

LA CROISSANCE À L'ÉPREUVE DES CHOCS

Perspectives pour l'économie française 2022

Département analyse et prévision, **Éric Heyer et Xavier Timbeau (dirs.)**¹

Sciences Po, OFCE

En mai dernier, nous avons évalué l'impact des nouveaux chocs sur l'économie française (nouvelle vague épidémique, renforcement des difficultés d'approvisionnement avec la stratégie « Zéro-Covid » de la Chine, forte hausse des prix de l'énergie et guerre en Ukraine, montée de l'incertitude géopolitique et hausse attendue des taux face à la persistance de l'inflation) à -2,3 points de PIB en 2022 (par rapport à la situation de l'automne 2021) avec des mesures budgétaires pour répondre à la crise énergétique qui permettraient de préserver l'activité à hauteur de 0,8 point de PIB. Avec un acquis de croissance fin 2021 révisé de -0,3 point de PIB compte tenu de la révision des comptes trimestriels du 31 mai, notre prévision de croissance du PIB passe donc à 2,4 % pour l'année 2022 (contre 2,7 % dans la publication du 25 mai 2022 basée sur la première version des comptes trimestriels de l'Insee). La croissance du PIB serait de 0,2 % au deuxième trimestre 2022 puis de 0,3 % les deux trimestres suivants portant la croissance en glissement annuel à 0,7 % en fin d'année.

L'inflation augmenterait en moyenne de 4,9 % en 2022 avec une hausse des prix de l'énergie de 22 % en moyenne sur l'année. L'inflation hors énergie augmenterait de 3,3 % en 2022 mais atteindrait 4,1 % en moyenne en glissement annuel au second semestre 2022. Les mesures budgétaires spécifiques pour amortir la hausse des prix de l'énergie permettraient de réduire l'inflation de 2,1 points en 2022 pour un coût budgétaire estimé à 1 point de PIB.

Outre la dégradation de la balance commerciale, ce choc inflationniste va conduire à un recul du revenu réel des ménages de 0,4 % en 2022. Le pouvoir d'achat par unité de consommation se contracterait de 0,8 % en 2022 malgré les mesures de revalorisation cet été. En revanche, la revalorisation des prestations de 4 % dès juillet compenserait peu ou prou les pertes de pouvoir d'achat prévues en raison des méthodes d'indexation des prestations sociales perçues par une partie des ménages.

1. Cette partie a été rédigée par l'équipe France du Département analyse et prévision dirigée par Mathieu Plane, composée de Elliot Aurissegues, Magali Dauvin, Pierre Madec, Hervé Pélérax et Raul Sampognaro.

Cette prévision est réalisée sur la base des informations connues au 7 juin 2022.

Après un recul de 1,5 % au premier trimestre 2022, la consommation des ménages augmenterait de 2,5 % en moyenne en 2022 mais de 0 % en glissement annuel en fin d'année. Le taux d'épargne serait de 16,7 % en 2022, à un niveau supérieur à son niveau d'avant crise en raison notamment des effets liés à l'incertitude.

L'emploi salarié dans le secteur marchand augmenterait de 0,9% en 2022 puis 0,2 % en 2023, après 3,1 % en 2021. Bien qu'en net ralentissement à partir du deuxième trimestre 2022, les créations d'emplois seraient suffisantes pour stabiliser le taux de chômage à 7,3 % sur le reste de l'année.

Au total, l'État injecterait 260 milliards d'euros (10,5 points de PIB) sur la période 2020-22 pour amortir les effets de la crise sanitaire et ceux de la crise énergétique. Après un déficit public à 8,9 points de PIB en 2020 et 6,5 points en 2021, le solde public s'améliorerait en 2022 pour s'établir à 5,6 points de PIB malgré les nouvelles mesures budgétaires pour faire face à la crise énergétique. Avec une croissance à 2,4 % du PIB et une hausse du prix du PIB à 3 %, la dette publique au sens de Maastricht continuerait de se réduire légèrement pour atteindre 112,1 % du PIB en 2022 (après 112,5 % en 2021 et 114,6 % en 2020).

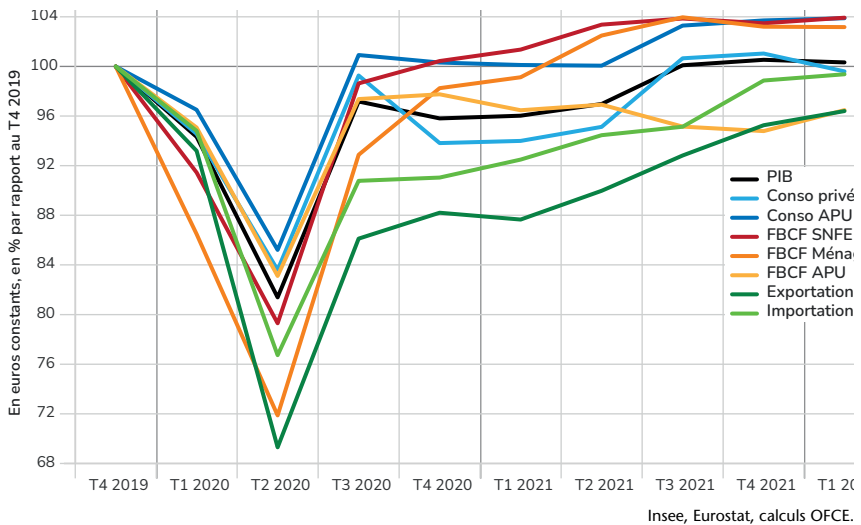
Mots clés : perspectives économiques, économie française.

L'année 2021 a été marquée par une forte croissance du PIB de l'économie française (+ 6,8 %), faisant suite à une chute de l'activité historique en 2020 (- 7,9 %). La reprise a été plus dynamique que prévue, notamment au second semestre avec la levée des mesures prophylactiques. Dès le troisième trimestre 2021, le PIB de la France avait retrouvé son niveau d'avant crise. Et au cours du second semestre 2021, le PIB augmentait de 3,7 % tiré par une forte hausse de la consommation (+6,2 % pour celle des ménages et +3,6 % pour celle des administrations publiques) et par une nette amélioration des exportations (+5,9 %), plus rapide que les importations (+4,7 %). L'investissement des entreprises et des ménages s'est maintenu à un haut niveau (plus de 3 % au-dessus de son niveau d'avant crise). Deux ans après le début de la crise, seul l'investissement public ne convergerait pas vers son niveau d'avant crise malgré la mise en place du Plan de relance, celui-ci se situant encore 5,2 % en-dessous de son niveau pré-Covid (graphique 14).

Fin 2021, seules deux branches (matériels de transport et hôtellerie-restauration), qui représentent 4 % de la valeur ajoutée totale, avaient des niveaux d'activité encore très significativement en-dessous de ceux d'avant crise (respectivement -36 % et -8 %). À l'inverse, deux branches (information-communication et services financiers) qui représentent plus de 10 % de la valeur ajoutée marchande affichaient un niveau d'activité près de 10 % au-dessus de celui d'avant crise.

À l'automne 2021, l'économie française, préservée par le « quoi qu'il en coûte », était donc sur les rails d'une reprise dynamique, les ménages, notamment les plus aisés, pouvant compter en fin d'année 2021 sur environ 160 milliards d'« épargne-Covid » accumulée depuis le début de la crise². Ainsi, nous prévoyions à l'automne 2021 une croissance du PIB de 4,1 % pour l'année 2022 et même de 6,2 % dans le cas où les ménages (en France et dans les principaux pays développés) auraient désépargné 1/5^e de leur épargne Covid sur l'année³.

Graphique 14. Niveau du PIB en France et de ses composantes



2. Cela correspond à l'épargne (financière et immobilière) supplémentaire accumulée par les ménages sur 2020 et 2021 mesurée à partir des derniers comptes trimestriels de l'Insee du 31 mai 2022. En ajoutant le 1^{er} trimestre 2022, cette sur-épargne atteint 169 milliards d'euros (voir tableau 5). Ce chiffre mesure l'écart entre l'épargne observée depuis le début de la crise et celle en moyenne réalisée en 2019. Un autre calcul réalisé à partir de l'écart des taux d'épargne (et pas de l'épargne) arrive à un chiffre un peu plus bas de 152 milliards de sur-épargne accumulée sur 9 trimestres (du 1^{er} trimestre 2020 au 1^{er} trimestre 2022) (voir graphique 23).

3. Pour plus de détails, voir « La vague espérée de la reprise. *Perspectives 2021-2022 pour l'économie française* », *Revue de l'OFCE*, n°174, octobre 2021.

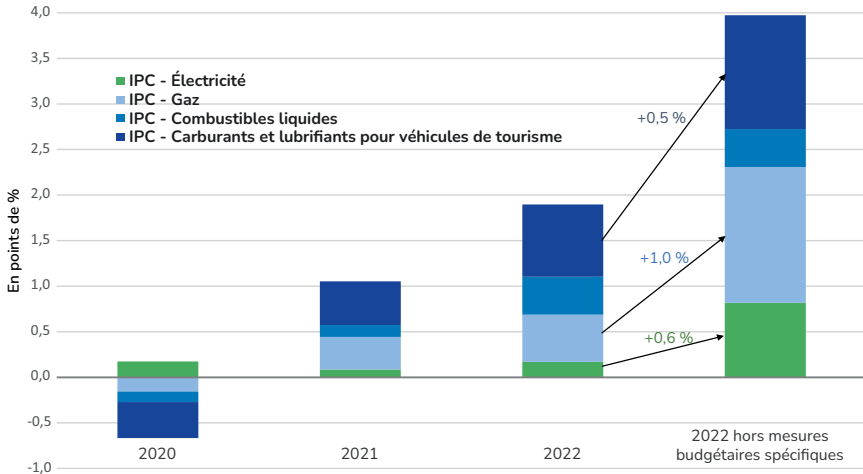
La dynamique de reprise du second semestre 2021 a été stoppée de façon nette dans son élan au premier trimestre 2022 en raison du rapide changement de l'environnement international : nouvelle vague épidémique, renforcement des difficultés d'approvisionnement avec la stratégie « Zéro-Covid » de la Chine, forte hausse des prix de l'énergie et guerre en Ukraine, montée de l'incertitude géopolitique et hausse attendue des taux face à la persistance de l'inflation.

Quel impact du choc énergétique sur l'économie française ?

La forte hausse des prix de l'énergie, entamée dès le second semestre 2021 avec l'intensité de la reprise mondiale, s'est amplifiée avec la guerre en Ukraine en février 2022 et crée un choc inflationniste de grande ampleur. Malgré la mise en place du bouclier tarifaire sur le gaz et l'électricité pour l'année 2022 et la remise de 15 centimes hors taxe par litre de carburant à partir d'avril de cette année, les prix de l'énergie contribuent pour 2,5 points à la hausse des prix d'avril 2022 (sur les 4,8 % d'inflation totale en glissement annuel). Les seules hausses des prix des carburants, des combustibles liquides et du gaz contribuent pour 2,3 points à l'inflation, soit près de la moitié de l'inflation totale, alors que ces produits représentent moins de 6 % de la consommation totale. Et ce malgré le plan de résilience, dont les seules mesures opérant sur les prix auraient un coût budgétaire de 1 point de PIB en 2022.

En supposant une stabilité des prix à la consommation du gaz, de l'électricité, des carburants pour véhicules de tourisme et des combustibles liquides à leur niveau d'avril 2022 jusqu'à la fin de l'année, les prix de l'énergie contribueraient à accroître directement l'inflation de 1,9 point en moyenne en 2022. Cela suppose implicitement une stabilité des prix des matières premières énergétiques à leur niveau d'avril, ainsi que des taux de change, mais aussi le maintien des dispositifs budgétaires actuels jusqu'à la fin de l'année (bouclier tarifaire et remise de 15 centimes). Hors dispositif budgétaires spécifiques pour répondre à la crise énergétique, la hausse des prix de l'énergie aurait contribué (directement, c'est-à-dire sans prendre en compte les potentiels effets de second tour) à accroître l'inflation totale de 4 points en 2022. Le bouclier tarifaire et la remise de 15 centimes hors taxe par litre de carburant jusqu'à la fin de l'année permettraient de réduire l'inflation de 2,1 point en moyenne en 2022 (graphique 15).

Graphique 15. Contribution des variations des prix de l'énergie* à l'inflation annuelle totale



* En supposant les pondérations de consommation inchangée et une stabilité des prix à leur niveau d'avril 2022. Insee, Plan de résilience économique et social, calculs OFCE.

À l'aide du modèle Three-ME de l'OFCE⁴, de l'information sur les prix détaillés de l'énergie connue jusqu'à avril 2022 et des mesures présentées dans le cadre du plan de résilience et de celles annoncées dans le projet de loi pouvoir d'achat pour juillet 2022, nous avons évalué le choc énergétique sur l'économie française. Nous supposons que les prix de l'énergie se stabiliseraient, en euros, à leur niveau d'avril 2022 jusqu'à la fin de l'année, ce qui revient à stabiliser le prix du baril à 110 \$ (102 euros) contre un prix du pétrole prévu à l'automne 2021 à 66 \$ pour l'année 2022 en moyenne (55 euros). Sur cette base, la hausse des prix du pétrole amputerait la croissance française de 0,5 point de PIB en 2022, hors effet de la remise de 15 centimes par litre de carburant, cette mesure permettant de réduire l'effet sur le PIB de 0,2 % si elle est maintenue jusqu'à la fin de l'année (graphique 16).

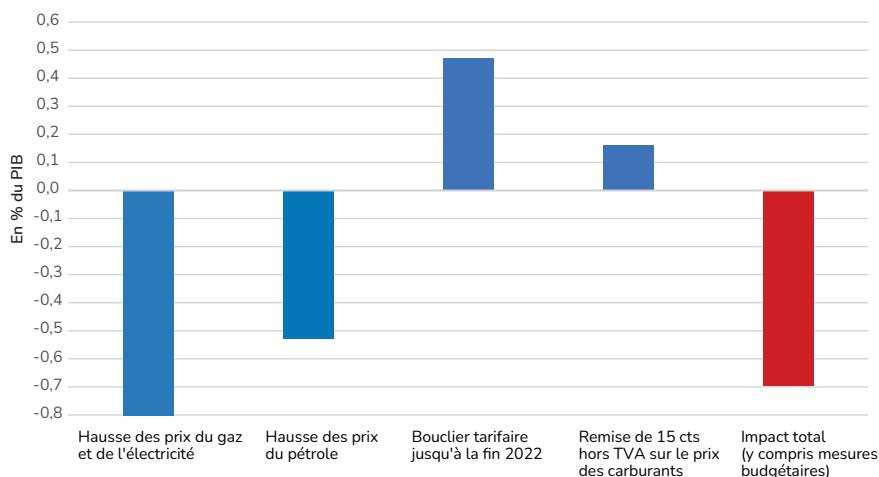
En outre, la crainte d'un embargo a eu un impact énorme sur les prix du gaz en Europe. Les contrats à terme néerlandais sur le gaz TTF se négocient depuis avril 2022 à environ 100 euros par mégawattheure, contre 20 euros en 2021. Nous supposons une

4. L'OFCE développe depuis 2008, en collaboration avec l'ADEME et TNO le modèle macroéconomique ThreeME, destiné à l'évaluation pour la France des conséquences des politiques énergétiques et environnementales. Pour plus de détails, voir F. Reynes *et al.* (2021) « ThreeME Version 3 Multi-sector Macroeconomic Model for the Evaluation of Environmental and Energy policy ».

stabilité des prix à la consommation du gaz et de l'électricité à leur niveau d'avril 2022 jusqu'à la fin de l'année, ce qui suppose également le maintien du bouclier tarifaire toute l'année. Sur cette base, le choc lié à la hausse des prix du gaz et de l'électricité conduirait à réduire le PIB de 0,3 point de PIB en 2022, malgré le bouclier tarifaire. Sachant que d'après nos évaluations sur la base du modèle Three-ME à partir des informations budgétaires disponibles, le bouclier tarifaire maintenu sur l'ensemble de l'année permettrait d'éviter de perdre 0,5 point de PIB.

Ainsi, hors mesures budgétaires spécifiques pour limiter la hausse des prix de l'énergie, le choc énergétique lié au pétrole, gaz et l'électricité amputerait la croissance française de 1,3 point de PIB en 2022. En tenant compte de la réponse budgétaire mise en place, le choc énergétique serait réduit à -0,7 point de PIB, soit divisé par près de deux.

Graphique 16. Impact sur la croissance du PIB en 2022 de la hausse des prix de l'énergie et des mesures budgétaires spécifiques pour y répondre



Insee, Plan de résilience économique et social, calculs OFCE.

L'impact des multiples chocs sur l'économie française en 2022

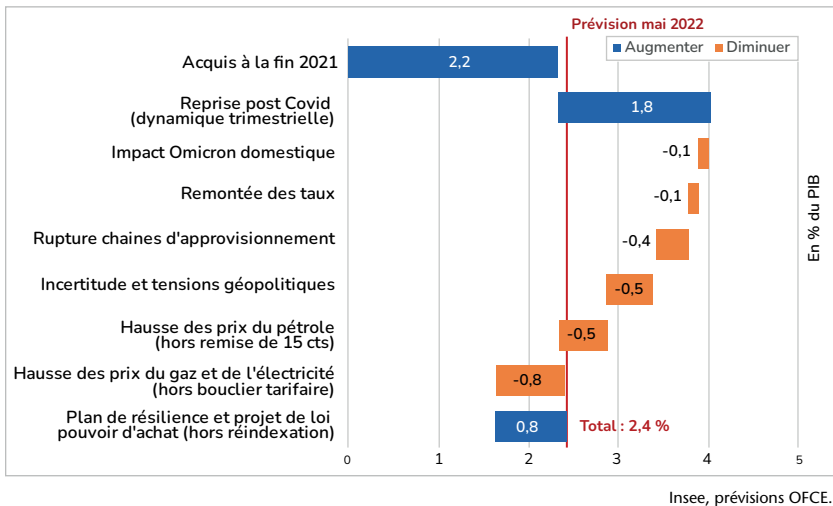
Sous l'impact des multiples chocs que subit l'économie française, y compris celui lié à l'énergie, nous avons nettement revu à la baisse notre prévision de croissance pour 2022 par rapport à notre prévision de l'automne 2021. En effet, sur la base de nos évaluations des chocs, nous avons révisé notre prévision de croissance pour 2022 de 4 % à

2,4 % en 2022 (graphique 17). L'impact des différents chocs se décline de la façon suivante.

La vague Omicron, débutant en novembre 2021, qui s'est amplifiée en début d'année 2022 réduirait, par les effets domestiques sur la consommation et l'offre de travail empêché, la croissance de 0,1 % sur l'année. Le durcissement attendu de la politique monétaire diminuerait le PIB de la France de 0,1 %. Les difficultés d'approvisionnement, alimentées notamment par la stratégie Zéro-Covid de la Chine, en contraignant la production industrielle, diminueraient la croissance française de 0,3 %.

À cela s'ajoutent l'incertitude et les tensions géopolitiques⁵ faisant suite à la guerre en Ukraine dont les effets sont quantifiés à -0,5 % du PIB en 2022. Quant au choc énergétique, comme nous l'avons vu précédemment, il réduirait la croissance française de 1,3 % en 2022 sur la base d'une stabilité des prix de l'énergie à leur niveau actuel. En revanche, le Plan de résilience et les mesures annoncées qui devraient être contenues dans le Projet de loi pouvoir d'achat cet été permettraient de réduire le choc économique de 0,8 point de PIB.

Graphique 17. Prévion de printemps mise à jour à partir des comptes trimestriels du 31 mai 2022

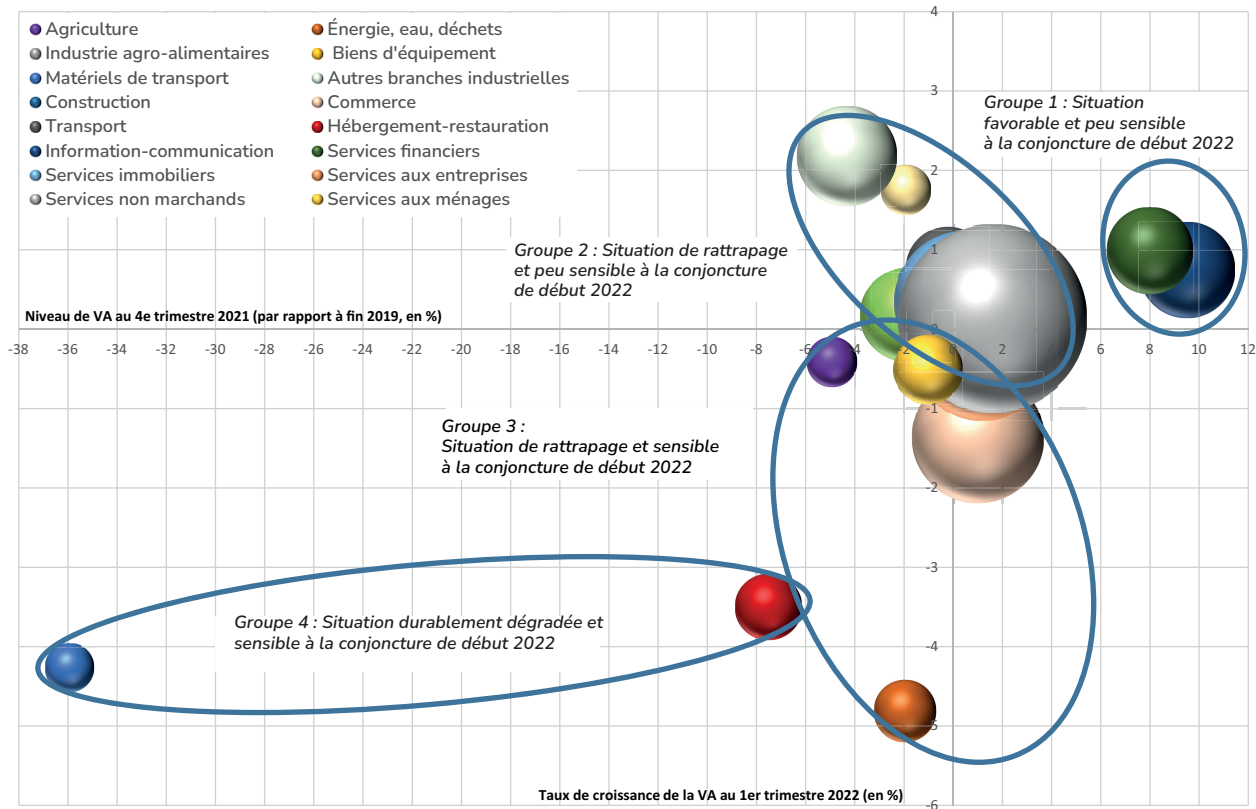


5. Nous considérons que les différents chocs évalués sont additifs. La question de la non-orthogonalité de certains chocs se pose mais les effets sont ambigus et de second ordre. Par exemple, la hausse de l'incertitude géopolitique peut conduire à une baisse du prix du pétrole et non pas à une hausse.

Ces multiples chocs macroéconomiques ont eu des effets sur la croissance dès le premier trimestre 2022. Sous l'effet du recul de la consommation et de l'investissement des ménages, le PIB de la France s'est contracté en début d'année (-0,2 %), malgré un mouvement de restockage des entreprises et un effet positif du commerce extérieur, ces deux composantes contribuant à la croissance pour +0,4 point de PIB au premier trimestre 2022. Les contraintes générées par la vague Omicron et la baisse du pouvoir d'achat lié à la hausse des prix de l'énergie ont conduit à une contraction de 1,5 % de la consommation des ménages, soit la plus forte baisse depuis plus de 70 ans en dehors de l'épisode Covid de 2020. À elle seule, la baisse de la consommation des ménages a contribué à réduire le PIB de 0,8 % au premier trimestre 2022. Assez logiquement, la contraction a été particulièrement marquée dans l'hôtellerie-restauration, la consommation d'énergie, les produits manufacturés (hors biens d'équipements).

Comme on peut le constater sur le graphique 16, les situations économiques sont très hétérogènes selon les branches, à la fois en termes de situation post-Covid mais aussi en termes de sensibilité au choc du premier trimestre 2022 lié au nouvel environnement économique. D'un côté, il y a le Groupe 4 constitué des branches qui sont durablement affectées par la crise Covid et qui ont subi un nouveau choc négatif au premier trimestre 2022 (Hôtellerie-restauration et Fabrication de matériels de transport) et de l'autre le Groupe 1 composé des branches qui ont retrouvé un niveau d'activité largement supérieur à celui d'avant crise et qui sont pour le moment peu sensibles à la nouvelle conjoncture (Information-Communication et Services financiers) (graphique 18). Entre ces deux groupes aux antipodes, se trouvent les branches qui étaient en situation de rattrapage post-Covid mais qui n'ont pas la même sensibilité au nouvel environnement macroéconomique du début d'année 2022. Le Groupe 3 affiche un recul d'activité au premier trimestre (Industrie énergétique, Commerce, Services aux ménages, Agriculture et Services aux entreprises, ces 5 branches représentant près d'un tiers de la valeur ajoutée totale) alors que le Groupe 2 poursuit le rattrapage d'activité malgré la nouvelle conjoncture (Industrie agro-alimentaire, Services de transport, biens d'équipement et autres branches industrielles, Services immobilier, Construction et Services non marchands, ces 7 branches représentant 54 % de la valeur ajoutée totale).

Graphique 18. Niveau de VA par branche fin 2021 (par rapport à fin 2019) et taux de croissance de la VA par branche et premier trimestre 2022*



* la taille des bulles pour chacune des branches est fonction de son poids dans la valeur ajoutée totale.
Insee, calculs OFCE.

La dégradation des comptes publics pour préserver les comptes privés

Depuis le début de la crise, sur la période allant du premier trimestre 2020 au premier trimestre 2022, l'économie française a enregistré en cumulé 31 milliards de pertes de revenu en euros courants (tableau 5). Les pertes en euros courants se sont nettement réduites à partir du 3^e trimestre 2021 avec le redressement du PIB (revenu à son niveau d'avant crise en volume) et l'accélération des prix à partir du dernier trimestre 2021. Elles se sont réduites de 107 milliards en l'espace de 3 trimestres, passant de 138 milliards au 2^e trimestre 2022 à 31 milliards au 1^{er} trimestre 2022 (graphique 19). Cette analyse des comptes d'agents en euros courants n'est pas corrigée de l'effet des prix. Le PIB en euros courants au 1^{er} trimestre 2022 est 5 % au-dessus de celui de son niveau de fin 2019 alors que le PIB en euros constants n'est que 0,3 % au-dessus, le prix du PIB ayant crû de 4,7 % sur la période.

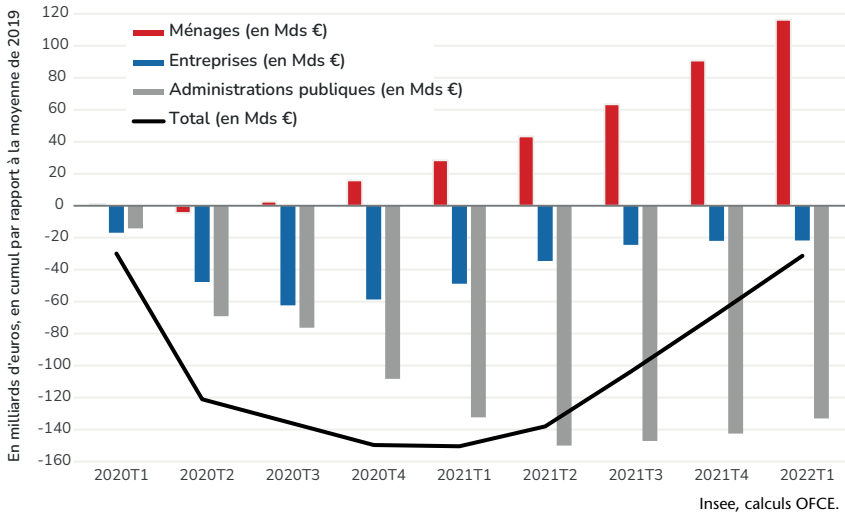
Les pertes se concentrent principalement du côté des administrations publiques (APU) en raison du rôle des stabilisateurs automatiques et la mise en place des mesures d'urgence et de relance, conduisant à une dégradation du déficit public moyen de 4,2 points de PIB sur la période étudiée (par rapport à 2019).

Tableau 5. Comptes d'agents cumulés sur la période premier trimestre 2020 – premier trimestre 2022

En écart à 2019, en euros courants		SNF-SF	EI	Ménages	APU	ISBLSM	RDM	Total
En %	Valeur ajoutée	-2	-5	1	4	4		-0,7
En pts de PIB annuel (en contribution)	Valeur ajoutée	-1,3	-0,3	0,2	0,6	0,1		-0,7
En Mds	Revenu disp. brut	-22		116	-133	7		-31
En Mds	Épargne			169				
En % du RDB	Taux d'épargne			4,5				
En pts de % annuel	Taux de marge	-0,6						
En %	FBCF	0		1	-1	3		0
En % du PIB	CF (+) / BF (-)	0,3		3,2	-4,2	0,1	0,8	0,0

SNF et SF : Sociétés non financières et Sociétés financières ; EI : Entreprises individuelles ; APU : Administrations publiques, RDM : Reste du monde
Insee, calculs OFCE.

Graphique 19. Variations cumulées du Revenu disponible brut des agents



Du côté des ménages, leur RDB a augmenté de 116 milliards en euros courants au cours des neuf trimestres. Avec une consommation largement contrainte, les ménages ont accumulé 169 milliards d'« épargne-Covid » sur la période, le taux d'épargne des ménages n'ayant jamais retrouvé son niveau d'avant crise, y compris au premier trimestre 2022 malgré la baisse du pouvoir d'achat de 1,8 % sur ce trimestre. Ce chiffre macroéconomique ne reflète cependant pas les situations individuelles des ménages, avec une accumulation d'épargne concentrée sur les ménages les plus aisés⁶, et une exposition au choc inflationniste très différente selon le poids de l'énergie dans leur consommation⁷.

Malgré les dispositifs exceptionnels mis en place pour limiter les pertes économiques des agents privés, les entreprises (SNF-SF) ont encaissé des pertes de revenu de 22 milliards au cours des neuf derniers trimestres. En revanche, les Prêts Garantis par l'État (PGE), d'environ 140 milliards d'euros, en facilitant aux entreprises l'accès à une

6. CAE, « Consommation, épargne et fragilités financières pendant la crise Covid : quelques enseignements additionnels sur données bancaires », Étienne Fize, Camille Landais et Chloé Lavest, *Focus* n° 054-2021.

7. Pour plus de détails « Hausse de prix à la consommation : au mois de mars près d'un quart des ménages ont perdu du pouvoir d'achat malgré les dispositifs mis en place », Raul Sampognaro, *Blog de l'OFCE*, avril 2022.

trésorerie à faible coût, leur ont permis d'absorber le choc. Enfin, en raison d'une baisse des stocks en valeur de près de 25 % en moyenne sur la période, les entreprises n'affichent cependant pas de nouveaux besoins de financement, ce qui explique en partie la bonne tenue de l'investissement.

Enfin, l'économie française enregistre un nouveau besoin de financement vis-à-vis du reste du monde de 0,8 point de PIB en moyenne au cours des neuf trimestres, les secteurs des matériels de transport et du tourisme étant particulièrement touchés et le renchérissement du prix des hydrocarbures venant creuser le déficit commercial.

L'inflation importée va conduire à un choc négatif sur le pouvoir d'achat en 2022

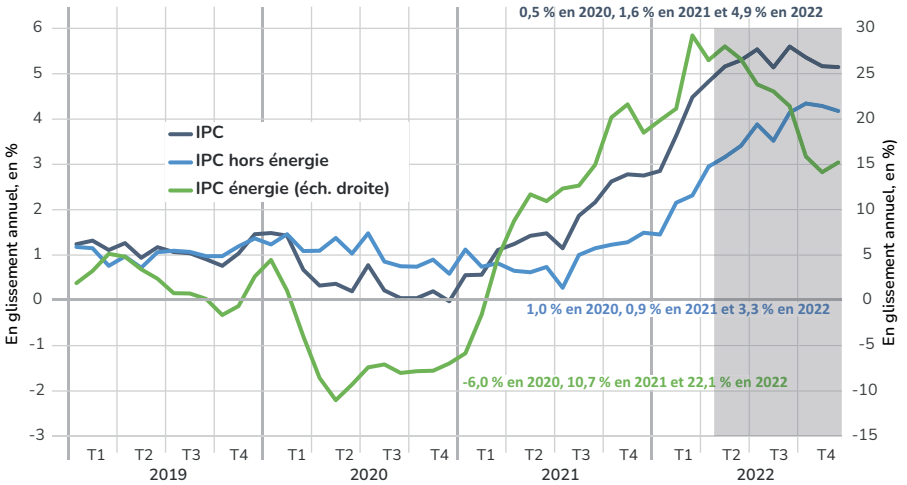
La forte hausse des prix de l'énergie depuis la fin 2021, malgré la mise en place du bouclier énergétique et la remise de 15 centimes hors taxe par litre de carburant, a conduit à un choc inflationniste qui est venu percuter le pouvoir d'achat des ménages. Rappelons d'ailleurs que la seule balance commerciale liée à l'énergie s'est dégradée de près de 5 milliards d'euros au premier trimestre 2022 (par rapport au quatrième trimestre 2021, ce qui correspond à 0,7 % PIB ou 1,4 % de la consommation des ménages) et de plus de 11 milliards sur un an (par rapport au premier trimestre 2021, soit 1,8 % du PIB ou 3,4 % de la consommation des ménages).

En raison du choc inflationniste, le pouvoir d'achat des ménages a donc reculé de 1,8 % sur le premier trimestre 2022, l'effet ayant été amplifié par la comptabilisation de la totalité de l'indemnité inflation sur le quatrième trimestre 2021, accentuant le contrecoup de la baisse de revenu en début d'année. Contrôlée de cet effet-là, la variation du pouvoir d'achat aurait été de -0,8 % au premier trimestre.

Selon nos prévisions, sur la base d'une stabilité des prix de l'énergie à leur niveau actuel (110 \$ pour le baril de pétrole) et le maintien du bouclier énergétique ainsi que la remise de 15 centimes H.T. par litre de carburant jusqu'à la fin de l'année, l'inflation augmenterait en moyenne de 4,9 % en 2022 avec une hausse des prix de l'énergie de 22 % en moyenne sur l'année (graphique 20). L'inflation hors énergie augmenterait de 3,3 % en 2022 mais atteindrait 4,1 % en moyenne en glissement annuel au second semestre 2022. Les mesures budgétaires spécifiques pour amortir la hausse des prix de l'énergie permettraient

de réduire l'inflation de 2,1 points en 2022⁸ pour un coût budgétaire estimé à 1 point de PIB.

Graphique 20. IPC, IPC hors énergie et IPC énergie

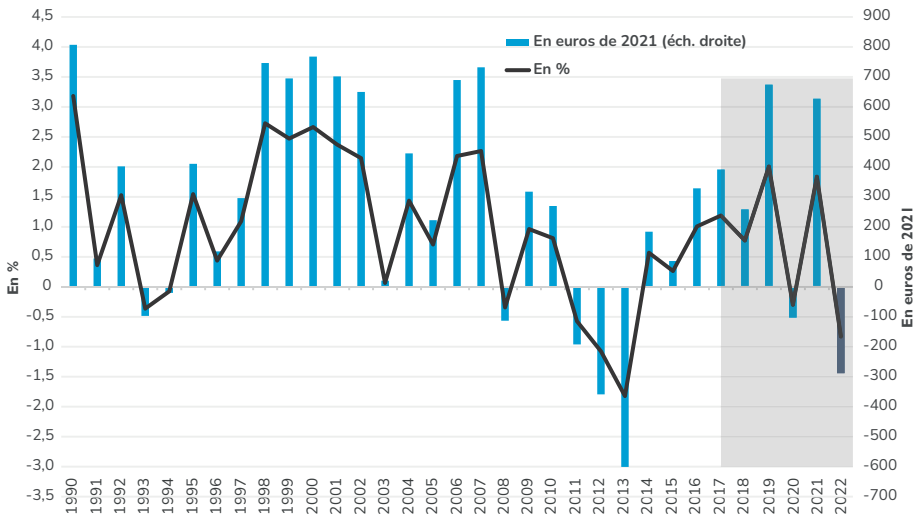


Insee, prévisions OFCE.

Outre la dégradation de la balance commerciale, ce choc inflationniste va conduire à un recul du revenu réel des ménages de 0,4 % en 2022. En tenant compte des évolutions démographiques, le pouvoir d'achat par unité de consommation se contracterait de 0,8 % en 2022 (graphique 21) malgré la revalorisation accélérée de 4 % des prestations sociales dès juillet (encadré 4), une hypothèse de hausse de l'indice de la fonction publique de 2 points cet été et la mise en place d'un chèque alimentaire à l'automne. Malgré ces mesures, la baisse du pouvoir d'achat en 2022 serait la plus forte depuis 2013, année marquée par un choc fiscal de grande ampleur. Cette contraction du pouvoir d'achat va peser sur la dynamique de reprise à travers la faible dynamique de la consommation des ménages en l'absence de réduction du taux d'épargne dans un contexte marqué par de fortes incertitudes géopolitiques.

8. *Op. cit.* note 3.

Graphique 21. Variation du pouvoir d'achat par unité de consommation



Insee, calculs OFCE.

Encadré 4. Quelle évolution du pouvoir d'achat des prestations sociales ?

En 2015, le calcul de la revalorisation des prestations sociales (pensions de retraites, allocations familiales, minima sociaux, ...) a été modifié. Les prestations sociales étaient jusqu'alors revalorisées, soit en janvier soit en avril, sur la base d'une prévision d'inflation avec un correctif possible en fin d'année en cas d'inflation plus élevée. Désormais, les prestations sociales sont revalorisées le 1^{er} avril, à l'exception des retraites qui sont revalorisées le 1^{er} janvier, sur la base de la moyenne de la variation de l'indice des prix à la consommation (hors tabac) observée au cours des 12 derniers mois.

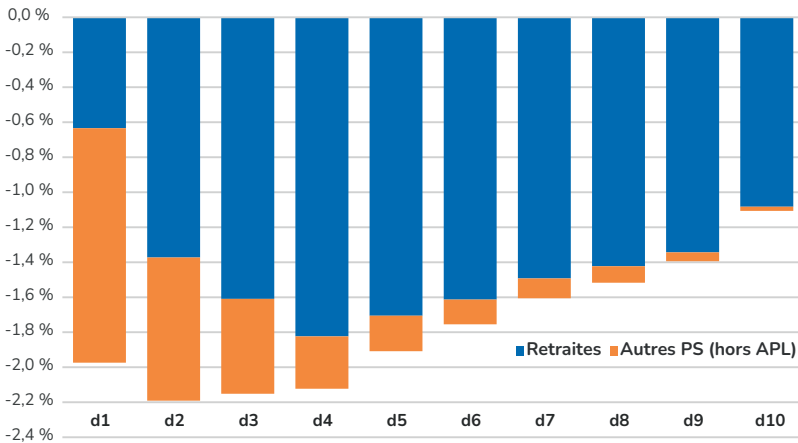
Sur la base de ce mode d'indexation, les pensions de retraites ont été revalorisées de 1,1 % au 1^{er} janvier et les autres prestations sociales l'ont été de 1,8 % au 1^{er} avril 2022 alors même qu'en avril 2022, le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation s'élevait à 4,8 % ... Ce décalage entre inflation et revalorisation a de fait généré au cours de la période une perte de pouvoir d'achat importante des prestations sociales pour les ménages allocataires.

À l'aide de l'enquête Budget des familles de l'Insee⁹ et sur la base de notre prévision d'inflation pour le reste de l'année, nous estimons la contribution

9. *Op. cit.* note 6.

des revalorisations des prestations à la baisse du pouvoir d'achat pour 2022, par décile de niveau de vie (graphique 22) : en moyenne, en 2022, sur la base de nos prévisions d'inflation, les ménages du premier décile de niveau de vie (les 10 % les plus modestes) devraient connaître une baisse de leur pouvoir d'achat de 2 % du seul fait de méthode d'indexation des prestations sociales¹⁰. La faible hausse des pensions de retraites en 2022 liée au calcul de revalorisation en début d'année amputerait jusqu'à 1,8 % du pouvoir d'achat des ménages appartenant au quatrième décile de niveau de vie.

Graphique 22. Contribution à l'évolution du pouvoir d'achat des prestations sociales (hors APL) réelles entre décembre 2021 et décembre 2022 par décile de niveau de vie

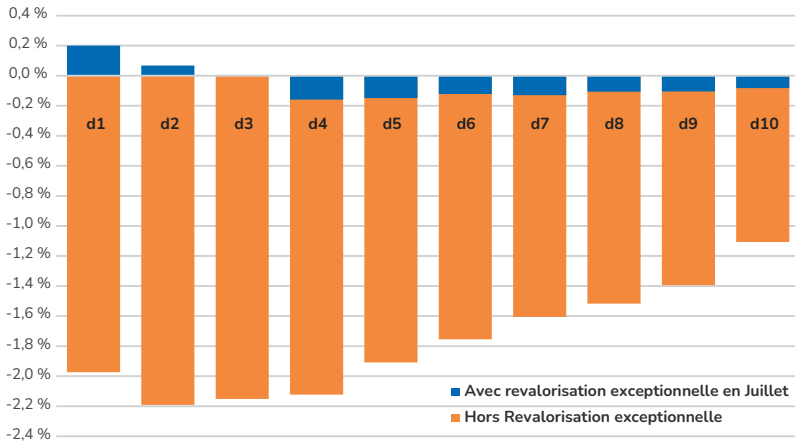


Enquête Budget de famille 2017, Insee, prévisions OFCE, calculs des auteurs.

Conscient des enjeux, le gouvernement devrait accélérer le calendrier habituel et proposer une revalorisation « exceptionnelle » des prestations sociales en juillet 2022 pour contrer les effets décrits précédemment. Selon les déclarations récentes de la Première ministre, les pensions de retraites et les autres prestations sociales devraient être revalorisées de 4 % en juillet 2022. Selon nos estimations et sous l'hypothèse de notre prévision de prix jusqu'à la fin de l'année, cette revalorisation permettrait d'améliorer légèrement le pouvoir d'achat des 10 % des ménages les plus modestes (+0,2 %). Cette revalorisation exceptionnelle ne permettra pas de compenser totalement les pertes de pouvoir d'achat subies par les ménages retraités, plus présents dans le haut de la distribution de niveau de vie, mais leurs pertes potentielles devraient être très limitées et sans commune mesure avec celles prévues hors revalorisation (graphique 23).

10. Ne sont ici pas prises en compte les évolutions possibles des autres revenus (salaires, revenus du patrimoine, ...) avec une dynamique de prix donnée.

Graphique 23. Contribution à l'évolution du pouvoir d'achat des prestations sociales (hors APL) réelles entre décembre 2021 et décembre 2022 par décile de niveau de vie, avec ou sans revalorisation exceptionnelle



Enquête Budget de famille 2017, Insee, prévisions OFCE, calculs des auteurs.

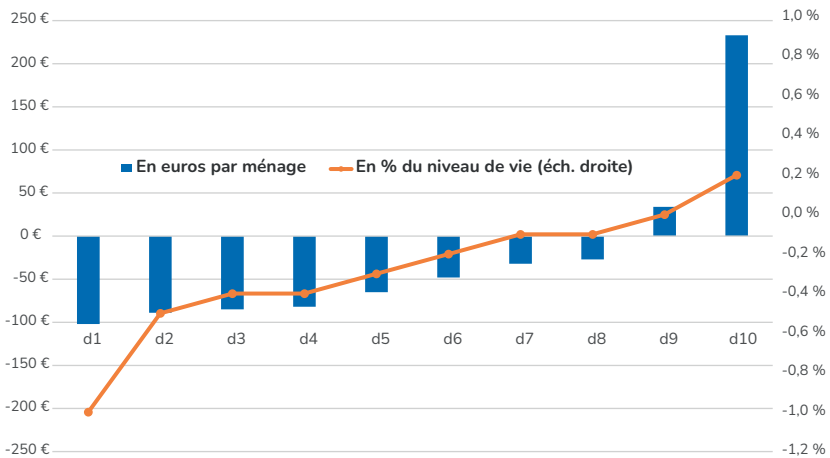
Encadré 5. Quelle indexation des loyers ?

L'indice de référence des loyers (IRL) sert de base pour réviser les loyers des logements vides ou meublés. Il fixe les plafonds des augmentations annuelles des loyers que peuvent exiger les propriétaires est calculé à partir de la moyenne, sur les 12 derniers mois, de l'évolution des prix à la consommation hors tabac et hors loyers. Selon nos prévisions, l'indice de référence des loyers se situerait à la fin de l'année 2022 à un niveau 5 % supérieur que celui observé à la fin de l'année 2021.

Nous estimons que si l'ensemble des loyers du secteur privé était revalorisé de 5 % cela amputerait en moyenne de 370 euros le revenu disponible des ménages locataires. À l'inverse, un gel des loyers représenterait sous cette hypothèse une perte de revenu de l'ordre de 600 euros annuels pour les propriétaires (il y a 3,5 millions de multipropriétaires). Ces estimations reposent sur des hypothèses fortes puisque d'une part tous les propriétaires ne revalorisent pas leur loyer selon l'IRL, d'autre part ces estimations ne tiennent pas compte des dates d'anniversaire des baux en cours (certains loyers ne seront revalorisés qu'en 2023) et encore elles ne tiennent pas compte des changements possibles de locataires au sein des mêmes logements. Ces résultats permettent néanmoins d'illustrer une partie de l'impact redistributif de la question.

Sur la base de ces mêmes hypothèses et des données du modèle de micro-simulation *Ines*, il est possible de simuler l'impact redistributif d'une revalorisation globale de 5 % des loyers du parc privé selon les déciles de niveau de vie, les ménages locataires étant plus présents dans le bas de la distribution et les bailleurs sur-représentés dans le haut de celle-ci (graphique 24). D'un point de vue purement redistributif, les propriétaires bailleurs du parc privé semblent plus à même d'absorber le choc que les locataires du même parc. D'une part parce qu'ils sont globalement plus aisés et d'autre part parce que leur niveau de vie laisse supposer qu'ils font, pour la plupart, partie des ménages ayant pu accumuler de l'épargne au cours de la crise sanitaire¹¹.

Graphique 24. Impact d'une revalorisation des loyers du secteur privé de 5 % par décile de niveau de vie



Insee, Enquête Revenus fiscaux et sociaux 2017 (actualisée 2019), Enquête Patrimoine 2014-2015, Enquête Budget de famille 2017 ; DGFIP, ISF 2017, Pote 2017 ; Insee-Drees-Cnaf, modèle Ines 2019, calculs OFCE.

Une fois encore les résultats de ces simulations sont à prendre avec précaution. S'ils illustrent l'enjeu redistributif de l'arbitrage politique concernant les revalorisations de loyers, ils ne constituent pas une prévision de l'impact redistributif d'une indexation des loyers sur l'IRL, du fait notamment des hypothèses explicitées précédemment.

Du côté du parc social, les bailleurs sociaux ont été largement mis à contribution au cours du précédent quinquennat avec notamment la Réduction de loyer de solidarité, et leurs charges sont par nature plus

11. CAE, « Consommation, épargne et fragilités financières pendant la crise Covid : quelques enseignements additionnels sur données bancaires », Étienne Fize, Camille Landais et Chloé Lavest, *Focus* n° 054-2021.

élevées que celles des bailleurs du parc privé. Dès lors une sous-indexation des loyers pèserait nettement sur leur capacité de financement. Néanmoins, ils logent également des ménages globalement plus fragiles que ceux du parc privé... L'une des solutions pourrait être de revaloriser l'ensemble des loyers non pas sur l'IRL mais sur une fraction de celui-ci. Une autre résiderait dans le changement de calcul de l'IRL¹² en y soustrayant par exemple l'évolution des prix de l'énergie.

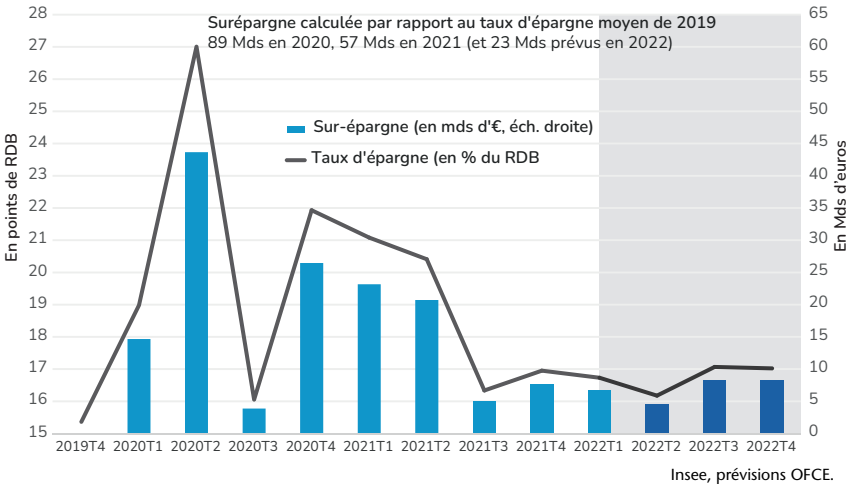
Enfin, reste la solution qui consiste à ce que l'État prenne à sa charge une partie de la hausse des loyers à travers par exemple une hausse des allocations logement (elles aussi largement réduites ces dernières années). Au-delà du coût budgétaire important d'une compensation complète de la hausse pour les allocataires de l'APL (1,8 milliard d'euros selon nos estimations) et des potentiels effets inflationnistes de celle-ci (les propriétaires pourraient être incités à augmenter leurs loyers sachant leur locataire « protégé »), cette solution aurait pour principal avantage de « cibler » la protection contre l'inflation sur les ménages locataires les plus fragiles sans entamer le pouvoir d'achat, et donc les capacités d'investissement des propriétaires-bailleurs. Une telle mesure pourrait être complémentaire des appels aux « revalorisations modérées » réalisés ces dernières semaines...

Les chiffres du premier trimestre 2022 indiquent que le taux d'épargne des ménages reste élevé, supérieur à sa moyenne d'avant crise Covid (15 % en moyenne en 2019). Les ménages n'ont donc pas puisé dans leur bas de laine pour faire face au choc négatif sur le pouvoir d'achat au premier trimestre 2022, ils ont au contraire ajusté très rapidement leur consommation à la baisse de leur revenu réel. Cela confirme que l'incertitude géopolitique conduirait les ménages à adopter un comportement prudent en termes de consommation, amplifié par la vague Omicron au premier trimestre, générant encore une surépargne sur 2022 (graphique 25). Après un recul de 1,5 % au premier trimestre 2022, la consommation des ménages augmenterait de 2,5 % en moyenne en 2022 mais de 0 % en glissement annuel en fin d'année. Le taux d'épargne serait de 16,7 % du Revenu Disponible Brut (RDB) en moyenne en 2022, contre 18,7 % en 2021 et 21 % en 2020. L'impact économique de l'incertitude liée à l'aléa géopolitique, dont une partie passe par les comportements prudents des ménages, est estimé à -0,5 point de PIB en 2022¹³.

12. « Pouvoir d'achat : comment limiter l'inflation des loyers ? », Hippolyte d'Albis, *Les Echos*, mai 2022.

13. Pour plus de détails, voir Département analyse et prévision, sous la direction d'Éric Heyer et Xavier Timbeau, 2022, « L'économie mondiale sous le(s) choc(s) », *OFCE Policy brief*, n° 106, 25 mai.

Graphique 25. Taux d'épargne des ménages et « épargne-Covid »



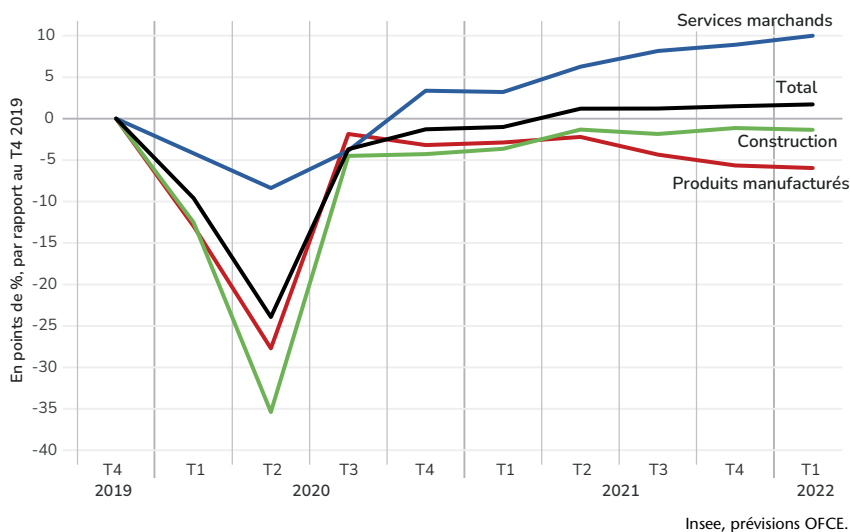
L'investissement se maintient à un haut niveau mais ne tire plus la croissance

Malgré le confinement du mois d'avril 2021 et le maintien d'un couvre-feu jusqu'en juin 2021, l'investissement total était au deuxième trimestre 2021 revenu à un niveau légèrement supérieur à celui d'avant crise. Cela révèle le fait que les entreprises n'ont pas anticipé une chute durable de l'activité, considérant que la crise Covid, bien que très intense, n'était pas durable. Cela révèle également que la situation financière des entreprises a été relativement préservée et n'ampute pas significativement leur capacité à investir. La reprise de l'investissement est particulièrement marquée dans l'investissement en information-communication : il était, au premier trimestre 2022, 10 % au-dessus de son niveau d'avant crise (graphique 26), ce qui montre que les entreprises ont profité de cette crise pour accélérer leur transformation numérique et digitale.

Cependant des points noirs apparaissent : le premier est que l'investissement ne croît quasiment plus depuis trois trimestres alors même que le PIB s'est amélioré de plus de 3 % depuis la mi-2021, indiquant que l'investissement a joué un rôle d'amortisseur de cycle plutôt que d'accélérateur contrairement aux épisodes conjoncturels précédents. Ainsi, la reprise économique depuis l'été 2021 ne s'est pas accompagnée d'une forte augmentation de l'investissement. Deuxièmement,

l'investissement se maintient depuis trois trimestres grâce à l'augmentation de l'investissement en information-communication mais celui dans la construction stagne et l'investissement dans les produits manufacturés se contracte. Cela est certainement à relier aux difficultés d'approvisionnement des entreprises dans le secteur manufacturier et va certainement se prolonger sur l'ensemble de l'année 2022. Nous avons évalué que les difficultés d'approvisionnement amputeraient la croissance française de 0,3 point de PIB en 2022. Enfin, l'investissement des ménages s'est contracté au cours des six derniers mois, et cela devrait se poursuivre au cours des prochains trimestres, notamment avec la remontée attendue des taux d'intérêt. Selon nos évaluations, la remontée des taux réduirait le PIB de 0,1 point en 2022.

Graphique 26. Investissement par produit



La trajectoire de consommation des ménages et de l'investissement pour les trimestres à venir conduiraient à une croissance du PIB de 0,2 % au deuxième trimestre 2022 puis une croissance de 0,3 % les trimestres suivants. La croissance annuelle du PIB serait de 2,4 % en 2022 (tableau 6). La contribution du commerce extérieur, en volume, serait légèrement positive sur 2022 et celle des variations de stocks serait nulle. À la fin de l'année 2022, la croissance du PIB, en glissement annuel, serait de 0,7 %, avec un acquis pour l'année 2023 de seulement 0,4 %.

Dans la poursuite de la trajectoire de fin d'année, l'économie française croîtrait de 1,5 % en 2023, l'effet des chocs ne sera pas résorbé l'année prochaine et pèsera encore sur la croissance.

Arrêt de la baisse du chômage

L'année 2021 a été caractérisée par un fort rebond des créations d'emplois (+591 000 emplois) après des destructions d'emplois en 2020 (-217 000 emplois). Mesuré en glissement annuel en fin d'année, le rebond de l'emploi salarié est encore plus prodigieux en 2021 (+697 000), tiré à la fois par la levée des mesures sanitaires et les mesures spécifiques créées pour soutenir l'emploi, comme la prime exceptionnelle de 8 000 euros pour l'embauche d'un apprenti. Au premier trimestre 2022, la progression de l'emploi salarié s'est poursuivie toutefois à rythme moins soutenu que précédemment (+81 000 emplois créés contre près de +200 000 par trimestre en milieu d'année 2021), entièrement tirée par le secteur marchand.

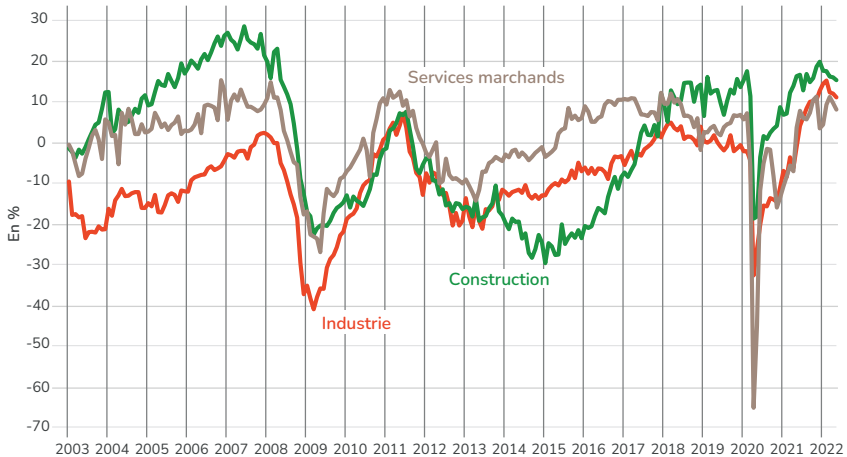
Tableau 6. Compte Emploi-Ressources pour la France

En %	2021				2022				2020	2021	2022
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	0,2	1,0	3,2	0,4	-0,2	0,2	0,3	0,3	-7,9	6,8	2,4
Consommation privée	0,2	1,2	5,8	0,4	-1,4	0,3	0,5	0,5	-6,8	5,3	2,5
Consommation APU	-0,2	-0,1	3,2	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	-4,1	6,3	2,4
Collective APU	-1,7	-0,1	-0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,8	2,8	0,1
Individualisable APU	0,6	0,0	5,1	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	-5,8	8,3	3,7
FBCF totale	1,1	2,0	0,3	-0,3	0,6	0,2	0,1	0,1	-8,4	11,4	1,2
FBCF SNFEI	0,9	2,0	0,5	-0,4	0,4	0,1	0,1	0,1	-6,9	11,4	1,1
FBCF SF	14,0	0,2	-1,5	2,2	2,7	0,1	0,1	0,1	-21,2	17,0	3,9
FBCF Ménages	0,9	3,4	1,4	-0,7	0,0	-0,1	-0,5	-0,5	-11,9	17,0	0,5
FBCF ISBLSM	-1,8	0,9	-0,4	-0,2	0,7	-0,1	-0,5	-0,5	-1,7	1,0	2,1
FBCF APU	-1,3	0,5	-1,8	-0,4	1,8	1,0	1,0	0,9	-5,4	2,7	2,1
Exportations	-0,6	2,6	3,2	2,6	1,2	0,5	0,7	0,7	-17,0	8,6	6,4
Importations	1,6	2,1	0,7	3,9	0,5	0,5	0,7	0,7	-13,0	7,8	5,3
Contributions											
Demande intérieure hors stocks	0,3	1,1	3,9	0,2	-0,6	0,3	0,4	0,4	-6,6	7,1	2,2
Variations de stocks	0,6	-0,2	-1,4	0,7	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,3	0,0
Solde commercial	-0,7	0,1	0,7	-0,5	0,2	0,0	0,0	0,0	-1,0	0,0	0,2

Insee, prévisions OFCE.

D'après les enquêtes auprès des chefs d'entreprises de l'Insee, les tendances prévues des effectifs se retournent, bien que modérément, en début d'année dans tous les secteurs et retrouvent leur niveau d'avant crise dans le bâtiment et les services mais restent supérieures dans l'industrie. (graphique 27).

Graphique 27. Tendances prévues de l'emploi salarié



Insee, enquêtes de conjoncture.

Le reflux du virus Omicron et la baisse de la prise en charge de l'activité partielle devraient se traduire par une remontée de la durée moyenne du travail dès le deuxième trimestre 2022 et celle-ci retrouverait lentement son niveau d'avant-crise. L'emploi progresserait faiblement au deuxième trimestre 2022 (+17 000 emplois salariés) et à un rythme un peu plus soutenu au second semestre 2022 (+ 70 000 salariés au second semestre 2022 par rapport au deuxième trimestre 2022) (tableau 7). La prime exceptionnelle de 8 000 euros par apprenti jusqu'à la fin de l'année 2022 continuerait de soutenir l'emploi salarié dans le secteur marchand. À partir de 2023, les entreprises commenceraient à ajuster leurs effectifs pour récupérer une partie des gains de productivité perdus depuis le début de la crise (graphique 27), ce qui conduirait à moins d'embauches que les années précédentes. L'emploi salarié dans le secteur marchand augmenterait de 0,9 % en 2022 puis 0,2 % en 2023, après 3,1 % en 2021.

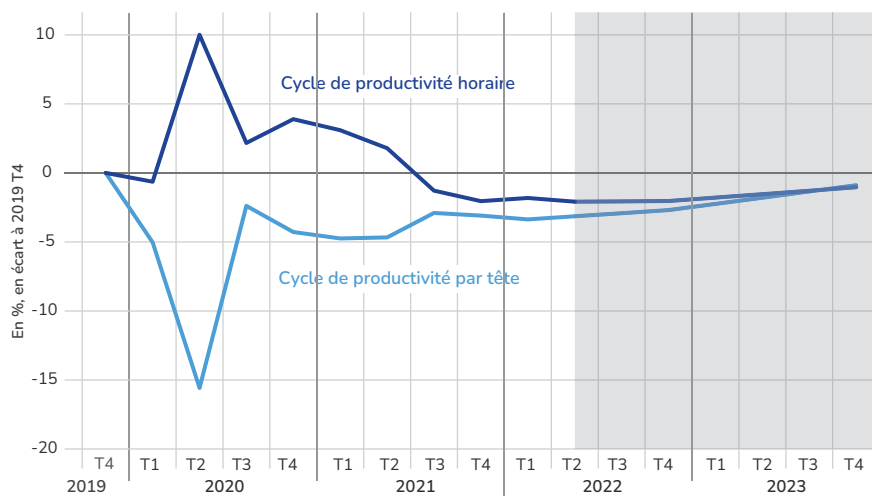
Tableau 7. Évolution de l'emploi intérieur (en milliers)

Variation (T/T-1)	2022 T1	2022 T2	2022 T3	2022 T4	2020 (T/T-4)	2021 (T/T-4)	2022 (T/T-4)
Emploi salarié	81	16	34	34	-217	591	165
<i>Marchand</i>	81	14	32	32	-309	542	158
<i>Non marchand</i>	0	3	3	3	92	49	8
Emploi non salarié	5	4	3	3	56	13	14
Emploi total	86	20	37	37	-161	604	179
<i>En %</i>	0,3	0,1	0,1	0,1	-0,5	2,1	0,6
Population active (en %)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,1
Taux de chômage* (en % de la pop. active)	7,3	7,3	7,3	7,3	8,1	7,9	7,3

* En moyenne, champs : France entière.

Insee, Comptes nationaux trimestriels, prévisions OFCE mai 2022.

Graphique 28. Cycles de productivité horaire et par salarié– branches marchandes



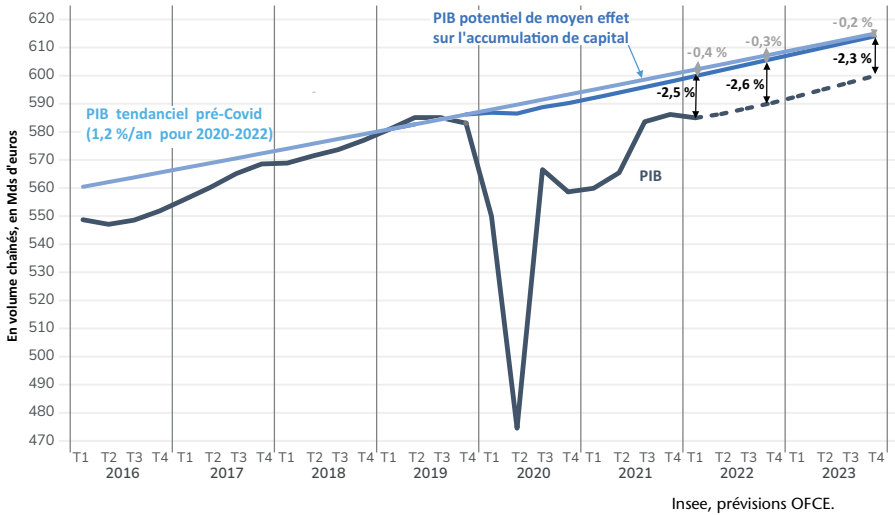
Insee, calculs OFCE.

Bien qu'en net ralentissement à partir du deuxième trimestre 2022, les créations d'emplois seraient suffisantes pour faire baisser légèrement le chômage (-11 000 chômeurs en fin d'année par rapport à la fin du premier trimestre 2022) mais le taux de chômage ne se réduirait pas, se maintenant à 7,3 %. En 2023, les créations d'emplois seraient moins soutenues, en raison notamment de l'écoulement de la rétention de main-d'œuvre liée à la crise sanitaire, (avec la fermeture progressive du cycle de productivité). La population active progresserait au même rythme que l'emploi, ce qui se traduirait par une stabilisation du taux de chômage à 7,3 %.

Les chocs négatifs retardent le retour à la trajectoire de long terme

Au premier trimestre 2022, le PIB se situait 0,3 % au-dessus de son niveau d'avant crise et serait, fin 2022, 1 % au-dessus de celui-ci. En revanche, par rapport à son évolution tendancielle (+1,2 % / an et sans pertes liées à la crise), le PIB accusait un retard de 2,9 % début 2022. Cet écart serait similaire fin 2022, ce qui veut dire que les chocs négatifs sur l'activité française empêchent l'économie de converger vers sa trajectoire tendancielle de long terme hors chocs (graphique 28). En 2023, en raison de l'effet de la diffusion des chocs passés, le PIB ne convergerait que très modérément vers sa trajectoire de long terme, l'écart entre le PIB et son niveau tendanciel étant encore de 2,5 % fin 2023. Par ailleurs, la moindre accumulation de capital productif, privé et public, par rapport à un scénario d'évolution tendancielle de l'économie conduirait à réduire le PIB potentiel de moyen terme de 0,3 % fin 2022 et 0,2 % fin 2023. Ce constat reste suspendu au fait que nous ne faisons ici aucune hypothèse concernant une modification de la trajectoire de la productivité du travail à long terme, ni sur une modification du niveau du taux de chômage structurel. Cela pose donc la question de la nature et la durée de ces chocs et de leurs effets permanents ou non sur le potentiel de croissance et sur l'inflation, que ce soit à travers les effets sectoriels et de compétitivité ou à travers l'évolution des gains de productivité. Le diagnostic sur cet écart entre le PIB observé et le PIB potentiel, difficile à prévoir à ce jour, va conditionner dans les années à venir la dynamique de croissance qui pourrait être liée à un rattrape d'activité ou dans le cas symétriquement opposé à une révision brutale du PIB potentiel.

Graphique 29. PIB effectif, PIB potentiel de moyen terme et PIB tendanciel de long terme



Le déficit se réduit en 2022 mais reste largement au-dessus de celui d'avant crise

Sur l'ensemble de la période 2020-2022, les mesures d'urgence et de relance représenteraient un coût direct pour les finances publiques, hors prise en charge du Fonds de relance européen, de 212 milliards d'euros (8,6 points de PIB), réparti à environ 1/3 plan de relance et 2/3 plan d'urgence (tableau 8). À travers le Plan de relance européen (*Next Génération EU*) la France bénéficierait de 27 milliards d'euros de subventions sur 2021-2022 (1,1 point de PIB).

Face au choc énergétique, le gouvernement a mis en place un Plan de résilience (indemnité inflation, blocage des prix du gaz et de l'électricité, remise de 15 centimes H.T par litre de carburant...) dont le coût budgétaire est évalué à 1,3 point de PIB sur 2021-2022 si la totalité des mesures sur les prix de l'énergie est prolongée jusqu'à la fin de l'année 2022. Enfin, sans présager des résultats des élections et à titre d'information, nous avons évalué l'impact budgétaire des mesures liées à la future loi Pouvoir d'achat à 0,4 point de PIB sur 2022 (chèque alimentaire, indexation accélérée des prestations sociales à 4 % dès juillet, hausse de l'indice de la fonction publique). À cela s'ajoute 0,1 point de PIB en 2022 de coût budgétaire supplémentaire lié au Plan d'investissement « France 2030 ».

Tableau 8. Ensemble des mesures budgétaires nouvelles sur la période 2020-2022

En % du PIB	2020	2021	2022
Mesures d'urgence	3,0	2,6	0,3
Mesures de relance	0,1	1,5	1,1
France 2030	0,0	0,0	0,1
Mesures énergie	0,0	0,2	1,1
Mesures Pouvoir d'achat	0,0	0,0	0,4
Financement UE	0,0	0,7	0,4

PLF 2022, LFR 2021, Plan de résilience, prévisions OFCE.

Au total, l'État injecterait 260 milliards d'euros (10,5 points de PIB) sur la période 2020-2022 pour amortir les effets de la crise sanitaire et ceux de la crise énergétique et alimentaire.

Après un déficit public qui a atteint 8,9 points de PIB en 2020 et 6,5 points de PIB en 2021, le solde public de la France s'améliorerait en 2022 pour s'établir à 5,6 points de PIB malgré les nouvelles mesures budgétaires pour faire face à la crise énergétique, et ce pour deux raisons principales. D'une part, la croissance bien que révisée à la baisse à 2,4 % pour 2022 reste largement au-dessus de la croissance potentielle (1,2 %), ce qui permet de réduire le déficit conjoncturel de

Tableau 9. Décomposition du solde public et dette publique

En % du PIB	2020	2021	2022
Solde public (= a + b + c)	-8,9	-6,5	-5,6
Solde public prévu hors mesures exceptionnelles* (a)	-2,3	-2,9	-3,1
Mesures d'urgence / relance / crise énergétique (b)	-3,1	-3,9	-3,2
Effet d'activité (c)	-3,5	-0,3	0,2
Fonds du plan de relance européen		0,7	0,4
Dette publique	114,6	112,5	112,1

* Nous supposons que la trajectoire du solde public hors mesures exceptionnelles correspond à l'évolution des dépenses publiques en excluant l'ensemble des mesures d'urgence et de relance spécifiques à la gestion de la crise sanitaire, et à une évolution des prélèvements obligatoires (PO) correspondant aux mesures discrétionnaires votées hors mesures d'urgence et plan de relance. En revanche, la baisse des impôts sur la production pour -0,4 point de PIB est incluse dans les mesures discrétionnaires en PO du solde public hors mesures exceptionnelles.

PLF 2022, LFR 2021, Plan de résilience, prévisions OFCE

0,5 point de PIB. D'autre part, bien que de nouvelles mesures budgétaires d'ampleur ont été mises en place en 2022, l'ensemble du coût budgétaire des mesures (y compris urgence et relance) serait inférieur en 2022 de 0,7 point de PIB à celui de 2021. En revanche, le déficit public hors conjoncture et mesures spécifiques liées aux crises se dégraderait de 0,2 point de PIB, principalement en raison de la poursuite de la suppression de la taxe d'habitation.

Avec une croissance à 2,4 % du PIB et une hausse du prix du PIB à 3 %, la dette publique au sens de Maastricht continuerait de se réduire légèrement pour atteindre 112,1 % du PIB en 2022 (après 112,5 % en 2021 et 114,6 % en 2020).

Pour conclure, face aux nouveaux chocs impactant l'économie française, la révision de la croissance pour 2022 a été de grande ampleur en l'espace de quelques mois. Les incertitudes et aléas restent très élevés et soumis en particulier à des facteurs géopolitiques et aux prix des hydrocarbures. Si la réserve d'épargne constituée par les ménages depuis plus de deux ans est un levier positif pour la croissance future, son utilisation à plus court terme reste encore largement incertaine. Par ailleurs, d'autres événements de types financiers ne sont pas à exclure avec la remontée des taux. Enfin, l'impact sur la croissance potentielle et les gains de productivité de ces chocs multiples ainsi que la transformation accélérée des économies restent, à ce stade, difficile à évaluer.

