la zone euro si bien que le salaire réel a diminué. Entre 2013 et 2019 – période caractérisée par une faible inflation – la croissance annuelle moyenne du salaire réel dans la zone euro était de 0,7 %. Ainsi, le contexte actuel semble donc conduire à une accélération des salaires mais qui ne compense pas la poussée inflationniste.

La pression sur les prix dépendra surtout des coûts salariaux unitaires (CSU) qui tiennent compte de la productivité du travail. L'évolution récente de ces CSU confirme une hausse plus forte aux États-Unis que dans la zone euro et, dans une moindre mesure qu'au Royaume-Uni (graphique 14). Au-delà de l'écart sur les salaires, la baisse de la productivité depuis 2019 a pesé sur les CSU dans la zone euro et au Royaume-Uni. Elle a évolué plus favorablement aux États-Unis atténuant la hausse des coûts salariaux. Ces éléments suggèrent donc que le risque de tensions inflationnistes, au-delà des effets liés aux prix de l'énergie, est plus important aux États-Unis et au Royaume-Uni. Celles-ci pourraient toutefois s'atténuer si la hausse des CSU était absorbée par les entreprises *via* une baisse de leurs marges.

26. En glissement annuel, l'augmentation des salaires atteignait 4,6 % au quatrième trimestre, soit la plus forte progression depuis 1983 selon Furman et Powell (2022).
27. En moyenne annuelle, le salaire a augmenté de 1 % entre 2013 et 2019.

Graphique 14. **Décomposition des coûts salariaux unitaires (ensemble de l'économie)**



OCDE.

6. Vers une normalisation rapide des politiques monétaires ?

Alors que les autorités monétaires étaient peu inquiètes à l'été 2020, elles ont depuis révisé à la hausse leur scénario d'inflation et anticipent désormais un niveau supérieur à leur cible fixée à 2 % en 2022. La Banque d'Angleterre a déjà commencé à resserrer sa politique monétaire en décidant deux hausses des taux en décembre 2021 puis en février 2022. Tout indique qu'une nouvelle hausse interviendrait lors de la réunion du 17 mars. Aux États-Unis, la Réserve fédérale met d'abord fin à l'augmentation de la taille de son bilan dès le mois de mars et amorcerait immédiatement – probablement lors de la réunion du FOMC du 16 mars 2022 – une première hausse des taux qui serait suivie de deux autres au moins au cours de l'année. La réaction de la BCE dont le programme d'achat d'actifs PSPP (*Public securities purchase programme*) serait prolongé au moins jusqu'à l'été, est plus incertaine sachant que la Présidente Christine Lagarde a bien rappelé que les taux n'augmenteraient qu'après l'arrêt de ces achats d'actifs[28]. Pour autant, alors qu'elle avait indiqué en décembre qu'une hausse des taux en 2022 était improbable, elle

28. Voir C. Blot, « Quelle orientation des politiques monétaires en 2022 ? » *OFCE Le Blog*, 20 janvier 2022.

n'écarte plus cette possibilité qui serait conditionnée par les prévisions d'inflation pour 2023. Dans ses prévisions publiées le 16 décembre, la BCE anticipait une inflation de 1,8 %, soit un niveau inférieur à la cible et justifiant donc la prudence. Avant le début de la guerre, on pouvait anticiper que si la BCE annonçait, le 10 mars, une inflation anticipée pour 2023 supérieure à 2 %, elle signalerait très certainement une remontée des taux à partir du deuxième semestre. L'envolée du prix des matières premières énergétiques consécutive à l'éclatement de la guerre en Ukraine devrait se traduire par une nouvelle poussée inflationniste. Il n'est pour autant pas certain que cela se traduise par une hausse des taux plus rapide qu'anticipée en raison d'une incertitude macroéconomique accrue qui incitera à une certaine prudence. Les banques centrale seront cependant attentives à l'évolution des anticipations d'inflation des agents privés. Les différents indicateurs – de marché, auprès des professionnels ou des ménages – suggèrent une hausse au cours des derniers mois même si les indicateurs d'anticipation de long terme sont moins sensibles aux variations récentes de l'inflation. Par ailleurs, la situation géopolitique se traduira aussi par une incertitude accrue et le conflit qui en résulte.

Cette normalisation de la politique monétaire peut-elle casser la croissance ? Notons que même si les niveaux d'activité restent encore inférieurs à leur tendance pré-crise, les perspectives de croissance pour 2022 restent plutôt bien orientées et seront surtout conditionnées par la situation sanitaire, les contraintes d'offre, la sur-épargne des ménages mais également par la guerre en Ukraine. On a observé en janvier et jusque fin février des hausses de taux, modérées et moindres que l'évolution récente de l'inflation. Les tensions géopolitiques pourraient cependant atténuer la remontée des taux si la guerre se traduit par une fuite vers les actifs publics jugés plus sûrs. L'enjeu principal reste cependant de savoir à quel niveau se stabilisera l'inflation une fois que les différentes tensions seront apaisées. Notons par ailleurs que dans la zone euro, la fin annoncée du PEPP (*Pandemic emergency purchase programme*) pourrait contribuer à la remontée observée de l'écart entre les taux italiens et espagnols avec le taux allemand, même si les niveaux atteints sont encore éloignés de ceux de 2012 (au pire de la crise des dettes souveraines) ou même de 2018 lors de la formation du gouvernement de coalition entre *Forza Italia* et le mouvement 5 étoiles[29].

29. À la différence du programme PSPP, la répartition géographique des achats d'actifs réalisés dans le cadre du PEPP pouvait s'écarter – temporairement – de la part de chaque pays dans le capital de la BCE. Cette flexibilité a notamment conduit l'Eurosystème à acheter davantage de titres italiens au début de la pandémie lorsque des tensions sont apparues sur le taux souverain. En mettant fin au PEPP, la BCE se prive donc d'un instrument qui pouvait explicitement permettre d'atténuer les tensions sur les marchés de dette souveraine.

Au-delà de son effet sur la croissance, une augmentation durable des taux long accroîtrait le coût de la dette. En France, l'effet sera toutefois modéré à court terme du fait d'une maturité de la dette supérieure à 8 ans. Selon le Trésor, une hausse immédiate d'un point de taux se traduirait par un coût de 2,5 milliards pour les finances publiques en 2022 et de 6 milliards en 2023[30]. Mais, il s'agit d'un coût toutes choses égales par ailleurs. Ce qui importe pour la soutenabilité des finances publiques, c'est l'évolution de l'écart critique, mesurant la différence entre le taux d'intérêt nominal et le taux de croissance nominal. Or, à court terme, la dynamique de la croissance et de l'inflation maintient l'écart critique en territoire négatif. Mais à moyen terme, la situation pourrait se tendre une fois que la croissance aura retrouvé sa trajectoire tendancielle et si les taux longs continuent à augmenter. De ce point de vue, le pays le « plus risqué » pourrait être l'Italie puisque les estimations suggèrent une croissance potentielle réelle nulle. La dynamique de la dette italienne pourrait être plus sensible au niveau réel des taux d'intérêt à moyen terme. ■

30. Voir P. Copin et J. Dalbard, 2022, « La stratégie d'émission de la dette souveraine française », *Trésor Éco*, 13 janvier, n° 297.