

Avis n° HCFP-2021-2

**relatif aux prévisions macroéconomiques associées au programme de
stabilité pour les années 2021 à 2027**

13 avril 2021

Synthèse

Le Haut Conseil considère que la prévision de croissance pour 2021 du programme de stabilité est cohérente avec le scénario sanitaire retenu, reposant sur une levée progressive à partir de mai 2021 des restrictions pesant sur les activités et les déplacements. Le scénario reste toutefois entaché d'incertitudes liées à l'évolution de la situation sanitaire.

Le Haut Conseil estime que les hypothèses de croissance potentielle et d'écart de production retenues par le Gouvernement pour 2021 et 2022 sont plausibles. En revanche, il considère que l'hypothèse du Gouvernement selon laquelle la croissance potentielle reviendrait à son niveau d'avant-crise à partir de 2023 est optimiste alors que les risques autour de cette prévision paraissent globalement plutôt orientés à la baisse.

Le Haut Conseil relève que les prévisions de croissance conduisent à une fermeture de l'écart de production en 2024, puis au maintien d'un écart de production nul au-delà. Une telle évolution est entourée d'aléas importants. Par rapport au scénario du programme de stabilité, la trajectoire effective de croissance pourrait être freinée par la hausse des taux d'intérêt et un soutien moins fort du commerce extérieur. En sens inverse, elle pourrait être soutenue par la mobilisation de l'épargne accumulée pendant la crise sanitaire. Par ailleurs, le Haut Conseil note que le programme de stabilité table sur une hausse progressive de l'inflation, qui est incertaine au regard du scénario d'activité.

Le Haut Conseil relève que, selon la prévision du programme de stabilité, le ratio de dette publique augmenterait de 20 points de PIB entre 2019 et 2021, pour atteindre près de 118 points de PIB, et qu'il resterait jusqu'en 2027 proche de ce niveau très élevé.

Il relève aussi que la réalisation de cette trajectoire suppose la matérialisation d'un scénario de croissance et d'inflation que le Haut Conseil juge relativement favorable. Elle suppose aussi la poursuite dans la durée d'un ajustement structurel au moins égal à celui inscrit, mais non documenté encore, dans le programme de stabilité.

Observations liminaires

1. En application de l'article 17 de la loi organique n° 2012-1403 du 17 décembre 2012 relative à la programmation et à la gouvernance des finances publiques, le Haut Conseil rend un avis sur les prévisions macroéconomiques sur lesquelles repose le projet de programme de stabilité pour les années 2021 à 2027, établi au titre de la coordination des politiques économiques des États membres de l'Union européenne. Le programme de stabilité doit être transmis chaque année aux institutions européennes avant le 30 avril (article 4 du règlement (CE) n°1466/97) et communiqué au Parlement français deux semaines auparavant (article 14 de la loi n° 2010-1645 du 28 décembre 2010 de programmation des finances publiques pour les années 2011 à 2014).

1- Sur le périmètre du présent avis

2. Aux termes de l'article 17 de la loi organique du 17 décembre 2012, le Haut Conseil des finances publiques est saisi pour avis des prévisions macroéconomiques sur lesquelles repose le programme de stabilité.

3. En conséquence, le présent avis ne porte pas sur le scénario de finances publiques lui-même. Toutefois, en raison de l'impact des finances publiques sur la croissance à court comme à moyen termes, le Haut Conseil tient compte, pour apprécier la cohérence du scénario macroéconomique qui lui est présenté, d'éléments relatifs à la trajectoire de finances publiques.

2- Sur les informations transmises

4. Le Haut Conseil des finances publiques a été saisi par le Gouvernement, le 7 avril 2021, du cadrage macroéconomique du projet de programme de stabilité. Cette saisine a été accompagnée de réponses détaillées à un questionnaire qui avait été adressé au préalable par le Haut Conseil aux administrations compétentes.

3- Sur la méthode utilisée par le Haut Conseil

5. Afin d'apprécier le réalisme des prévisions macroéconomiques associées au programme de stabilité, le Haut Conseil s'est fondé sur les dernières statistiques disponibles et sur les informations qui lui ont été communiquées par le Gouvernement.

6. Le Haut Conseil s'est également appuyé sur les dernières prévisions produites par un ensemble d'organismes comprenant des institutions internationales et nationales : la Commission européenne, le Fonds monétaire international (FMI), l'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE), la Banque Centrale Européenne (BCE), l'Institut national de la statistique et des études économiques (Insee), la Banque de France et des instituts de conjoncture tels que Rexecode et l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE).

7. Le Haut Conseil a procédé, comme le permet l'article 18 de la loi organique, à des auditions des représentants des administrations compétentes (direction générale du Trésor et direction du budget) et de l'Insee ainsi que d'organismes et experts extérieurs à l'administration des finances (Banque de France, Rexecode, et OFCE).

* *
*

8 Après une brève analyse du contexte général (I), le Haut Conseil formule son appréciation des prévisions macroéconomiques sur lesquelles repose le programme de stabilité du Gouvernement d'abord pour 2021 (II) puis pour les années 2022 à 2027 (III).

I- Un rebond de l'économie mondiale et européenne en 2021, toutefois inégal et partiel

1- Une croissance mondiale toujours tributaire du scénario sanitaire

9 Au printemps 2021, l'économie mondiale reste affectée par les conséquences de la crise sanitaire survenue un an plus tôt. L'activité économique s'est contractée au cours du premier semestre 2020, puis a nettement rebondi avec l'assouplissement des restrictions sanitaires. Ce rebond a été insuffisant pour ramener dès la fin de l'année 2020 l'activité à son niveau d'avant-crise dans une grande majorité de pays. L'arrivée de vaccins, à condition qu'elle soit accompagnée d'une campagne de vaccination efficace, permet d'envisager une nouvelle amélioration de la situation économique dans le courant de l'année 2021, plus ou moins rapide selon les pays.

10 Selon les dernières prévisions disponibles, le PIB mondial, qui s'est contracté de près de 3,5 % en 2020 par rapport à 2019 en moyenne annuelle, devrait ainsi rebondir de plus de 5 % en 2021 et de nouveau de plus de 4 % en 2022, sans toutefois revenir totalement sur la trajectoire d'avant-crise.

Tableau 1 : prévisions de croissance annuelle en volume du PIB mondial (% , en moyenne annuelle)

	Date de publication	2020	2021	2022
FMI	7 avril	-3,3	6,0	4,4
DG Trésor	31 mars	-3,4	5,3	4,3
OCDE	9 mars	-3,4	5,6	4
Consensus Forecasts	8 mars	-3,7	5,3	4,1

Source : *Consensus Forecasts de mars 2021, scénario international de la DG Trésor de mars 2021, perspectives économiques du FMI d'avril 2021, perspectives économiques de l'OCDE de mars 2021*

11 La situation est très hétérogène entre les principales zones économiques mondiales. La Chine, qui n'aurait pas connu de baisse de l'activité en moyenne sur l'année 2020, serait sur la voie de retrouver sa trajectoire de PIB d'avant-crise en 2022. La croissance des États-Unis devrait être soutenue par leur campagne de vaccination, qui a déjà permis une nette baisse des nouvelles contaminations, et un effort de relance massif (dont les 9 points de PIB de l'*American Rescue Plan* de l'administration Biden qui s'ajoutent aux 4 points de PIB de mesures adoptées fin décembre 2020 sous l'administration Trump). Les États-Unis pourraient ainsi retrouver leur niveau de PIB de 2019 dès 2021.

12 Du fait notamment d'une situation sanitaire s'améliorant moins vite qu'aux États-Unis, la reprise devrait être plus tardive en zone euro. Elle serait par ailleurs moins vigoureuse si bien que l'activité en zone euro pourrait ne retrouver son niveau de 2019 que courant 2022.

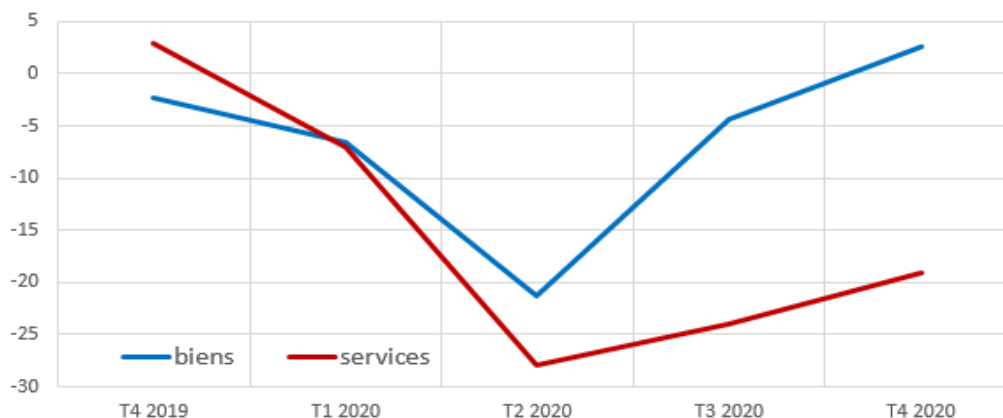
Tableau 2 : prévisions de croissance annuelle en volume du commerce mondial de biens et services (% , en moyenne annuelle)

	Date de publication	2020	2021	2022
FMI	7 avril	-8,5	8,4	6,5
DG Trésor	31 mars	-6,3	8,7	4,8
OCDE	décembre	-10,3	3,9	4,4

Source : scénario international de la DG Trésor de mars 2021, perspectives économiques du FMI d'avril 2021, perspectives économiques de l'OCDE de décembre 2020.

13. La reprise du commerce mondial serait progressive après sa chute en 2020. Elle serait plus nette pour le commerce de biens, qui a déjà retrouvé son niveau de fin 2019, que pour le commerce de services, dont la reprise reste freinée par les contraintes sanitaires.

Graphique 1 : Variation des exportations mondiales de biens et de services en 2020 (% , en glissement annuel)



Source : Organisation mondiale du commerce, mars 2021

14. Un rebond de l'inflation est attendu dans les principales économies avancées en 2021 sous l'effet de plusieurs facteurs largement temporaires : la remontée enregistrée depuis quelques mois des prix des matières premières, notamment les prix pétroliers, après leur chute en 2020 ; les perturbations de certaines chaînes de valeur entraînant des difficultés d'approvisionnement et poussant à la hausse les prix des biens ; le rebond progressif des prix des services entraîné par l'assouplissement attendu des restrictions sanitaires. Elle serait également soutenue, aux États-Unis, par l'impact sur la demande des mesures de relance.

15. Selon la majorité des économistes, le rebond de l'inflation ne se prolongerait pas au-delà de 2021. Le retour à la normale du fonctionnement des économies après 2021 s'accompagnerait d'un retour au régime de faible inflation qui prévalait avant la crise sanitaire dans les économies avancées. La forte concurrence internationale, l'affaiblissement de la transmission des chocs de coûts de production aux prix et les effets désinflationnistes nés des transformations numériques sont autant de facteurs qui pèsent sur la dynamique des prix. L'existence d'un chômage plus élevé en sortie de crise qu'avant celle-ci devrait également peser temporairement sur l'inflation.

16. Enfin, l'amélioration des perspectives d'activité et d'inflation a entraîné une remontée des taux d'intérêt en début d'année, sensible aux États-Unis, plus modérée en Europe. Cette

hausse pourrait limiter quelque peu l'ampleur de la reprise, en durcissant les conditions de financement de l'économie.

2- Un rebond de l'activité en zone euro en 2021, freiné par le maintien de restrictions sanitaires au premier semestre

17. En 2020, l'économie de la zone euro s'est contractée plus nettement que l'économie mondiale (-6,8 % en moyenne annuelle), notamment que les États-Unis (-3,5 %) ou la Chine (+2,3 %). Le rebond de son activité en 2021, bien que marqué (de l'ordre de +4 % selon le *Consensus Forecasts*), serait moins fort que dans le reste du monde. Le durcissement des conditions sanitaires en début d'année dans de nombreux États membres devrait en effet peser sur l'activité. Par ailleurs, le calendrier et le rythme de la reprise vont dépendre de la campagne de vaccination qui s'avère plus lente en zone euro qu'aux États-Unis ou au Royaume-Uni.

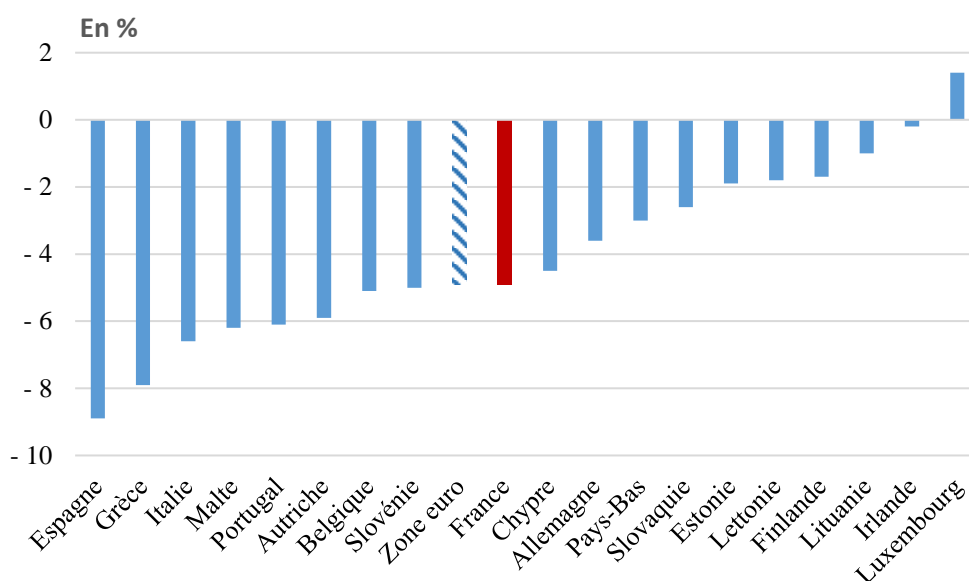
Tableau 3 : prévisions de croissance annuelle en volume du PIB de la zone euro (% , en moyenne annuelle)

	Date de publication	2020	2021	2022	2023
FMI	7 avril	-6,6	4,4	3,8	1,9
DG Trésor	31 mars	-6,8	3,7	4,1	
BCE	11 mars	-6,9	4	4,1	2,1
OCDE	9 mars	-6,8	3,9	3,8	
Consensus Forecasts	8 mars	-6,8	4,3	4,2	
Commission européenne	février	-6,8	3,8	3,8	

Source : prévisions macroéconomiques de la BCE de mars 2021, prévisions d'hiver de la Commission européenne de février 2021, *Consensus Forecasts* de mars 2021, scénario international de la DG Trésor de mars 2021, perspectives économiques du FMI d'avril 2021, perspectives économiques de l'OCDE de mars 2021.

18. Les conséquences économiques de la pandémie sont différentes selon les pays de la zone euro. Le niveau d'activité du quatrième trimestre 2020 comparé à celui du quatrième trimestre 2019 varie de -9,1 % pour l'Espagne à +1,4 % pour le Luxembourg. Les divergences de trajectoires entre pays s'expliquent par plusieurs facteurs : la gravité et la temporalité du choc épidémique, l'ampleur et la durée des mesures de restrictions sanitaires, l'importance des politiques économiques de soutien et le poids économique des secteurs les plus vulnérables. La reprise en 2021 et 2022 devrait également se faire en ordre dispersé et reste entourée d'incertitudes eu égard à la recrudescence de l'épidémie dans de nombreux pays.

Graphique 2 : Variation du PIB en volume au quatrième trimestre 2020 par rapport au quatrième trimestre 2019



Source : Eurostat

19. L'inflation en zone euro serait temporairement soutenue, en 2021, par des facteurs communs au reste du monde (prix des matières premières, perturbations de certaines chaînes de valeur, assouplissement attendu des restrictions sanitaires, mesures de soutien). Elle serait également tirée par des facteurs ponctuels et propres à la zone euro, comme l'impact du relèvement de la TVA en Allemagne après sa réduction temporaire courant 2020¹. Néanmoins, l'inflation en moyenne annuelle devrait rester en deçà de la cible des 2 % de la BCE malgré un possible dépassement en cours d'année dans certains pays.

Tableau 4 : prévisions d'inflation en zone euro (% , en moyenne annuelle)

	Date de publication	2020	2021	2022	2023
FMI	7 avril	0,3	1,4	1,2	
BCE	11 mars	0,3	1,5	1,2	1,4
Consensus Forecasts	8 mars	0,3	1,5	1,3	
Commission européenne	février	0,3	1,4	1,3	
OCDE	décembre	0,3	0,7	1,0	

Source : prévisions macroéconomiques de la BCE de mars 2021, prévisions d'hiver de la Commission européenne de février 2021, Consensus Forecasts de mars 2021, perspectives économiques du FMI d'avril 2021, perspectives économiques de l'OCDE de décembre 2020

3- En France, une perte d'activité désormais équivalente à celle de la zone euro, après un creux plus marqué au premier semestre 2020

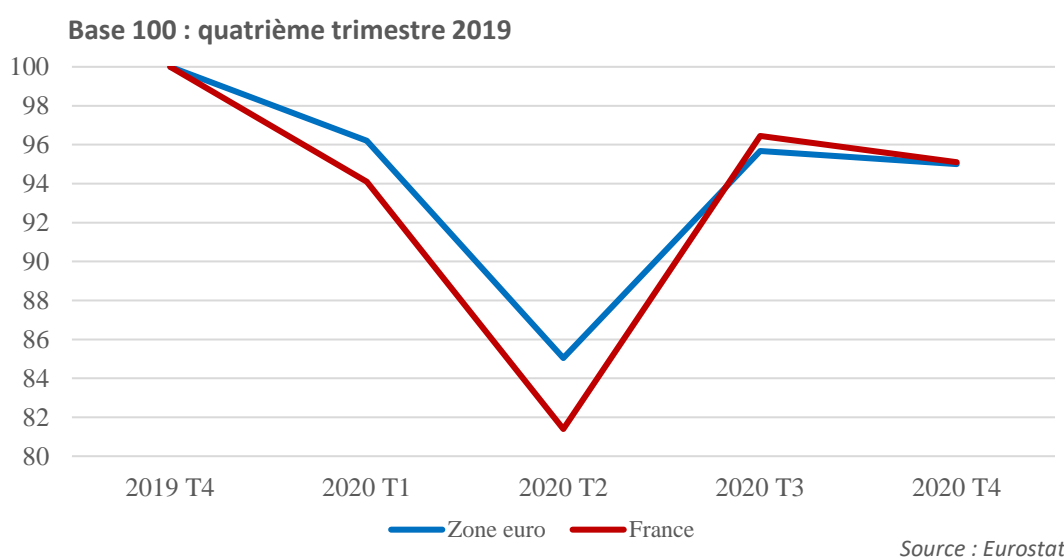
20. La France a subi une baisse du PIB plus forte que la moyenne de la zone euro aux premier et deuxième trimestres 2020, avant un rebond plus marqué au troisième trimestre. Au

¹ Cette mesure visait à soutenir la reprise de la consommation courant 2020.

quatrième trimestre 2020, la perte d'activité par rapport à l'année précédente était voisine de celle de la zone euro.

21. En moyenne annuelle, la France a enregistré une contraction du PIB de 8,2 % en 2020, plus forte que la moyenne de la zone euro. Elle bénéficie néanmoins à la fin de l'année 2020 d'un acquis de croissance plus élevé pour 2021 (3,6 % contre 2,2 % en moyenne pour la zone euro), du fait d'un net rebond de l'activité au second semestre 2020.

Graphique 3 : Trajectoire du PIB en volume en France et en zone Euro



4- De fortes incertitudes tenant à la fois à l'évolution de la crise sanitaire et à ses conséquences sur l'économie

22. L'évolution de la situation sanitaire et des mesures mises en œuvre pour contenir l'épidémie reste la première source d'incertitudes affectant les perspectives économiques. L'accélération de la campagne de vaccination est en particulier nécessaire pour permettre une levée durable des restrictions sanitaires. Tout retard différerait la reprise économique en zone euro et en France.

23. Un autre facteur d'incertitudes porte sur l'ampleur des séquelles sur le tissu économique potentiellement laissées par la crise. Il s'agit en particulier de l'impact que peut avoir sur l'investissement et l'innovation la dégradation des bilans des entreprises privées et les faillites d'entreprises, au moment où les mesures de soutien prises lors de la crise sanitaire commenceront à être réduites, notamment dans les secteurs les plus affectés par la crise. Les réallocations des facteurs de production entre entreprises, sources de gains de productivité globale, pourraient aussi être freinées par le maintien prolongé du soutien financier public à des entreprises non viables.

24. Enfin, l'hétérogénéité des situations économiques entre pays pourrait affecter la reprise économique : à l'échelle mondiale une remontée forte et rapide des taux d'intérêt américains pourrait, par effet de contagion, conduire à un durcissement des conditions de financement dans le reste du monde et en zone euro en particulier. Une mise en œuvre plus lente que prévu des plans de relance en France et en Europe pourrait limiter l'ampleur du rebond attendu.

25. Les facteurs de risque préexistants à la crise et passés au second plan depuis restent présents. Ils portent en particulier sur l'évolution tendancielle de la productivité du travail, la réorganisation des chaînes de valeur, les conséquences de la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne ou la montée des tensions commerciales.

II- Observations sur les prévisions pour 2021

1- Les prévisions du Gouvernement

26. Selon la saisine du Gouvernement, « *la croissance s'établirait à 5 % en 2021 [...] Ce scénario tient compte de mesures sanitaires renforcées à partir de mi-mars [...] table ensuite sur un allègement progressif des mesures de contrainte qui s'étendrait sur le reste de l'année 2021 [...] et aboutit à un retour de l'activité à son niveau de 2019 dès 2022.*

27. *L'inflation augmenterait à +1,1 % en moyenne annuelle en 2021 après +0,5 % en 2020, principalement du fait des prix énergétiques. L'inflation sous-jacente resterait stable en 2021 par rapport à l'année précédente, à +0,6 %, en lien avec une demande toujours modérée et un marché du travail peu dynamique [...].*

28. *La consommation des ménages croîtrait de 3,9 % en 2021 [...] après -7,0% en 2020. Après un point haut à 21,3 % en 2020, le taux d'épargne baisserait à 19,5 % en 2021. [...] L'investissement des ménages connaîtrait un rebond en 2021, après une chute de -12,8 % en 2020 [...] L'investissement des entreprises progresserait de 6,5 % en 2021 après -9,6 % en 2020. [...]*

29. *En 2021, l'emploi salarié marchand se redresserait (+100 000 créations de postes en glissement annuel, soit, exprimé en moyenne annuelle, +15 000 postes). Au premier semestre, des destructions d'emploi salarié marchand seraient observées, sous l'effet de la situation sanitaire encore dégradée. Au second semestre, le rebond serait tiré par la reprise de l'activité économique. [...] L'emploi salarié non marchand serait dynamique en 2021 (+45 000 postes en glissement annuel, soit +90 000 postes en moyenne annuelle). [...] »*

2- Appréciation du Haut Conseil

a) La croissance du PIB en 2021

30. Le programme de stabilité repose sur un scénario de croissance de 5,0 % en 2021 (après une récession de 8,2 % en 2020). Cette trajectoire s'écarte des prévisions de la loi de finances initiale (LFI) pour 2021, qui anticipait un rebond un peu plus important de 6 % du PIB pour 2021 après toutefois un recul nettement plus important (-11 %) en 2020. Au total, le niveau du PIB prévu pour 2021 dans le programme de stabilité est ainsi plus élevé d'un peu plus de 2 % que celui de la LFI.

31. La dégradation de la situation sanitaire a pesé sur l'activité économique au premier trimestre 2021, en raison du renforcement progressif des mesures de restrictions des activités et des déplacements. L'information conjoncturelle disponible, notamment la baisse de la production de services en janvier, celle de la production industrielle en février, le repli de la consommation de biens en février et la baisse des immatriculations en mars, ainsi que les messages contrastés des dernières enquêtes de conjoncture, est cohérente avec une stagnation voire une baisse du PIB au premier trimestre 2021.

32. Les nouvelles mesures de restrictions mises en place fin mars 2021, notamment la limitation des déplacements, la fermeture de certains commerces et celle des établissements

scolaires en avril, laissent attendre une diminution de l'activité économique au deuxième trimestre. L'ampleur de la baisse va essentiellement dépendre de l'évolution de la situation sanitaire au cours du trimestre : elle devrait être relativement limitée en cas de levée progressive des restrictions dès la fin du mois d'avril, comme retenu dans la prévision du Gouvernement. Elle serait plus marquée si l'évolution des conditions sanitaires devait imposer une levée plus tardive de ces restrictions. À l'inverse, un rebond de l'activité ne peut pas être exclu dès le deuxième trimestre, en cas d'évolution plus favorable que prévu de la situation sanitaire et de reprise très vive de l'activité, même si ce scénario n'est pas celui retenu par les économistes et institutions auditionnés par le Haut Conseil.

^{33.} La prévision de croissance du Gouvernement pour 2021, à 5 %, suppose un fort rebond de l'activité au troisième trimestre. Sous réserve que l'amélioration des conditions sanitaires attendue du déploiement accéléré de la vaccination permette un desserrement progressif des restrictions d'activité, cette prévision est atteignable. Elle peut s'appuyer sur la perspective d'un redressement de la consommation et de l'investissement des ménages, dont le pouvoir d'achat a été préservé durant la crise et qui ont accumulé un surcroît d'épargne très important. Par ailleurs, l'investissement des entreprises serait dans l'ensemble soutenu par des conditions de financement favorables et un environnement international porteur, même si certains secteurs resteraient pénalisés par les effets plus durables de la crise.

^{34.} La prévision de croissance du Gouvernement pour 2021 est plus basse que celles des organisations internationales (5,5 % pour la Commission européenne en février 2021, 5,9 % pour l'OCDE en mars, 5,8 % pour le FMI en avril) et que les autres prévisions nationales (5 % pour l'OFCE, 5,5 % pour la Banque de France et 5,6 % pour Rexecode). La prévision moyenne du *Consensus Forecasts* pour la France, qui synthétise les estimations de vingt-trois prévisionnistes, est de 5,5 % en mars, avec des prévisions s'échelonnant entre 4,5 % et 7,0 %. La faiblesse relative de la prévision du Gouvernement rend compte de l'impact des mesures de restrictions des activités et des déplacements mises en place depuis début mars, après l'élaboration des prévisions de la plupart des autres instituts.

^{35.} **Le Haut Conseil considère que la prévision de croissance pour 2021 du programme de stabilité est cohérente avec le scénario sanitaire retenu, reposant sur une levée progressive à partir de mai 2021 des restrictions pesant sur les activités et les déplacements. Le scénario reste toutefois entaché d'incertitudes liées à l'évolution de la situation sanitaire.**

b) L'emploi et la masse salariale du secteur marchand en 2021

^{36.} L'emploi salarié marchand non agricole se stabiliserait en 2021 (+0,1 % soit +15 000 créations de postes en moyenne annuelle), après un repli de 1,5 % en 2020 (258 000 pertes d'emplois) ; il resterait 1,4 % en dessous de son niveau de 2019. La progression de l'emploi prévue par le Gouvernement est moindre que celle du PIB (+5 %). Les entreprises devraient en effet ajuster le volume d'heures de travail à la hausse de la production prévue par rapport à 2020 en ayant moins recours à l'activité partielle. La prévision suppose toutefois que la productivité du travail ne reviendrait pas sur sa tendance d'avant-crise. Le Haut Conseil considère que cette prévision, proche de celles des instituts auditionnés, est cohérente avec le scénario économique et sanitaire retenu par le Gouvernement.

^{37.} L'évolution du salaire nominal moyen est affectée par le recours à l'activité partielle. En effet, si le dispositif d'activité partielle permet de maintenir en emploi les salariés, le salaire moyen versé par les entreprises est nettement réduit, l'essentiel de la rémunération des heures chômées étant pris en charge par l'État et l'Unédic. Après avoir fortement baissé en 2020, le

salaires nominal moyen rebondirait ainsi en 2021 dans le sillage de la reprise de l'activité et du moindre recours par les entreprises à l'activité partielle.

38. En le retraitant des effets de l'activité partielle, le salaire nominal moyen « économique » prévu par le Gouvernement progresserait de 1,5 % en moyenne par an sur la période 2019-2022, soit 0,3 point en deçà de la moyenne sur les 5 dernières années. Ce ralentissement de la hausse des salaires reflète les effets de la progression du taux de chômage ainsi que le ralentissement de la productivité pendant la crise. Le Haut Conseil estime que cette prévision est plausible.

39. Au total, la masse salariale du secteur privé rebondirait de 4,9 % en 2021, après la chute de 5,2 % en 2020 due aux destructions d'emploi et à la baisse des heures travaillées. La masse salariale totale resterait environ 0,5 % en deçà de son niveau de 2020, en cohérence avec un retour partiel au niveau d'activité d'avant-crise.

40. La hausse des revenus des ménages en 2021 serait moins prononcée que celle de la masse salariale, en raison notamment d'un retrait progressif des mesures de soutien exceptionnel au pouvoir d'achat (activité partielle, aides aux ménages modestes, fonds de solidarité, report de la mise en œuvre de la réforme de l'assurance chômage).

Tableau 5 : Décomposition de la masse salariale du secteur marchand non agricole (variations en %)

	2019	2020	2021 (prévision)
Emploi salarié marchand	1,5	-1,3	0,1
Salaire moyen par tête	1,9	-4,0	4,9
Masse salariale	3,5	-5,2	4,9

Source : programme de stabilité 2021 - 2027

41. **Le Haut Conseil considère que les prévisions d'emploi et de masse salariale pour 2021 sont cohérentes avec le scénario d'activité.**

c) Les prix à la consommation en 2021

42. Le programme de stabilité prévoit une hausse de l'indice des prix à la consommation² de 1,1 % en moyenne annuelle 2021, soit un rebond sensible par rapport à 2020 (0,5 %). Celui-ci la ramènerait à son niveau de 2019 (1,1 %).

43. La hausse de l'inflation par rapport à 2020 prévue dans le programme de stabilité traduit principalement l'effet du rebond des prix du pétrole à l'œuvre depuis son point bas de mars 2020³ sur les prix à la consommation des produits pétroliers.

44. Le programme de stabilité retient en revanche une prévision de stabilité de l'inflation sous-jacente en 2021 (0,6 %), un peu en dessous de son niveau d'avant-crise (0,8 % en 2018 et 2019).

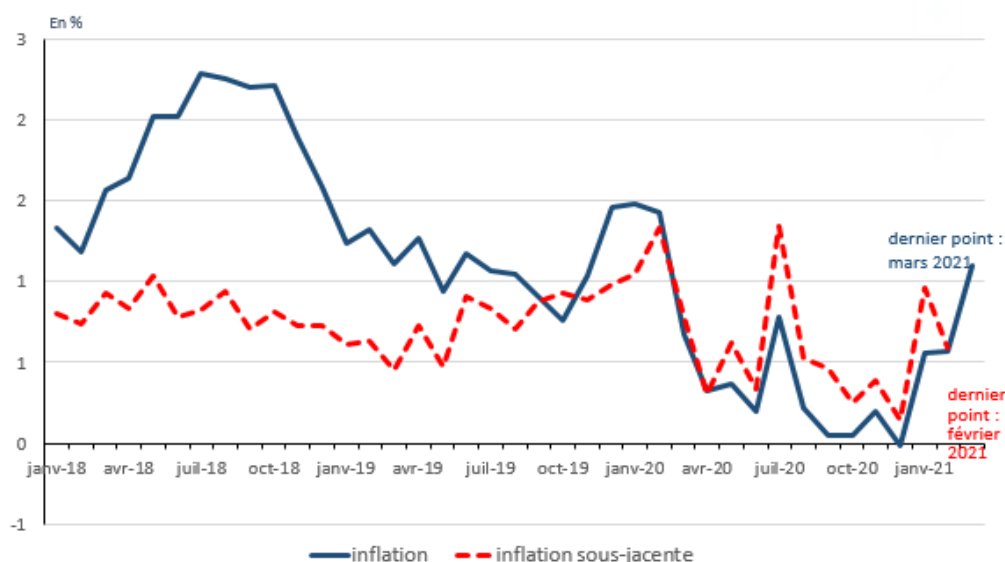
45. L'inflation a pourtant déjà commencé à se redresser en début d'année 2021, du fait notamment de la hausse de quelques postes spécifiques (tels que les biens d'équipement du logement, l'horlogerie-bijouterie ou les loyers). Ce redressement pourrait se poursuivre en

² Indice des prix à la consommation (IPC) de l'Insee.

³ 50,2 € le baril de Brent en 2021 contre 36,6 € en 2020.

cours d'année. La hausse récente des prix du pétrole et des matières premières industrielles devrait en effet se transmettre progressivement aux prix à la consommation de produits manufacturés tandis que les prix des services les plus affectés aujourd'hui par la baisse de la demande des ménages du fait des restrictions des activités et des déplacements pourraient rebondir au cours du second semestre avec la levée attendue de ces restrictions.

Graphique 4 : inflation et inflation sous-jacente en France



source : Insee

46. Le Haut Conseil estime que l'impact de la hausse récente des prix des matières premières sur les prix à la consommation et le retour progressif à la normale des prix des services aux ménages, en lien avec la levée progressive des restrictions sanitaires, pourraient conduire en 2021 à une inflation temporairement plus élevée que prévu par le Gouvernement.

III- Observations sur le scénario macroéconomique pour les années 2022 à 2027

47. Les prévisions à l'horizon 2027 du programme de stabilité en matière de croissance et d'inflation doivent être examinées au regard de la position de l'économie française dans le cycle. Celle-ci s'apprécie à partir de l'écart de production (*output gap*), correspondant à l'écart relatif entre le PIB observé et le PIB potentiel. Le PIB potentiel est défini comme la production qui serait obtenue une fois éliminés les chocs temporaires qui affectent l'économie. L'écart de production constitue ainsi, quand il est négatif, un indicateur de la capacité de rebond de l'activité économique, ou, quand il est positif, d'une perspective de ralentissement.

A. La croissance potentielle et l'écart de production

1- Le scénario du Gouvernement

48. Selon la saisine du Gouvernement, « Le PIB potentiel croîtrait de +0,6 % en 2021 et de +1,35 % en 2022 et au-delà, après -0,3 % en 2020. [...] »

⁴⁹ L'écart de production, qui se situerait à -7,7 pt de PIB potentiel en 2020, se résorberait en grande partie à horizon 2023 grâce au plan de relance. [...] L'écart de production se refermerait en 2024. »

2- Appréciation du Haut Conseil

⁵⁰ Dans un contexte de crise économique majeure, les estimations de croissance potentielle et d'écart de production sont affectées d'une incertitude plus grande qu'à l'accoutumée. L'hétérogénéité des estimations des organisations internationales témoigne de ces incertitudes, liées aux fluctuations économiques d'ampleur et de nature exceptionnelles, mais aussi à des appréciations différentes des conséquences durables de la crise sur le potentiel productif⁴.

Tableau 6 : estimations de croissance potentielle et d'écart de production du Gouvernement et des organisations internationales

	2020		2021		2022	
	Croissance potentielle	Écart de production	Croissance potentielle	Écart de production	Croissance potentielle	Écart de production
Commission européenne	0,7	-8,3	1,0	-3,9	1,2	-2,1
FMI	-3,8	-4,6	4,0	-2,9	1,7	-0,5
OCDE	1,0	-10,0	0,9	-5,4	0,8	-3,1
Gouvernement	-0,3	-7,7	0,6	-3,6	1,35	-1,1

Source : prévisions d'automne 2020 de la Commission européenne, perspectives économiques du FMI d'avril 2021, perspectives économiques de l'OCDE de décembre 2020 et Programme de stabilité 2021 - 2027

⁵¹ Très hétérogènes pour 2020 et 2021, les estimations des différentes organisations s'inscrivent dans un intervalle un peu plus étroit en 2022, tant pour l'écart de production (de -3,1 à -0,5 %) que pour la croissance potentielle (de 0,8 à 1,7 %). Le scénario du Gouvernement de croissance potentielle et d'écart de production en 2021 et 2022 s'inscrit dans cet intervalle.

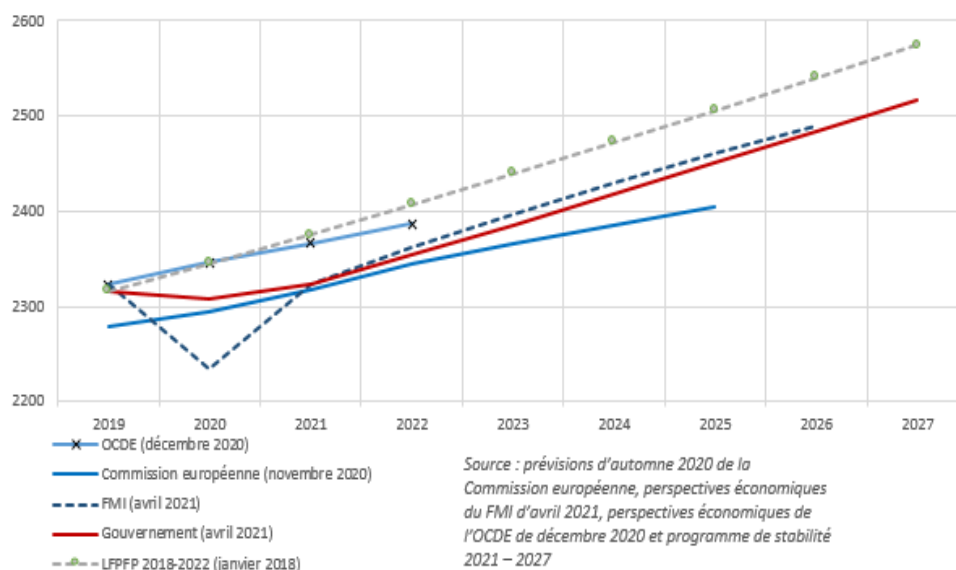
⁵² Le scénario du Gouvernement suppose un impact permanent de la crise sanitaire sur le niveau du PIB potentiel d'un peu plus de 2 points par rapport au scénario d'avant-crise tel qu'il figurait dans la loi de programmation de janvier 2018. Cet impact, qui équivaut à environ la moitié de la perte en niveau observée à la suite de la crise financière de 2009, se situe dans la fourchette des pertes de PIB potentiel qui ressortent des prévisions des organisations internationales en 2021 (-1 point pour l'OCDE, -2 points pour la Commission européenne et le FMI) et des estimations des économistes européens⁵. Le scénario d'une baisse permanente du PIB potentiel après la crise serait ainsi comparable aux expériences passées⁶, même si l'ampleur de cette baisse est entourée d'une forte incertitude.

⁴ Les différences méthodologiques accentuent l'hétérogénéité des résultats.

⁵ [Post Covid-19 Potential Output in the Eurozone | The CFM-CEPR Surveys \(cfmsurvey.org\)](#).

⁶ Voir le [chapitre 2 des Perspectives économiques mondiales du FMI publiées en avril 2021](#).

Graphique 5 : Comparaison des prévisions d'activité potentielle en France (PIB en Md€ en volume)



53. À partir de 2022, le Gouvernement maintient sa prévision de croissance potentielle de 1,35 % par an, inscrite dans la LFPF. Le Gouvernement suppose ainsi qu'une fois passé le choc de 2020-2021, la croissance potentielle revient sur sa valeur d'avant-crise, et même un peu au-dessus. L'estimation de croissance potentielle du Gouvernement se situe dans le haut de l'intervalle des prévisions à moyen terme des économistes, qui n'ont généralement pas été significativement révisées par rapport aux estimations datant d'avant-crise.

54. L'évolution du PIB potentiel à moyen terme est affectée de nombreux aléas. Du côté positif, les bénéfices potentiels des technologies numériques, dont la crise a accéléré l'adoption par les entreprises, les investissements publics décidés dans le cadre du plan de relance et les réformes structurelles mises en œuvre avant la crise sont susceptibles de rehausser la croissance potentielle. À l'inverse, la tendance longue au ralentissement de la productivité pourrait se prolonger dans le cas où la crise sanitaire aurait un impact négatif durable sur l'économie, dès lors que l'on serait incapable d'adapter les compétences aux changements structurels qu'elle entraîne et que les entreprises, confrontées à une dégradation de leur bilan, limiteraient leurs investissements et leurs dépenses de R&D. La croissance potentielle pourrait aussi être affectée par plusieurs évolutions structurelles, telles que vieillissement de la population et les conséquences économiques de la transition écologique.

55. **Le Haut Conseil estime que les hypothèses de croissance potentielle et d'écart de production retenues par le Gouvernement pour les années 2021 et 2022 sont plausibles. En revanche, l'hypothèse du gouvernement selon laquelle la croissance potentielle reviendrait à son niveau d'avant crise à partir de 2023 est optimiste alors que les risques autour de cette prévision paraissent globalement plutôt orientés à la baisse.**

B. Observations sur le scénario macroéconomique pour les années 2022 à 2027

1- Le scénario du Gouvernement

56. Selon la saisine du Gouvernement, « la croissance s'établirait à 4 % en 2022 [...] et l'activité atteindrait ainsi en 2022 un niveau supérieur de 0,2 % à son niveau de 2019. [...] »

^{57.} En 2022, l'inflation diminuerait à +0,8 %, avec le ralentissement des prix administrés (tabac) et sous l'hypothèse d'un gel du cours du baril de pétrole, tandis que l'inflation sous-jacente augmenterait à +0,9 %, portée par l'amélioration du marché du travail et la poursuite de la reprise économique [...]

^{58.} Le commerce extérieur aurait une contribution positive (+0,3 pt) en 2022. [...] Le commerce mondial en biens afficherait un fort rebond en 2021 (+8,7 %), avant de retrouver un rythme plus modéré en 2022 (+4,8 %).

^{59.} La consommation des ménages croîtrait de 5,7 % en 2022 [...] après 5,7 % en 2021. Après 21,3 % en 2020 et 19,5 % en 2021, le taux d'épargne baisserait à 16 % en 2022. [...] L'investissement des entreprises progresserait de 6,3 % en 2022. [...]

^{60.} En 2022, l'emploi marchand poursuivrait son rebond : en cumulé sur l'année, entre fin 2021 et fin 2022, 145 000 emplois salariés marchands seraient créés (soit +220 000 postes en moyenne annuelle). L'emploi salarié non marchand se stabiliserait en 2022 (+25 000 postes en moyenne annuelle, stable en glissement annuel). Cette hausse serait portée par l'augmentation des emplois à destination des jeunes soutenus par le Plan de relance. »

2- Appréciation du Haut Conseil

^{61.} Pour 2022, le programme de stabilité retient une prévision de croissance de 4 %, qui ramènerait le PIB à peine au-dessus de son niveau de 2019 (+0,2 %) en moyenne sur 2022. Sous réserve d'une maîtrise durable de l'épidémie, cette prévision est prudente. Elle suppose notamment que le taux d'épargne des ménages resterait supérieur, d'un point environ, à son niveau de 2019, alors même que les ménages disposeraient d'une importante surépargne (de l'ordre de 12 points de leur revenu disponible brut, soit 8 points de PIB) résultant en partie de l'impossibilité de consommer certains services en 2020 et 2021. La consommation et le PIB pourraient ainsi être plus dynamiques en 2022 que prévu dans le programme de stabilité si les ménages venaient à consommer une partie de ce surcroît épargne.

^{62.} Au-delà, les prévisions de croissance du programme de stabilité s'établissent à 2,3 % en 2023 et 1,4 % en 2024. Dans ce scénario, l'écart de production se refermerait en 2024, il resterait nul à l'horizon 2027, la croissance progressant à partir de 2025 à son rythme potentiel (1,35 %). Compte tenu de l'estimation du niveau du PIB potentiel, ce scénario correspond à un scénario médian, sans choc conjoncturel : comme l'a noté le Haut Conseil dans un avis antérieur⁷, ce mode de construction du scénario constitue une base raisonnable pour établir une trajectoire pluriannuelle de finances publiques, même si, *ex post*, des chocs de toute nature sont susceptibles de faire dévier le PIB, à la hausse ou à la baisse, de cette trajectoire.

^{63.} La trajectoire de croissance du PIB entre 2025 et 2027 se réaliserait dans un contexte où le *policy-mix* serait moins porteur. Le programme de stabilité retient un ajustement structurel annuel de 0,3 point de PIB à partir de 2023 (voir *infra*) et une remontée des taux d'intérêt⁸, qui devraient peser sur la demande intérieure. Ce scénario suppose donc que l'orientation plus restrictive du *policy-mix* pourra être compensée par des facteurs de soutien de la demande, notamment en provenance de l'environnement extérieur. Même si ce n'est pas l'hypothèse du programme de stabilité, ce soutien pourrait aussi venir de la mobilisation progressive de l'épargne accumulée pendant la crise sanitaire.

⁷ Avis n° HCFP-2019-1 relatif aux prévisions macroéconomiques associées au programme de stabilité pour les années 2019 à 2022.

⁸ Entre 2022 et 2027, les taux longs passeraient de 0,8 % à 2,7 %.

⁶⁴ Le scénario du programme de stabilité repose sur l'hypothèse que le retour du PIB au PIB potentiel permettra une remontée de l'inflation à l'horizon 2027, alors même que cela n'avait pas été le cas à la fin des années 2010 en pareilles circonstances et que, par hypothèse, le scénario d'activité est compatible avec une absence de tensions sur l'appareil de production. La hausse sensible retenue dans le scénario (de 1,2 % en 2023 à 1,75 % à partir de 2025 pour les prix à la consommation hors tabac) est donc incertaine.

⁶⁵ **Le Haut Conseil relève que les prévisions de croissance conduisent à une fermeture de l'écart de production en 2024, puis au maintien d'un écart de production nul au-delà. Une telle évolution est entourée d'aléas importants. Par rapport au scénario du programme de stabilité, la trajectoire effective de croissance pourrait être freinée par la hausse des taux d'intérêt et un soutien moins fort du commerce extérieur. En sens inverse, elle pourrait être soutenue par la mobilisation de l'épargne accumulée pendant la crise sanitaire. Par ailleurs, le Haut Conseil relève que le programme de stabilité table sur une hausse progressive de l'inflation, qui est incertaine au regard du scénario d'activité.**

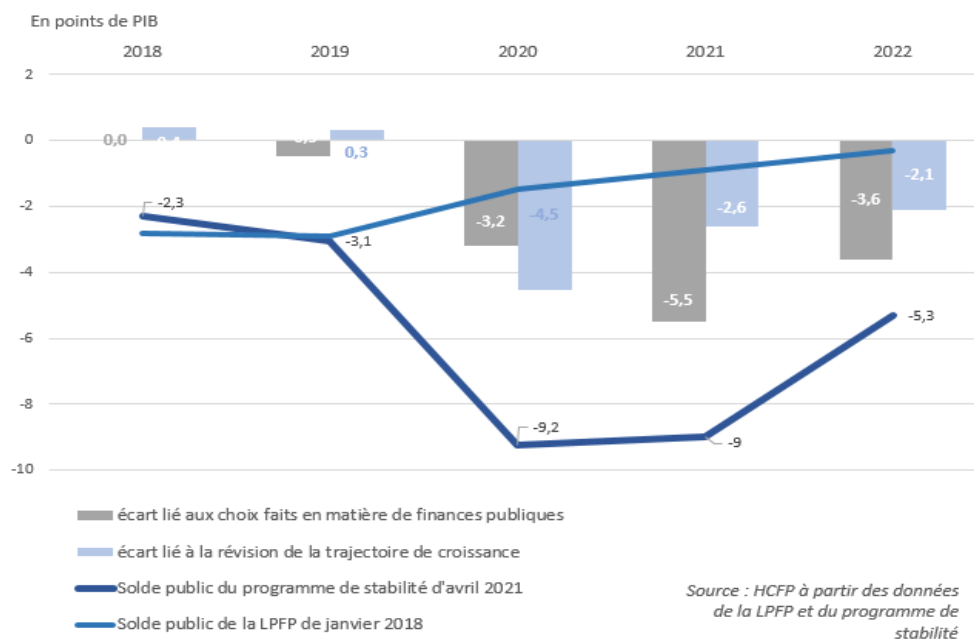
3- Impact du scénario macroéconomique sur les finances publiques

⁶⁶ En 2019, le solde public s'établit à -3,1 points de PIB, soit un déficit supérieur de 0,2 point de PIB à celui prévu par la loi de programmation. Cet écart s'explique par une orientation sensiblement moins restrictive des finances publiques (qui contribuent à une dégradation de -0,4 point de PIB par rapport à la LPFP) en partie compensée par l'impact sur les recettes d'une trajectoire de croissance meilleure que celle prévue en LPFP (+0,3 point de PIB).

⁶⁷ Le déficit public en 2020 et 2021 (-9,2 points de PIB puis -9,0 points) est nettement plus dégradé que celui qui est inscrit dans la loi de programmation de janvier 2018 (prévu à -1,5 point de PIB puis -0,9 point). En 2020, cette dégradation du solde par rapport à la loi de programmation de janvier 2018 s'explique principalement par la révision de la trajectoire de croissance (- 4,5 points de PIB), mais aussi par l'action des pouvoirs publics⁹, notamment les mesures d'urgence et de soutien décidées à compter du printemps 2020 (- 3,2 points). Pour 2021, le surcroît de dépenses et les moindres recettes seraient le principal facteur d'écart (- 5,5 points de PIB), l'impact du scénario économique y contribuant aussi à hauteur de - 2,6 points de PIB.

⁹ Mesurée comme l'écart entre la somme du solde structurel et des mesures exceptionnelles et temporaires présentés par le Gouvernement entre le programme de stabilité et la loi de programmation des finances publiques.

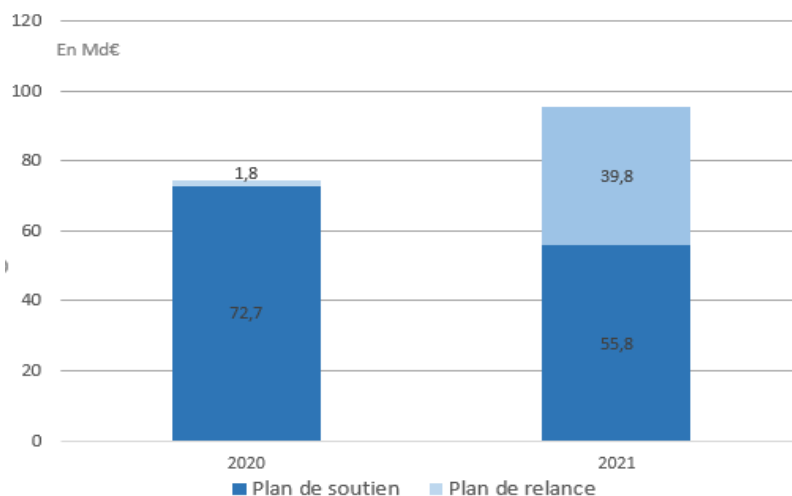
Graphique 6 : Décomposition de l'écart du solde public effectif entre la LPFP de janvier 2018 et le programme de stabilité d'avril 2021



Note : L'écart lié aux choix faits en matière de finances publiques correspond à l'écart entre le déficit structurel du programme de stabilité d'avril 2021 et celui de la loi de programmation de janvier 2018 ainsi qu'aux révisions des mesures ponctuelles et temporaires. L'écart lié à la révision de la trajectoire de croissance correspond à l'écart entre la composante conjoncturelle du programme de stabilité d'avril 2021 et celle de la loi de programmation de janvier 2018. La composante conjoncturelle du déficit présentée dans le programme de stabilité d'avril 2021 est calculée avec la croissance potentielle révisée.

68 Le programme de stabilité prévoit pour 2021 un recul des dépenses de soutien (55,8 Md€, après 72,7 Md€ en 2020), qui serait néanmoins plus que compensé par les mesures de relance dont l'impact sur le solde public devrait s'établir à 39,8 Md€. La dépense publique, hors crédits d'impôt, continuerait ainsi sa progression en 2021 à hauteur de + 2,7 % en volume, après + 6,9 % en 2020.

Graphique 7 : Montants des plans de soutien et de relance

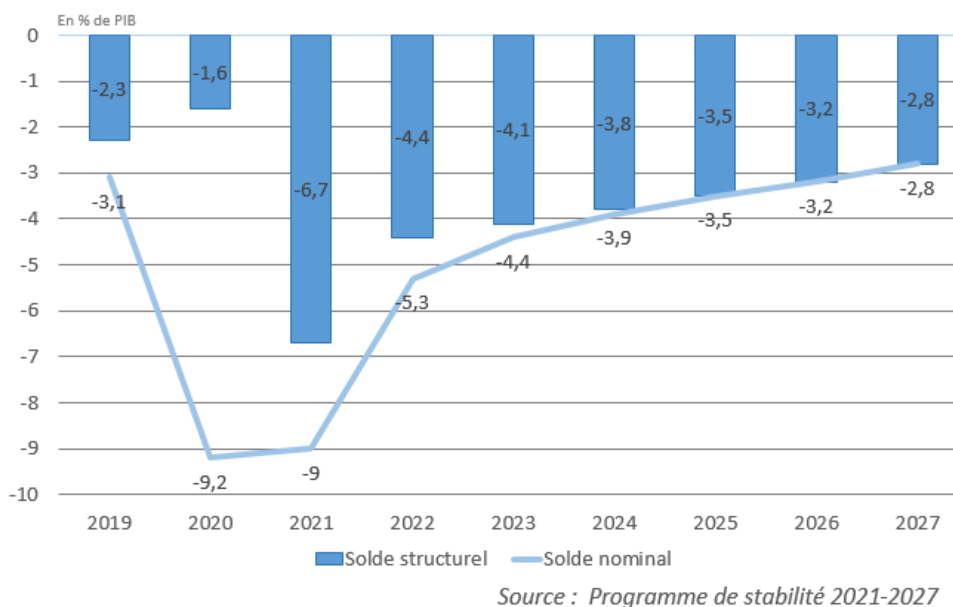


Note : Les montants prennent en compte l'ensemble des dépenses et recettes mais ne comprennent pas l'impact du financement européen de certaines mesures pour 2021.

69. En 2022, le solde public s'améliorerait mais resterait encore fortement négatif (- 5,3 points de PIB), sous l'effet conjoint de la poursuite du rattrapage de l'activité économique et de la baisse attendue du montant des mesures de relance et de soutien.

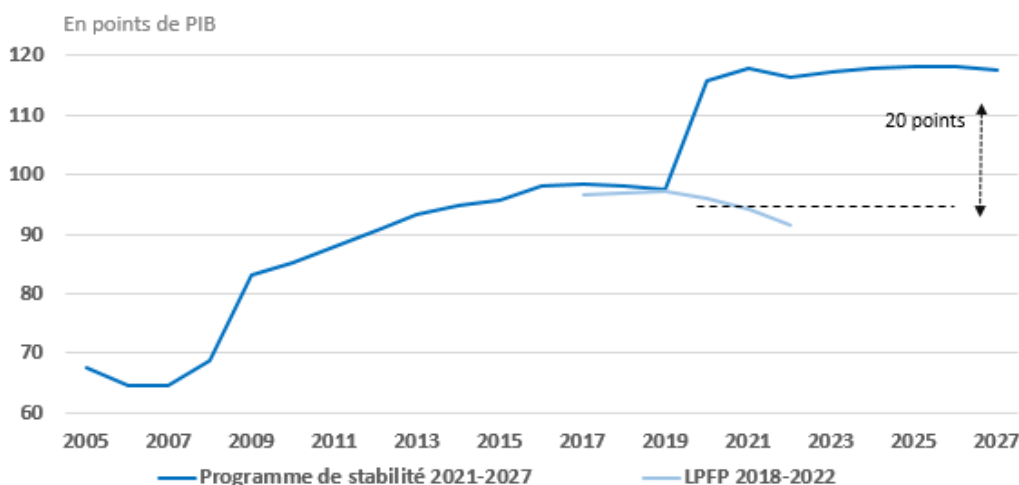
70. Au-delà, le déficit se réduirait progressivement à l'horizon du programme de stabilité, pour s'établir à 2,8 points de PIB en 2027. Sur la période 2023-2027, le solde public se redresserait en moyenne de 0,5 point de PIB par an, tandis que le solde structurel s'améliorerait de 0,3 point environ.

Graphique 8 : Trajectoire de solde entre 2019 et 2027



71. La dégradation du déficit public et la baisse du PIB ont affecté très fortement la trajectoire du ratio de dette sur PIB en 2020. Alors qu'il devait commencer à baisser à partir de 2020 selon la loi de programmation 2018-2022, le ratio d'endettement a augmenté de 18,1 points pour s'élever à 115,7 points de PIB et il augmenterait encore en 2021, à 117,8 points de PIB. Sous l'effet d'un déficit durablement creusé, le ratio de dette resterait proche de 118 points de PIB jusqu'en 2027, année où il serait encore supérieur de 20,1 points à son niveau de 2019.

Graphique 9 : Trajectoire du ratio de dette publique



⁷² La trajectoire de dette publique est étroitement dépendante des hypothèses retenues en matière de croissance et d'inflation. Une croissance du PIB ou une inflation plus faible, même légèrement, se traduirait, à effort structurel inchangé, par une hausse accrue du ratio d'endettement. L'inflexion du niveau de dette à l'horizon de 2027 ne pourra elle être obtenue, à scénario macroéconomique inchangé, que sous l'hypothèse que le redressement du solde structurel soit à partir de 2023 au moins égal à celui, d'environ 0,3 point de PIB par an, prévu dans ce programme de stabilité.

⁷³ **Le Haut Conseil relève que, selon la prévision du programme de stabilité, le ratio de dette publique augmenterait de 20 points de PIB entre 2019 et 2021, pour atteindre près de 118 points de PIB, et qu'il resterait jusqu'en 2027 proche de ce niveau très élevé.**

⁷⁴ **Il relève aussi que la réalisation de cette trajectoire suppose notamment la matérialisation d'un scénario de croissance et d'inflation que le Haut Conseil juge relativement favorable. Elle suppose aussi la poursuite dans la durée d'un ajustement structurel au moins égal à celui inscrit, mais non documenté encore, dans le programme de stabilité.**

*

* *

Le présent avis sera publié au *Journal officiel* de la République française et joint au programme de stabilité lors de sa transmission par le Gouvernement au Conseil de l'Union européenne et à la Commission européenne.

Fait à Paris, le 13 avril 2021.

Pour le Haut Conseil des finances publiques,
le Premier président de la Cour des comptes,
Président du Haut Conseil des finances publiques



—

Pierre MOSCOVICI

ANNEXE

Scénario macroéconomique du programme de stabilité

	2020*	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Opérations sur biens et services en volume								
Produit intérieur brut	-8,2	5,0	4,0	2,3	1,6	1,4	1,4	1,4
Consommation finale des ménages	-7,3	4,0	5,7	2,6	1,5	1,3	1,4	1,4
Dépenses de consommation des APU	-3,1	5,9	-1,7	0,5	0,8	0,9	0,8	0,8
Formation brute de capital fixe	-10,3	8,3	4,6	2,6	1,7	1,7	1,0	1,0
Importations	-11,5	7,5	7,8	5,2	3,4	3,2	3,1	3,1
Exportations	-16,3	8,2	9,3	6,2	4,1	3,6	3,6	3,6
Contributions à l'évolution du PIB en volume								
Demande intérieure finale hors stocks	-7,1	5,5	3,7	2,1	1,4	1,3	1,2	1,2
Variation des stocks et objets de valeur	0,3	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Commerce extérieur	-1,4	0,0	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Prix et valeur								
Indice des prix à la consommation	0,5	1,1	0,8	1,2	1,5	1,8	1,8	1,8
Déflateur du produit intérieur brut	2,2	0,3	1,2	1,2	1,4	1,6	1,6	1,6
Produit intérieur brut en valeur	-6,2	5,3	5,1	3,5	3,0	3,0	3,0	3,0
Emploi et salaires								
Branches marchandes non agricoles :								
- Emploi salarié (personnes physiques)	-1,5	0,1	1,3	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d
- Salaire moyen par tête	-4,0	4,9	3,8	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d
- Masse salariale	-5,2	4,9	5,2	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d
Emploi total	-0,9	0,4	1,0	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d
Croissance potentielle et écart de production								
Croissance potentielle du PIB	-0,30	0,60	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35
Écart de production	-7,7	-3,7	-1,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0

* 2020 : Comptes nationaux trimestriels ; n.d non disponible

Source : Ministère de l'économie et des finances (avril 2021).