

Document de travail n° 80

Perspectives économiques et budgétaires 2022

*Les finances publiques dans le piège
des conflits d'objectifs*

Ce document de travail a été réalisé
par l'équipe de Rexecode

Rexecode

COMITÉ DE DIRECTION

Michel DIDIER, président
Denis FERRAND, directeur général
Emmanuel JESSUA, directeur des études
Charles-Henri COLOMBIER, directeur de la conjoncture
Raphaël TROTIGNON, responsable du pôle énergie-climat

CONSEIL D'ADMINISTRATION

Pierre GADONNEIX, Président ; Président d'Honneur : Jacques-Henri DAVID
Vice-président : Michel CICUREL, Philippe DARMAYAN ; Trésorier : Antoine GENDRY
Administrateurs : Christophe BEAUX, Olivier COSTA de BEAUREGARD, Pierre-André de CHALENDAR, Michel de ROSEN,
Christian DARGNAT, Michel DIDIER, Christine FABRESSE, Xavier FONTANET, Christel HEYDEMANN, François JACKOW,
Olivier KLEIN, Philippe LAMOUREUX, Patrick MARTIN, Hubert MONGON, Henri MOREL, Natacha VALLA, Christian NIBOUREL,
Olivier SALLERON, Amaury de WARENGHIEN

Centre de Recherche pour l'Expansion de l'Economie et le Développement des Entreprises

Rexecode : association régie par la loi du 1^{er} juillet 1901 - Siret : 784 361 164 00030 - APE 9412Z
Siège social : 29 avenue Hoche - 75008 PARIS - Tél. (33) 01 53 89 20 89 - www.rexecode.fr - [www.twitter.com/Rexecode](https://twitter.com/Rexecode)

Perspectives économiques et budgétaires 2022

Les finances publiques dans le piège des conflits d'objectifs

Résumé et principales conclusions	5
Les finances publiques dans le piège des conflits d'objectifs.	7
1. Perspectives économiques mondiales	13
2. Perspectives de l'économie française	19
3. Les perspectives de finances publiques selon le projet de loi de finances	27
4. Perspectives d'émissions de gaz à effet de serre de la France	39

Perspectives économiques et budgétaires 2022

*Les finances publiques dans le piège
des conflits d'objectifs*

Perspectives économiques et budgétaires 2022

Les finances publiques dans le piège des conflits d'objectifs

Résumé et principales conclusions

Alors que le projet de loi de finances (PLF) pour 2022 est actuellement en débat au Parlement et que s'ouvre la COP 26, Rexecode présente : ses perspectives économiques, notre analyse détaillée de la dérive des finances publiques par rapport à la programmation initiale du quinquennat, ainsi qu'une évaluation de la politique budgétaire au regard de l'impact sur les émissions de gaz à effet de serre d'ici 2030 et nos propositions pour surmonter le dilemme actuel.

- Les perspectives macroéconomiques de court terme de Rexecode sont proches de celles du gouvernement. En revanche, Rexecode privilégie un scénario de moyen terme plus prudent, avec un taux de croissance potentielle durablement érodé par la crise (+0,9 % par an, contre +1,35 % pour le gouvernement), comme cela a été le cas après chacune des récessions précédentes.
- Le PLF 2022, dernier du quinquennat, poursuit la tendance observée d'un recul des prélèvements obligatoires (taux de prélèvement obligatoire de 2021 à 43,7 % et de 2022 à 43,5 % vs. 44,4 % en 2016, lors de la dernière année entière précédent l'actuel quinquennat, et de 45,1 % en 2017) mais également d'une absence d'effort d'économies de dépenses publiques. Contrairement à la programmation initiale des finances publiques, qui prévoyait une résorption de 1,4 point sur le quinquennat du déficit structurel, ce dernier se dégraderait de 2,3 points de PIB, passant de 2,4 % en 2017 à 4,7 % du PIB en 2022.
- La politique budgétaire des dernières années laissera à la fin 2021 un déficit annuel de 205 milliards d'euros, qu'il est prévu de ramener fin 2022, après la fin des mesures d'urgence, à 125 milliards d'euros. La dette publique représentera alors 114 % du PIB. Le ratio de dette publique aura ainsi augmenté de 16 points de PIB au cours du quinquennat.
- Ce ratio n'est pas de nature à décourager prochainement la souscription à de nouvelles obligations publiques, même dans l'hypothèse d'une remontée progressive des taux d'intérêt. Il se situe cependant parmi les plus élevés de la zone euro et si le ralentissement de la croissance potentielle devait se confirmer, comme nous l'envisageons, ce ratio tendrait à augmenter, ce qui constituerait à terme un risque pour le financement des besoins publics et la stabilité financière.
- Ce risque ne devrait pas être pris et il est donc nécessaire, a minima, d'éviter de nouvelles charges budgétaires et de mettre finalement en œuvre les mesures d'ajustement structurel.

- Les prévisions d'émissions de CO₂ pour 2030 sont au-dessus de la SNBC.
- Si les perspectives économiques de Rexecode se réalisaient et en supposant la reconduction des crédits du plan de relance affectés à des mesures de réduction des émissions de gaz à effet de serre tout au long de la décennie ainsi qu'en prenant en compte la réduction que l'on peut attendre de l'impact de la loi climat et résilience, elles se traduiraient par un niveau d'émissions d'équivalent CO₂ de 321 millions de tonnes en 2030, soit au-dessus de l'objectif de 310 millions de la Stratégie nationale bas carbone inscrit dans la loi.
- Si la croissance potentielle optimiste envisagée dans PLF se réalisait finalement, ce qui serait une bonne nouvelle pour le pouvoir d'achat, l'écart avec l'objectif de réduction des émissions d'équivalent CO₂ serait encore plus élevé (à 333 millions au lieu de 310).
- Ce dilemme entre croissance et émissions avait été mis en lumière par Rexecode dans son document d'avril 2021. Rexecode préconisait alors trois propositions visant à en sortir : 1. Reconduire jusqu'en 2030 les crédits budgétaires « anti-émissions » du plan de relance (5 milliards par an tous les ans) ; 2. Centrer l'effort budgétaire sur une « politique de l'offre pour le climat » ; 3. Développer des alternatives aux crédits publics par des mesures d'orientation de l'épargne privée vers l'investissement productif.
- Le Plan d'investissement France 2030 esquissé par le Président de la République contient de nouvelles initiatives destinées à réduire les émissions et répond bien aux deux premières orientations posées par Rexecode – notamment en centrant les crédits publics sur l'offre industrielle dont le coût à la tonne évitée est faible comparé à ceux de la plupart des actions possibles. Il n'est cependant pas en mesure d'assurer l'objectif de baisse des émissions.
- En outre, il repose toujours pour l'essentiel sur une logique de crédits publics alors que les marges de dépense publique supplémentaires ne permettent pas de répondre au problème compte tenu de la situation des finances publiques.
- Selon Rexecode, il semble donc plus que jamais nécessaire d'explorer des alternatives à la dépense publique et d'orienter l'épargne privée vers l'investissement productif. Rexecode rappelle à cet égard sa proposition de créer des fonds à capital garanti afin d'attirer l'épargne vers l'investissement et l'innovation nécessaires pour stimuler la croissance tout en respectant les objectifs climatiques.

Les finances publiques dans le piège des conflits d'objectifs

Michel Didier

Le projet de loi de finances pour 2022 et les perspectives économiques sous-jacentes sont actuellement en débat au Parlement. Après le recul du volume du PIB évalué à 8,0 % en 2020, le gouvernement retient pour la préparation du projet de loi un taux de croissance de l'économie française de 6,0 % en 2021 (révisé depuis à 6,25 %) et de 4,0 % en 2022. Le recul de 2020, qui résultait des contraintes de confinement sur le travail et sur la consommation, serait compensé vers la fin de l'année 2021 et le volume du PIB annuel de 2022 se situerait 1,5 % au-dessus de celui de 2019. Le besoin de financement des administrations publiques serait réduit de moitié en 2022, après deux années de déficits historiques proches de 9 % du PIB. La dette publique s'élèverait fin 2022 à 114 % du PIB.

Nos propres perspectives pour 2021-2022 sont proches de celles du gouvernement, avec un taux de croissance un peu supérieur en 2021 (6,3 %), un peu inférieur en 2022 (3,5 %). Notre estimation de la dette publique est aussi très proche de celle du projet de loi de finances. En revanche, au-delà du rebond de sortie de crise, pour les années suivantes, notre appréciation de la croissance potentielle est assez différente de celle affichée dans le projet de loi de finances. Le projet de loi de finances affiche 1,4 % par an, notre perspective est de 0,9 % par an. Bien qu'il s'agisse d'années au-delà de 2022, l'enjeu est crucial car les décisions d'aujourd'hui conditionnent les risques de demain, tant en termes de stabilité financière que de transition climatique.

Le présent document de travail compare les perspectives du projet de loi de finances et celles de Rexecode sur quatre points : l'environnement mondial au chapitre 1 (Charles-Henri Colombier) ; les perspectives économiques de la France au chapitre 2 (Denis Ferrand) ; au chapitre 3 (Emmanuel Jessua) une analyse détaillée de la situation des finances publiques et de ses dérives par rapport à la programmation initiale du quinquennat ; enfin au chapitre 4 (Raphaël Trotignon), une évaluation de la politique budgétaire au regard de l'impact sur les émissions de gaz à effet de serre d'ici 2030, en intégrant l'impact espéré du tout récent *Plan d'investissement France 2030* esquissé par le Président de la République le 12 octobre dernier. Plusieurs enseignements peuvent être retirés à nos yeux de ces analyses.

1. Il convient tout d'abord d'**être attentif au sens exact des termes utilisés, particulièrement dans le contexte très atypique actuel**. Le mot « reprise », est souvent mis en avant. Ce terme désigne habituellement une accélération durable de l'activité. Ce n'est pas la situation actuelle, qui a été certes

caractérisée par un rebond violent de l'activité dû à la levée des contraintes, mais dont l'impact tend à s'épuiser. L'analyse des indicateurs conjoncturels confirme que le pic du rythme d'accroissement de l'activité a été atteint en France à la mi-2021, comme il l'avait été un peu plus tôt dans le monde, et qu'**un tassement progressif de la croissance est en cours**. Les « taux de croissance » moyens annuels de 2021 et 2022, à un niveau très élevé et inconnus depuis la fin des Trente glorieuses, sont donc, de façon générale, en France comme ailleurs, des « taux de rebond » instantanés, par nature éphémères. Ils sont d'autant plus forts à très court terme que le recul avait été profond. C'est ainsi par exemple que le taux de croissance de la France en 2021, de l'ordre de 6 %, serait plus élevé que celui de l'Allemagne, qui serait de l'ordre de 3,5 %. On peut s'en réjouir, mais c'est la contrepartie du recul du PIB français de 2020 beaucoup plus marqué que celui de l'Allemagne, -8 % pour la France, -4,6 % pour l'Allemagne. Ces décalages de conjoncture n'impliquent rien pour l'avenir.

2. Les comptes prévisionnels retenus dans le *Rapport Economique, Social et Financier* (RESF) présentent aussi les écarts des principaux agrégats de biens et services entre 2019 et 2022. Selon les prévisions du projet de loi de finances, le volume du produit intérieur brut français de 2022 se situerait 1,5 % au-dessus de son niveau de 2019, la consommation privée 3,3 % au-dessus, l'investissement total 7,2 % au-dessus. **Un résultat à noter concerne nos échanges extérieurs. Entre 2019 et 2022, nos exportations de biens et services augmentent en volume de 0,2 %, nos importations de 5,7 %**. Les comptes établis en valeur montrent par ailleurs que le PIB nominal aurait augmenté de 150 milliards d'euros entre 2019 et 2022 pour une accumulation des déficits de l'ensemble des administrations publiques de plus de 500 milliards d'euros au total sur les trois années 2020, 2021 et 2022. La forte réactivité et la conduite attentive des mesures d'urgence mises en œuvre par le Ministère de l'économie ont permis d'amortir les conséquences économiques immédiates de la crise sanitaire. **Il reste désormais un déséquilibre public qu'il faudra bien résorber, et une dette publique qu'il faudra porter**. Ce déséquilibre traduit le fait que la récession, comme toute récession, va laisser des traces, traces qui pourraient être d'autant plus marquées que le choc a été violent. Le projet de loi de finances pour 2022, le dernier du quinquennat, confirme en outre les tendances antérieures, à savoir un recul du total des prélèvements obligatoires mais l'absence d'effort d'ajustement structurel de la dépense publique.

3. **Pour ce qui concerne les prélèvements obligatoires, le budget 2022 s'inscrit dans la continuité** des mesures annoncées au début du présent quinquennat : réforme de la fiscalité du capital, transformation du CICE en allègements de cotisations employeurs intégrés dans le barème dès le 1^{er} janvier 2019, baisse des cotisations sociales salariales compensée par une hausse de la cotisation sociale généralisée, suppression progressive de la taxe d'habitation, baisse progressive de l'impôt sur les sociétés. Il s'y est ajouté au 1^{er} janvier 2021 une baisse des impôts de production. Au total, le taux de prélèvement obligatoire de 2021 (après déduction des crédits d'impôts) serait de 43,7 %. Celui de 2022 est prévu à 43,5 %. Ces taux sont au-dessous de celui

de 2016 (44,4 %), dernière année entière précédant l'actuel quinquennat, et de 2017 (45,1 %). Le projet de loi de finances évalue à 50 milliards d'euros les allègements d'impôts et de cotisations (nets des hausses) intervenues de 2018 à 2022. **Nous estimons l'impact des mesures d'allègement décidées par le gouvernement à près de 35 milliards d'euros (allègement de 24 milliards d'euros pour les ménages et de 10 milliards d'euros pour les entreprises).** Notre évaluation de l'allègement est donc inférieure de plus 15 milliards d'euros, notamment parce que nous nous limitons à l'impact des mesures adoptées pendant l'actuelle mandature (nous ne tenons par exemple pas compte de la suppression de la surtaxe exceptionnelle à l'IS de près de 5 milliards d'euros, suppression déjà prévue sous la précédente mandature) et parce que nous tenons compte du « retour d'IS » en conséquence des allègements de cotisations remplaçant le CICE.

Du côté des dépenses, l'analyse présentée en partie 3 de ce document de travail conduit à constater **l'absence d'effort d'ajustement structurel.** La notion d'ajustement structurel, largement utilisée dans les procédures européennes, doit être précisée, d'autant plus que s'ouvrent actuellement des discussions sur l'adaptation du pacte de stabilité. Le raisonnement consiste à distinguer dans le déficit public deux composantes. La première composante est le déficit conjoncturel. C'est la part du déficit qui s'explique par les écarts entre d'une part les recettes et les dépenses effectivement observées et d'autres part les niveaux qu'ils auraient atteints si l'économie se trouvait sur sa trajectoire tendancielle maximale, c'est-à-dire au niveau du PIB potentiel. Ainsi par exemple, une conjoncture de l'année médiocre entraîne-t-elle des baisses conjoncturelles de recettes et une hausse conjoncturelle des indemnités de chômage. Des corrections sont en outre effectuées en considérant comme « conjoncturelles » d'éventuelles mesures ponctuelles transitoires, notamment dans la période récente les mesures d'urgence en réponse à la crise sanitaire. La partie du déficit restant, le déficit total diminué du déficit conjoncturel et des mesures ponctuelles à caractère transitoire, est considéré comme structurel. **Le déficit structurel est l'effort d'économies de dépenses (ou éventuellement de hausses de prélèvements) qu'il faudrait faire pour revenir à l'équilibre structurel.** Le déficit ne serait alors plus que conjoncturel, et en moyenne nul sur le cycle économique, l'excédent conjoncturel des bonnes années effaçant les déficits des moins bonnes. Ces calculs, détaillés pour la période 2017-2022, à la section 3, montrent en premier lieu que, **contrairement à la programmation initiale des finances publiques, aucun effort d'ajustement structurel n'a été entrepris sur le quinquennat.** Le déficit structurel s'est établi en 2017 à 2,4 % du PIB. Il était programmé de le réduire à 1,8 % en 2019 et à 0,8 % en 2022. Il s'est en fait élevé en 2019, avant la crise sanitaire, à 2,5 % du PIB. En 2022 après la sortie de crise sanitaire et de dépenses indirectes, le déficit structurel serait de 4,7 % du PIB. Contrairement aux annonces initiales d'une réduction du déficit structurel de 1,4 point de PIB, ce déficit a augmenté de 2,3 points. Ces augmentations du déficit structurel, donc l'effort d'ajustement structurel remis à plus tard, tiennent notamment à une progression des dépenses publiques supérieure à celle du PIB potentiel mais aussi à des baisses de prélèvements non financées.

4. La politique budgétaire des dernières années laissera à la fin 2021 un déficit annuel de 205 milliards d'euros, qu'il est prévu de ramener après la fin des mesures d'urgence, à 125 milliards d'euros en 2022. La dette publique représentera fin 2022 114 % du produit intérieur brut. L'augmentation du ratio de dette publique aura donc été de 16 points de PIB au cours du quinquennat. **Dans le contexte actuel, le ratio de la dette publique de 114 % n'est pas de nature à décourager la souscription de nouvelles obligations publiques.** Les obligations anciennes venant à échéance peuvent donc être remplacées sans difficulté par des obligations nouvelles émises sur les marchés. Cette situation persisterait probablement un certain temps même dans l'hypothèse d'une remontée progressive des taux d'intérêt au cours des prochaines années. Ces nouveaux emprunts viendraient en effet encore remplacer des emprunts qui avaient été émis il y a plusieurs années, à des taux sensiblement plus élevés que les taux actuels et prochains.

Il reste que **le niveau de la dette publique française est parmi les plus élevés de la zone euro**, et que de nouvelles augmentations de ce ratio pourraient faire craindre l'amorce d'un « effet boule de neige » de la dette et constituer à terme un risque pour le financement des besoins publics et la stabilité financière. En outre, si la tendance du ratio de dette dépend des perspectives de dépenses publiques, elle dépend aussi de ce que sera la croissance potentielle des années prochaines. Dans le projet de loi de finances, le gouvernement part de l'idée que l'économie française trouvera un rythme de croissance tendanciel de 1,4 % l'an. La réalité pourrait être un peu différente. On observe en effet que dans le passé **la croissance potentielle s'est érodée après les précédentes récessions**. Si nos perspectives à court terme sont proches de celles du projet de loi de finances, les hypothèses économiques de moyen terme retenues par le gouvernement (croissance tendancielle de 1,4 % l'an) peuvent paraître optimistes. Il est vrai que les incertitudes sur la croissance potentielle au-delà de 2022 sont importantes. Elles résultent notamment de l'impact, largement inconnu, de la crise sur la productivité et l'évolution des facteurs de production. Nous tablons pour notre part sur des perspectives plutôt légèrement inférieures à 1 % l'an, de 0,9 % par an. C'est certes au-delà de 2022, mais **si le ralentissement de la croissance potentielle devait se confirmer, cela augmenterait la menace de non-soutenabilité de la dette publique à politique budgétaire inchangée. Nous estimons que ce risque ne doit pas être couru** et qu'il convient donc désormais d'éviter de nouvelles charges budgétaires, et de mettre en œuvre progressivement les mesures d'ajustement structurel jusqu'ici remises à plus tard.

5. Le Rapport économique, social et financier annexé au projet de loi de finances évoque plusieurs aléas qui entourent le scénario économique, notamment le comportement d'épargne des ménages et l'inflation. La distribution de prestations publiques et les contraintes diverses de la période covid ont conduit à un accroissement de l'épargne des ménages. Le retour de cette épargne dans les circuits de la consommation pourrait provoquer une hausse de la dépense nettement plus forte que celle qui est retenue dans les perspectives de la loi de finances, ou dans les nôtres. Il est difficile d'affecter une probabilité à une telle éventualité, faute de références passées comparables.

Ce qui est assuré, c'est que cette hypothèse ne peut pas être pensée sans en imaginer les contreparties, à la lumière de l'expérience des années récentes. Sur les deux années 2020 et 2021, la capacité de financement des ménages, c'est-à-dire leur épargne financière cumulée, est de plus de 300 milliards d'euros. Le besoin de financement cumulé des administrations est de plus de 400 milliards d'euros. L'écart restant s'explique pour l'essentiel par une forte augmentation du financement par le Reste du Monde. Un scénario de baisse de l'épargne des ménages implique des hypothèses sur les contreparties et le comportement des acteurs concernés. Par ailleurs, un niveau de consommation plus élevé accroîtrait des tensions déjà fortes sur les prix des biens et des services, ce qui poserait un peu plus la question de l'inflation.

Le projet de loi de finances retient, comme beaucoup d'économistes et Rexecode, l'hypothèse de hausses des prix transitoires pour certains biens en 2021 et 2022 et d'une hausse moyenne de l'indice des prix de 1,4 % en 2021, de 1,5 % en 2022, et à peu près à ce niveau par la suite. Sans invalider ce scénario au stade actuel, la dérive récente des prix, qui semble se généraliser, pourrait impliquer de le réviser. On notera que l'indice des prix a augmenté en France de 2,2 % de septembre 2020 à septembre 2021, et que les remontées micro-économiques font état de hausses en cours ou à venir bien supérieures, tant dans d'autres pays qu'en France. Une inflation un peu plus forte aurait pour effet d'alléger progressivement la dette publique, mais, à court terme, elle mordrait sur le pouvoir d'achat et ralentirait un peu plus le rebond d'activité.

6. Au moment où s'ouvre la COP 26, le projet de loi de finances pour 2022 a aussi été examiné du point de vue des perspectives d'émissions de gaz à effet de serre de la France, selon la méthode d'estimation exposée dans notre document de travail n° 74 (*Moins de croissance trop de carbone*). Dans l'hypothèse où nos propres perspectives de croissance se réaliseraient d'ici 2030, en supposant la reconduction des crédits du plan de relance affectés à des mesures de réduction des émissions tout au long de la décennie, et en prenant en compte la réduction des émissions que l'on peut attendre en 2030 de l'impact de la **Loi climat et résilience**, on obtient un niveau d'émissions d'équivalent CO₂ de 321 millions de tonnes, supérieur de 11 millions de tonnes à l'objectif de 310 millions de tonnes inscrit dans la loi. L'hypothèse selon laquelle la croissance potentielle envisagée dans le projet de loi de finances se réaliserait effectivement serait une bonne nouvelle pour le pouvoir d'achat, mais les émissions d'équivalent CO₂ seraient alors de 333 millions de tonnes d'équivalent CO₂, au-dessus de l'objectif de 310 MtCO₂eq en 2030 de 23 millions de tonnes d'équivalent CO₂. L'objectif d'émissions de gaz à effet de serre de 2030 de la Stratégie Nationale Bas Carbone, serait alors hors de portée sauf nouvelles mesures de grande ampleur de « découplage » entre la croissance et les émissions.

Pour surmonter ce dilemme mis en lumière dans notre document de travail (n° 78, avril 2021), nous avons préconisé **trois orientations** : reconduire jusqu'en 2030 les crédits budgétaires « anti-émissions » du plan de relance

(5 milliards par an tous les ans) ; centrer l'effort budgétaire sur une « politique de l'offre pour le climat » ; développer des alternatives aux crédits publics par des mesures d'orientation de l'épargne privée vers l'investissement productif. Le Président de la République a annoncé de nouvelles initiatives en partie destinées à réduire les émissions de carbone. L'estimation de la réduction des émissions à en attendre en équivalent CO₂ serait de l'ordre de 5 à 6 millions de tonnes d'équivalent CO₂ en moins en 2030.

Le plan annoncé répond bien aux deux premiers objectifs posés par Rexecode, notamment en centrant les crédits publics sur l'offre industrielle dont le coût à la tonne évitée est faible comparé à ceux de la plupart des actions possibles, **mais il est encore en deçà des efforts nécessaires** pour assurer l'objectif de baisse des émissions. **Le plan annoncé reste en outre toujours pour l'essentiel dans une logique de crédits publics**. Or, compte tenu de la situation des finances publiques, on ne voit plus de marges de dépense publique supplémentaires à la hauteur du problème. **Il semble donc plus que jamais nécessaire d'orienter l'épargne privée vers l'investissement productif**, piste furtivement évoquée dans les annonces récentes sans pour l'instant de concrétisation. Rexecode rappelle à cet égard sa proposition de créer des fonds à capital garanti afin d'attirer l'épargne vers l'investissement et l'innovation nécessaires **pour stimuler la croissance tout en respectant les objectifs climatiques**.



Perspectives économiques mondiales

Charles-Henri Colombier

Avec le desserrement des contraintes sanitaires, un fort rebond de l'activité économique est intervenu : d'abord en Chine, ensuite aux Etats-Unis puis dans la zone euro. Cette phase de rebond, que l'on peut qualifier de « rebond de récupération », a permis un retour assez rapide au niveau d'activité initial. Elle se clôture successivement dans les différentes régions du monde, laissant toutefois un « manque » par rapport au niveau du PIB qui était attendu pour 2021 et 2022 avant la crise sanitaire.

Nos prévisions pour l'économie mondiales sont proches de celles retenues par le gouvernement pour l'élaboration du projet de loi de finances en 2021 et en 2022. Nous verrons ci-après que c'est aussi le cas pour la France, du moins pour 2021-2022. Elles sont en revanche sensiblement différentes pour les perspectives à plus long terme.

Prévision de croissance du PIB

	2020	2021	2022	2021 2019	2022 2019
1 – Rapport économique et financier					
Monde	-3,3	6,0	4,5	2,5	7,1
Etats-Unis	-3,4	6,2	4,4	2,6	7,0
Zone euro	-6,5	4,6	4,3	-2,2	2,0
2 - Rexecode					
Monde	-3,1	5,8	4,4	2,5	7,0
Etats-Unis	-3,4	6,0	3,6	2,4	6,1
Zone euro	-6,4	5,0	3,9	-1,7	2,1

Chiffres clés des perspectives mondiales de Rexecode

Variations annuelles, en % (sauf autre indication)	2019	2020	2021	2022
1 - Taux de croissance du PIB en volume				
Monde	2,6	-3,1	5,8	4,4
Pays OCDE	1,6	-4,3	5,2	3,6
Etats-Unis	2,2	-3,4	6,0	3,6
Japon	0,3	-4,7	2,6	2,7
Zone euro	1,6	-6,4	5,0	3,9
Royaume-Uni	1,4	-9,9	6,3	5,7
Pays hors OCDE	3,6	-2,0	6,4	5,0
Chine	5,8	2,3	8,2	5,6
Inde	4,0	-8,0	8,7	7,1
Russie	1,3	-2,5	3,4	2,1
Brésil	1,4	-4,1	4,1	2,5
2 - Marchés mondiaux				
Commerce mondial (en volume)	0,6	-8,9	9,3	5,0
Prix du pétrole (\$/baril de Brent)*	64	43	69	70
3 - Taux de change *				
1 € = ... dollars	1,12	1,14	1,20	1,21
4 - Taux d'intérêt à 3 mois*				
Etats-Unis	2,3	0,7	0,2	0,3
Zone euro	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5
5 - Taux d'intérêt à 10 ans *				
Etats-Unis	2,1	0,9	1,4	1,7
Japon	-0,1	0,0	0,0	0,1
Allemagne	-0,2	-0,5	-0,3	-0,2
6 - Taux d'inflation				
Etats-Unis	1,8	1,2	4,0	2,7
Japon	0,5	0,0	0,0	0,6
Zone euro	1,2	0,2	2,3	1,8
Chine	2,9	2,5	1,3	2,0

* moyenne annuelle

Le pic du rebond est derrière nous

Alors que les restrictions sanitaires en réponse à la pandémie s'atténuent, les indicateurs conjoncturels et les premières estimations de comptes trimestriels montrent qu'un pic en termes de rythme instantané de croissance a été dépassé dans la plupart des économies. Les indices de climat des affaires ont connu leur point haut fin 2020 en Chine, en avril-mai aux Etats-Unis, et juin-juillet dans la zone euro, qui a été en retard sur le début du rebond mondial. En Chine, la croissance est désormais freinée par des pénuries d'électricité inédites et les difficultés d'un secteur immobilier dont les excès

passés appellent une correction. Aux Etats-Unis, la consommation des ménages plafonne après avoir été sous « dopage budgétaire » en début d'année grâce aux transferts sociaux du plan Biden, faisant suite à ceux déjà conséquents des plans Trump. En Europe, la vigueur du rebond s'érode peu à peu, à mesure que la consommation se rapproche de son niveau d'avant-crise. Bien que les contraintes sanitaires s'allègent, l'ensemble des canaux de production, de circulation et de distribution des biens et services n'ont pas encore été pleinement rétablis. Il en résulte des perturbations significatives dans les approvisionnements, qui se sont d'abord traduites par une baisse du niveau des stocks, mais freinent de plus en plus le processus de rattrapage de la trajectoire d'activité préalable à la pandémie. Nous retenons l'idée que ces contraintes se lèveraient progressivement. La reconstitution à venir des stocks constituera par ailleurs un relais de croissance, une fois la progression de la consommation des ménages revenue à proximité de sa vitesse de croisière.

Des chocs de prix, pas d'évidence au stade actuel d'un processus inflationniste

Le redressement des taux d'inflation depuis le printemps est assez brutal et dépasse les anticipations. La variation sur un an de l'indice des prix à la consommation est de plus de 5 % aux Etats-Unis, et de plus de 3 % dans la zone euro. C'est du jamais vu depuis une décennie. Dans une certaine mesure, cette remontée reflète des facteurs techniques, artificiels et passagers : fortes hausses de prix de certains biens et services dont la consommation s'était arrêtée (locations de véhicules, services de voyages...), effets de base liés à des mesures de politique économique (périodes de soldes, baisse de TVA allemande en 2020...). Le rebond des taux d'inflation vient surtout de celui des prix de l'énergie (ces derniers représentent près de 50 % de la hausse des prix en glissement annuel dans la zone euro en septembre, pour un poids de 10 % dans le panier des ménages). Le retour prévisible du Brent à son niveau d'avant-crise après son plongeon en 2020 y a d'abord contribué, mais la forte hausse récente des prix du gaz et de l'électricité (d'ordinaire plutôt suiveurs par rapport au Brent) prolongera le mouvement haussier des prix de l'énergie jusqu'à la fin de l'hiver 2022. Par ailleurs, les tensions s'accroissent sur les prix des biens manufacturés, qui ne reflètent qu'avec un décalage de deux à trois trimestres la hausse des cours des matières premières industrielles. Ces éléments sont de nature à générer des indices de prix encore élevés jusqu'au printemps 2022. Ils ne constituent pas pour autant, à eux seuls, les ingrédients d'une spirale inflationniste durable. Les conditions ne paraissent en effet pas réunies pour que s'enclenchent des boucles prix/salaires. A ce stade, l'accélération des salaires constatée aux Etats-Unis est cantonnée aux déciles de revenus les plus élevés, et les hausses de salaires négociées restent très modérées en Allemagne (+1,1 % sur un an en juillet). Un volant de main d'œuvre est toujours sous-employé ou aux franges du marché du travail : salariés en activité partielle en Europe, personnes n'ayant pas encore regagné la population active aux Etats-Unis. A court terme, le choc de prix se traduit donc plutôt par un prélèvement sur le pouvoir d'achat du revenu des ménages que par un véritable début de processus inflationniste.

Le surplomb d'épargne crée une incertitude sur la demande des ménages

Le ralentissement du rythme d'accroissement de la demande devrait aussi contribuer à dénouer à terme les tensions sur les prix. Quatre facteurs devraient alimenter ce ralentissement et rapprocher assez rapidement la croissance de son rythme potentiel une fois la phase de rebond épuisée : i. le retrait graduel des dépenses de santé et des soutiens budgétaires exceptionnels aux ménages et aux entreprises (les allocations chômage exceptionnelles ont pris fin en septembre aux Etats-Unis), ii. le prélèvement de pouvoir d'achat et sur les marges lié à la remontée des prix de l'énergie, des matières premières et des biens intermédiaires, iii. les pertes non rattrapables de consommation et d'investissement induites par les pénuries et la faiblesse des stocks (un constat de plus en plus net dans le secteur automobile), iv. un environnement de demande mondiale moins favorable aux exportations (ralentissement en Chine, moindre stimulation budgétaire des ménages américains, difficultés prévisibles de plusieurs économies émergentes face à l'inflation importée et à la réduction programmée des achats d'actifs pour la Fed : le « tapering »). On soulignera toutefois qu'une incertitude majeure réside dans l'ampleur de la réinjection dans la consommation de l'épargne accumulée par les ménages au cours de la crise. Nous évaluons ce « surplomb » à 16 points de revenu annuel au Royaume-Uni, 14 aux Etats-Unis, 10 en France et 9 en Allemagne. Une réinjection du « surplomb » supposerait que le taux d'épargne passe temporairement en-dessous de son niveau d'avant-crise. Nous avons retenu l'hypothèse que si réinjection vers la consommation il y avait elle resterait très faible.

Les cicatrices de la crise

Une perte économique définitive subsistera à l'issue de la phase de rattrapage actuelle. Cette perte correspond à la production qui n'aura pas été réalisée en 2020 et 2021. Sur le plan financier, le principal stigmate de ce choc est le gonflement du niveau d'endettement du secteur public, qui a absorbé une partie de cette perte. Soulignons au passage que si le rebond de la croissance a été plus fort qu'anticipé en 2021, c'est aussi parce que le creusement des déficits publics a été plus accentué. Nous anticipons désormais un déficit public de 7,3 % du PIB en 2021 pour la zone euro, alors que nous envisagions un déficit de 5,0 % du PIB « seulement » un an plus tôt. L'endettement des entreprises porte également la trace de la crise. La montée de leur dette a cependant eu pour contrepartie un gonflement de leurs liquidités disponibles, de sorte que leur dette nette est restée stable aux Etats-Unis comme dans la zone euro. Mais avec l'augmentation récente des coûts d'approvisionnement et le rebond d'activité, leurs liquidités devraient diminuer et leur situation de bilan se dégrader. Cette dégradation posera, à terme, la question du financement d'investissements productifs qui sont restés jusqu'à présent dynamiques.

L'épineux retrait du soutien monétaire

Les banques centrales des économies avancées n'ont dans leur grande majorité (à quelques exceptions près comme la Corée du Sud et la Norvège) pas encore retiré le soutien monétaire exceptionnel déployé depuis le début de la crise. Ce dernier s'est traduit par une hausse de près de 3 600 milliards d'euros du bilan de la BCE et de 3 500 milliards d'euros de celui de la Fed. Si une hausse des taux directeurs n'est pas d'actualité, les marchés guettent le début de l'extinction programmée des achats nets d'actifs liés aux programmes de Quantitative Easing (le *tapering*). De ce point de vue, la Fed devrait agir bien avant la BCE. Ce décalage de politique monétaire n'est pas sans conséquences sur l'euro/dollar, la perspective d'une normalisation monétaire plus rapide aux Etats-Unis devant a priori favoriser une hausse de la devise américaine à très court terme, malgré le creusement considérable des déficits budgétaire et courant américains plutôt favorable à l'euro à moyen/long terme. Le *tapering* américain sera également un test pour des économies émergentes dont les situations budgétaires et extérieures ont souvent été fragilisées par la crise. Contrairement à l'expérience mouvementée du « *taper tantrum* » de 2013 (forte réaction des marchés financiers à l'annonce surprise de la réduction du Quantitative Easing de la Fed), les marchés anticipent cette fois-ci largement une normalisation monétaire américaine, tandis qu'ils avaient alors été pris par surprise. Leur réaction devrait donc logiquement être moins brusque. Les prix des actifs boursiers et immobiliers, dont les niveaux de valorisation ont aussi été stimulés par la distribution monétaire, pourraient néanmoins être affectés par les décisions de la Fed.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, nous retenons l'idée que les mécanismes économiques de restauration, même partielle, de la situation des bilans privés comme publics conduiront un peu partout dans le monde à un ralentissement de la dépense en 2022. En conséquence, la croissance mondiale reviendrait à 4,4 % l'an prochain après 5,8 % en 2021. En 2022, le PIB mondial serait alors inférieur de 3 % au niveau qu'il aurait atteint s'il avait augmenté pendant la période 2020-21-22 à son rythme tendanciel de 3,3 % l'an. La croissance de la Chine atteindrait 8,2 % en 2021 puis 5,6 % en 2022, celle des Etats-Unis 6,0 % puis 3,6 %, celle de la zone euro 5,0 % puis 3,9 %. Les tout derniers indicateurs et événements tendent toutefois à rendre l'aléa sur ces prévisions plutôt orienté vers la baisse.

Perspectives de l'économie française

Denis Ferrand

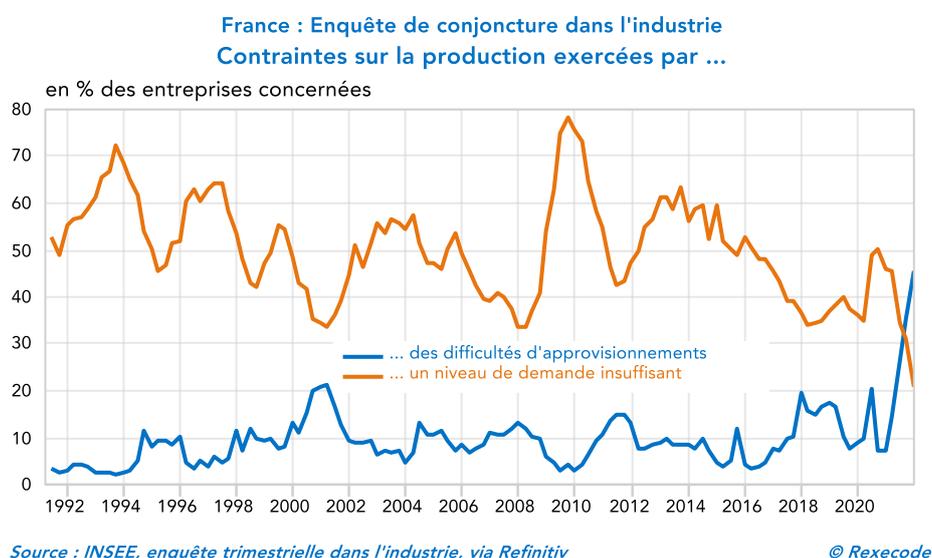
L'économie française connaît, comme l'économie mondiale, une période de rebond marqué, qui a permis de gommer une bonne partie de l'écart qui s'était créé avec le niveau d'activité antérieur à la crise sanitaire. Cet écart pourrait être comblé d'ici la fin de l'année en cours ou au début de 2022. Le rebond d'activité a cependant probablement culminé au cours du troisième trimestre et la vitesse instantanée de l'économie semble avoir déjà passé un pic. Les indices de climat des affaires restent à des niveaux élevés, mais ils ont passé un point haut dans la plupart des secteurs. Un ralentissement du rythme de la croissance est ainsi amorcé. Ce rythme se rapprocherait de son rythme tendanciel antérieur à la pandémie, autour de 1 % l'an, au cours du second semestre 2022.

Prévision de croissance du volume du PIB en France

	2020	2021	2022	2021/2019	2022/2019
1. Selon le rapport économique, social et financier	-8,0	6,0	4,0	-2,4	1,5
2. Selon Rexecode	-8,0	6,3	3,5	-2,2	1,2

La France retrouve progressivement le niveau d'activité de 2019

La vitesse du ralentissement sera conditionnée à la fois par les contraintes qui s'exercent sur l'économie et par l'évolution des comportements de dépense des entreprises comme des ménages. Ces contraintes pèsent en premier lieu sur la capacité d'offre. Elles tiennent à des difficultés d'approvisionnement qui, dans le secteur industriel, concernent 45 % des entreprises, proportion supérieure à celle des entreprises se déclarant contraintes par un niveau de demande insuffisant (21 %). Ces deux proportions ont atteint des niveaux inédits : à la hausse pour la première, à la baisse pour la seconde.

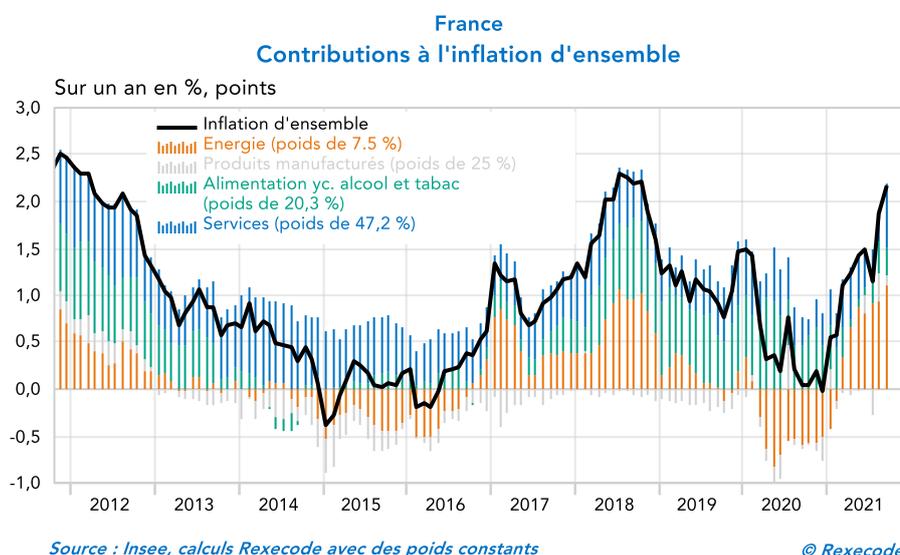


Ces problèmes d'approvisionnement se doublent de difficultés de recrutement. Les importants flux d'embauches des derniers mois peuvent contribuer à expliquer la rapide réapparition de ces difficultés. Ce sont en effet plus de 800 000 embauches qui ont été effectuées en moyenne par mois en juillet-août-septembre, à comparer à un précédent pic de 720 000 courant 2019. Une « vitesse limite » de flux de recrutements a pu être atteinte. Toutefois, s'il est probable que les difficultés d'approvisionnement s'atténueront progressivement à mesure que les rouages de l'économie mondiale auront été pleinement rétablis, en revanche les difficultés de recrutement conjoncturelles pourraient persister et devenir structurelles. Elles étaient en effet déjà présentes avant la crise liée à la pandémie et relèvent de problèmes récurrents d'appariement des offres et des demandes de travail alors même que le taux de chômage resterait relativement élevé, au voisinage de 8 % de la population active.

Les agents non financiers ont vu leurs revenus préservés au cours de la période de la pandémie grâce aux interventions publiques dont l'ampleur a plus que compensé la perte de PIB intervenue au cours des deux dernières années. Nous estimons en effet que sur les deux années 2020 et 2021, le niveau du PIB a été inférieur de 233 milliards d'euros à celui que nous prévoyions avant la pandémie. Le déficit du compte des administrations publiques sur ces deux exercices a pour sa part été supérieur de 287 milliards d'euros à notre prévision effectuée en décembre 2019.

Les comptes des ménages

Le revenu disponible brut annuel des ménages en valeur sera en 2021 4 % au-dessus de 2019, soit compte tenu d'un accroissement des prix en moyenne sur deux ans de 2,2 % une progression de 1,8 % en termes réels. Cette hausse est intervenue en dépit de la quasi-stagnation des revenus salariaux reçus par les ménages (+0,6 % en 2021 par rapport à 2019), hors prise en charge par l'Etat du chômage partiel, et du recul des revenus de la propriété et de l'entreprise (-13,5 %). Elle résulte donc principalement de la forte progression des prestations sociales, notamment associées au chômage partiel (+7,2 % en 2021 par rapport à 2019) et par le recul des impôts directs (-1,8 %, notamment des nouvelles tranches de suppression de la taxe d'habitation). En 2022, les évolutions des composantes du revenu des ménages pourraient connaître des évolutions de sens opposés de celles relevées pendant la phase pandémique avec des prestations sociales en recul (nous attendons -1,8 % en moyenne annuelle en 2022 avec la baisse des indemnités du chômage partiel) et des rémunérations des salariés en hausse de 3 %. Au total, en 2022, le revenu disponible brut des ménages pourrait progresser de 1,9 % en valeur, soit une hausse de 0,3 % en termes réels avec une hausse des prix à la consommation dont nous anticipons qu'elle resterait limitée à 1,6 % en moyenne annuelle en 2022.



Les chocs de prix observés sur les produits énergétiques exercent pourtant un prélèvement conséquent sur le pouvoir d'achat du revenu des ménages. Si le prix moyen à la consommation du gaz restait stable à son niveau atteint en octobre jusqu'à la fin de 2022, sa hausse amputerait, à elle seule, le revenu réel des ménages de 0,26 point en moyenne annuelle en 2021 (après -0,1 point en 2020) puis à nouveau de 0,24 point en moyenne annuelle en 2022, bien que le poids du gaz dans l'indice des prix à la consommation ne soit que de 1 %. Si l'augmentation des prix de l'électricité était limitée à 4 %

lors de la prochaine réévaluation du tarif régulé de vente prévue en février 2022, comme annoncé récemment par le Premier Ministre, elle exercerait un prélèvement additionnel proche de 0,15 point de revenu disponible brut pour les ménages en 2022.

L'analyse de l'impact des prix des produits pétroliers sur le pouvoir d'achat du revenu des ménages doit distinguer deux périodes, le niveau moyen de l'indice des prix des produits pétroliers en 2021 étant légèrement inférieur à celui atteint en 2019 (-0,5 %). En 2020, la baisse des prix de ces produits avait contribué à la progression du pouvoir d'achat pour 0,41 point de revenu réel. En 2021, à l'inverse, leur hausse en moyenne annuelle pèse négativement pour 0,44 point sur l'évolution du pouvoir d'achat du revenu des ménages. Notre hypothèse d'une baisse du prix du pétrole d'ici fin 2022 n'empêcherait pas le prix des produits pétroliers de progresser en moyenne annuelle de 5 % en 2022 par rapport à 2021 et d'amputer de 0,17 point le pouvoir d'achat du revenu des ménages l'an prochain.

L'évolution de la dépense des ménages dépendra également de leur comportement d'épargne. Depuis le début de la pandémie, les ménages ont effectué des flux d'épargne supérieurs d'environ 150 milliards d'euros aux flux qu'ils auraient réalisés si leur taux d'épargne était resté constant au niveau atteint lors des années antérieures à la pandémie. Ce montant est équivalent à environ 10 points de revenu disponible brut annuel. Ces flux d'épargne ont été conservés principalement sous forme liquide. L'ensemble des dépôts bancaires des ménages en août ont progressé de 15 % depuis décembre 2019, les seuls dépôts sur les comptes courants (630 milliards d'euros en août) ont gagné 26 %. S'il est probable que le taux d'épargne des ménages converge progressivement vers son niveau de 15 % observé avant la pandémie (nous l'estimons encore à 19 % en moyenne annuelle en 2021 après 21,4 % en 2022), nous retenons que seule une portion de ce surplomb d'épargne serait réintroduite dans la demande finale des ménages sous forme de consommation ou d'investissement dans le logement neuf. Les incertitudes sur l'évolution de l'emploi et le niveau futur des retraites incitent en effet au maintien d'une forte épargne.

Les comptes des entreprises

Les sociétés non financières retrouvent en 2021 le niveau de leur valeur ajoutée de 2019. Ce retour au niveau initial laisse toutefois une perte permanente qui peut être approchée par l'écart entre la valeur ajoutée effectivement réalisée au cours des deux années 2020 et 2021 et celle qui était anticipée avant la pandémie. Nous estimons cet écart à environ 180 milliards d'euros. Face à cette perte de valeur ajoutée, les entreprises ont diminué leur masse salariale en cumul sur les deux exercices de 130 milliards d'euros. Ce montant s'explique par la prise en charge du chômage partiel, qui n'apparaît pas dans les comptes des sociétés non financières, mais également par la flexibilité du marché du travail avec la baisse du nombre d'emplois à durée déterminée durant les périodes de confinement. Les subventions d'exploitation reçues

par les entreprises, provenant principalement du fonds de solidarité, ont permis d'atténuer très fortement la répercussion du choc d'activité sur les résultats d'exploitation. Nous estimons que, en cumul sur les deux exercices 2020 et 2021, ceux-ci ont été d'un montant inférieur de 3 milliards d'euros à celui qui était attendu avant la pandémie. Si les subventions d'exploitation reçues par les sociétés non financières, soit +45 milliards d'euros par rapport aux prévisions effectuées avant la pandémie, étaient restées inchangées, alors leur excédent brut d'exploitation aurait été plus faible de 48 milliards d'euros.

Les sociétés non financières ayant notamment réduit le montant des dividendes nets au cours des deux années 2020 et 2021, cette préservation de leur excédent brut d'exploitation se traduit par un niveau d'autofinancement supérieur de 15 milliards d'euros à celui que nous anticipions avant la pandémie. Il dépasse son niveau de 2019 de près de 6 % avant même le retraitement du double compte du CICE au titre de 2018 et de l'allègement de cotisations sociales de 4 % introduit au 1^{er} janvier 2019 pour le remplacer. Il le dépasse d'environ 12 % après retraitement.

Cette préservation des résultats des sociétés non financières s'explique en bonne partie par la mise en place de dispositifs publics de soutien. Avec le retrait progressif de ces derniers (extinction en sifflet des conditions de l'activité partielle, arrêt du fonds de solidarité sauf exceptions), il est probable que ces résultats s'érodent en 2022. Nous anticipons ainsi que l'autofinancement des sociétés non financières baisserait d'environ 3 % l'an prochain. Cette baisse attendue des résultats serait plus marquée si les chocs de coûts énergétiques et de prix de nombreux approvisionnements (fret maritime notamment) observés actuellement venaient à se prolonger durablement. Il est alors probable que la combinaison de prix d'approvisionnement plus élevés, de coûts variables en hausse avec le rebond de l'activité qui s'est observé, et du besoin de reconstituer des stocks très amenuisés une fois les difficultés d'approvisionnement résolues, les besoins en fonds de roulement des entreprises remontent rapidement. Une réduction de la forte liquidité dont dispose les entreprises permettra probablement de répondre à cette montée des besoins en fonds de roulement. Les comptes financiers estiment ainsi que le montant de dépôts des sociétés non financières a augmenté de 26 % depuis fin 2019, soit +198 milliards d'euros. Mais, il est également probable que cette remontée de besoins en fonds de roulement conduira les entreprises à piloter finement leur niveau de dépenses. Ainsi, alors même que le niveau de l'investissement en capital fixe des sociétés non financières dépasse de 4,5 % en 2021 son niveau de 2019 et qu'il a progressé de 15 % en valeur en moyenne annuelle en 2021, nous anticipons qu'il ralentirait fortement à +4,5 % en valeur et +3,5 % en volume en 2022.

Sociétés non financières

	2019 en mrdrs €	2020	2021	2022	2022 / 2019
		Variation en %			
Valeur ajoutée	1 275,0	-8,5	9,7	4,9	5,3
Rémunérations des salariés	813,9	-6,1	7,2	4,2	4,9
Impôts sur la production	74,0	-1,4	-9,5	5,3	-6,1
Subventions d'exploitation	-38,3	4,9	12,3	-55,3	-47,4
Excédent brut d'exploitation*	425,4	-13,1	19,1	-0,1	3,3
Dividendes versés - reçus	37,2	-9,1	-1,6	9,2	-2,3
Épargne brute	300,6	-15,4	25,5	-2,8	3,3
Formation brute de capital fixe	309,2	-7,1	14,8	4,5	11,5
Ratios en % de la VA					
Taux de marge (EBE / VA)	33,4	31,7	34,4	32,7	
Taux d'épargne	23,6	21,8	25,0	23,1	
Taux d'investissement	24,3	24,6	25,8	25,7	
Capacité / besoin de financement	-0,6	-1,8	0,4	-1,5	

* avant correction du double traitement du CICE au titre de 2018 et du nouvel allègement de cotisation sociales

De même, les effectifs salariés des sociétés non financières sont plus élevés en 2021 en moyenne annuelle qu'ils ne l'étaient en 2019 (+0,4 %). Le dispositif de l'activité partielle, en préservant la relation contractuelle entre salariés et entreprise, a rempli son office. L'emploi a été préservé alors même que le PIB a chuté et sera encore plus faible en volume en moyenne annuelle en 2021 qu'en 2019 (-2,2 %). Il en résulte une baisse de la productivité apparente du travail mesurée par tête. Toutefois, la durée moyenne du travail des salariés des branches marchandes étant en 2021 encore inférieure en moyenne annuelle de 4 % à son niveau de 2019, une faible progression de la productivité horaire est intervenue (1,4 % entre 2019 et 2021). Nous retenons désormais que la durée du travail reviendrait en 2022 à proximité de son niveau de 2019. Aussi, après sa forte résilience durant la pandémie, l'emploi dans les sociétés non financières ne progresserait qu'à peine courant 2022 (+1,1 % en moyenne annuelle en 2022 certes mais seulement 42 000 postes nets en plus entre fin 2021 et fin 2022 à comparer à 316 000 postes nets en plus entre fin 2020 et fin 2021 et 229 000 postes en moins entre fin 2019 et fin 2020).

Au total, si l'investissement des entreprises ralentirait sensiblement en 2022, la consommation des ménages, qui a redémarré avec un peu de retard, pourrait être un peu plus vive qu'en 2021 (+5,3 % en volume après +4,6 % en 2021). Sous ces conditions et alors que la demande extérieure nette (exportations – importations en volume) contribuerait à nouveau négativement à la croissance du PIB en 2021 (-0,2 point) et 2022 (-0,3 point), cette dernière serait ainsi

encore vive en 2022 (+3,5 % après 6,3 % en 2021). Elle resterait toutefois insuffisante pour ramener le niveau du PIB à hauteur de celui qui aurait été le sien hors crise sanitaire s'il avait progressé à son rythme tendanciel d'environ 1,2 %. Il resterait ainsi un écart, une sorte de « cicatrice », d'environ 2,5 points de PIB en 2022 par rapport à son niveau tendanciel. Les capacités de production n'ont pas été comprimées par le passage de cette récession comme le souligne la forte baisse des défaillances d'entreprise ainsi que l'absence de recul des effectifs. Ce faisant, l'économie se trouverait dans une situation surcapacitaire. Cette situation constitue probablement le principal frein au déclenchement d'une boucle inflationniste. Elle va aussi limiter la possibilité de désendettement des entreprises au risque de les laisser d'ici fin 2022 avec une situation de bilan dégradée, leur niveau d'endettement brut ayant vivement progressé, ce qui viendra ultérieurement poser la question du financement de l'investissement.

Les perspectives de finances publiques selon le projet de loi de finances

Emmanuel Jessua

La crise sanitaire et ses conséquences économiques ont entraîné un nouvel infléchissement de la politique économique du gouvernement. Les lois de finances initiales pour 2018 et 2019 avaient mis en œuvre les principales réformes fiscales du programme d'Emmanuel Macron pour l'élection présidentielle de 2017 : simplification de la fiscalité du capital, baisse progressive du taux d'impôt sur les sociétés, bascule des cotisations sociales salariales vers la CSG, transformation du CICE en allègements de cotisations sociales employeurs, suppression graduelle de la taxe d'habitation. L'effort structurel d'économies de dépenses publiques avait été toutefois revu en baisse par rapport aux ambitions initiales. Le budget pour 2020, présenté à l'automne 2019, portait la marque des mesures décidées pour répondre à la contestation des « gilets jaunes » (baisse de l'impôt sur le revenu de 5 milliards d'euros, hausse de la prime d'activité au niveau du SMIC, annulation de la hausse de CSG pour les retraites moyennes...). Ces mesures, couplées à l'abandon de la trajectoire de hausse de la fiscalité carbone et à un relâchement de l'effort d'économies, conduisaient par rapport à 2017 à une réduction du déficit public en 2020, inférieure de 0,8 point de PIB à la réduction inscrite dans la programmation initiale (-0,6 point réalisé contre -1,4 point dans la programmation initiale).

La crise sanitaire a bouleversé la trajectoire de déficit. Compte tenu de l'ampleur de la récession enregistrée en 2020, le gouvernement a mis en œuvre un ensemble de mesures de soutien d'urgence à l'économie (dispositif d'activité partielle, report voire annulation d'échéance fiscales et sociales, fonds de solidarité pour les indépendants, prêts garantis par l'Etat), tout en faisant face à un surcroît exceptionnel de dépenses dans le domaine sanitaire et à des baisses de recettes publiques liées à la moindre activité.

Un niveau record du ratio de dépenses publiques

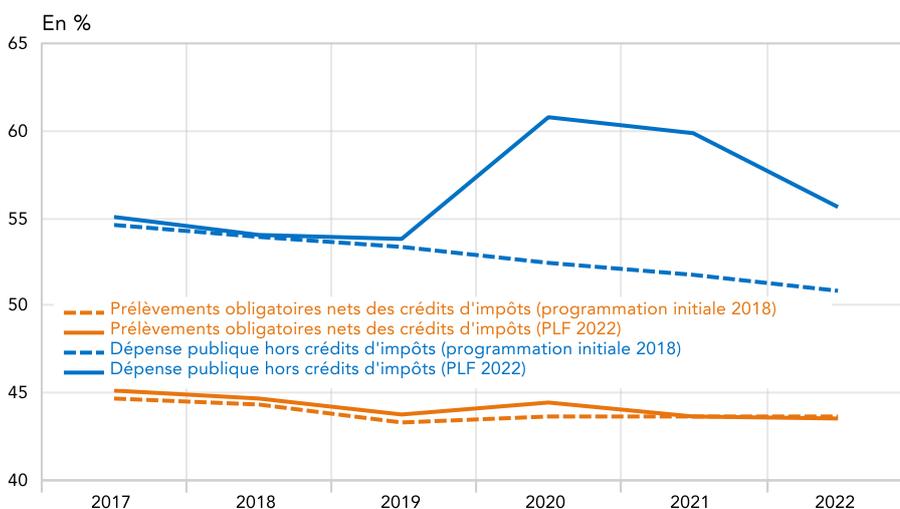
Le ratio de dépenses publiques, c'est-à-dire le rapport du total des dépenses publiques (nets des crédits d'impôts) au PIB, qui était déjà le plus élevé d'Europe avant-crise, est passé de 53,8 points en 2019 (hors crédits d'impôts) à 60,8 points en 2020. Selon les prévisions du rapport économique, social et financier annexé au projet de loi de finances pour 2022, le ratio baisserait à 59,9 points de PIB en 2021 puis à 55,6 points en 2022, ce qui laisserait une hausse de 0,5 point de PIB par rapport au niveau de 55,1 % atteint en 2017. La programmation budgétaire initiale inscrite dans la loi de programmation des finances publiques de janvier 2018 prévoyait que ce ratio passerait de 54,6 % en 2017 à 50,9 % du PIB en 2022, soit une diminution du ratio de 3,7 points sur la période 2018-2022. L'estimation actuelle du gouvernement

de l'évolution du ratio de dépenses publiques sur le quinquennat est donc 4,2 points au-dessus du niveau de la programmation initiale.

Cette dérive des dépenses publiques par rapport à la programmation initiale traduit l'ampleur de la crise sanitaire et des réponses apportées par le gouvernement. Ce dernier – comme dans la plupart des pays développés – a protégé les citoyens et les acteurs économiques (ménages, entreprises) des conséquences de la crise sanitaire grâce à des interventions publiques d'une ampleur inédite. Ces dépenses de soutien d'urgence ont pesé sur le déficit public à hauteur de près de 70 milliards d'euros en 2020, notamment du fait du dispositif d'activité partielle (26,5 milliards d'euros), du fonds de solidarité (16 milliards d'euros), d'exonérations de cotisations sociales (6 milliards d'euros) et des dépenses exceptionnelles de santé (14 milliards d'euros). Ces dépenses de sauvegarde sont demeurées à un niveau élevé en 2021, compte tenu de la persistance de la situation sanitaire et du coût du plan de vaccination. Elles s'établiraient en 2021 à près de 64 milliards d'euros, dont 9 milliards d'euros au titre de l'activité partielle, 23 milliards d'euros à celui du fonds de solidarité et 15 milliards d'euros liés aux dépenses de santé. En 2022, ces dépenses seraient ramenées à 8 milliards d'euros, essentiellement imputables aux dépenses de santé (5 milliards) et à la sinistralité anticipée des prêts garantis (3 milliards).

A ces dépenses d'urgence s'ajoute la montée en puissance du plan de relance de septembre 2020. Les mesures du plan de relance (y compris la baisse des impôts de production) auraient un impact à la hausse sur le déficit public de 38 milliards d'euros en 2021 et de 30 milliards d'euros en 2022. Net des subventions du plan de relance européen, cet impact serait d'environ 20 milliards d'euros chaque année en 2021 et en 2022.

Ratios de dépense publique et prélèvements obligatoires, en % du PIB



Source : Documents budgétaires

© Rexecode

Une baisse de près de 35 milliards d'euros de prélèvements obligatoires

La trajectoire du ratio de prélèvements obligatoires (nets des crédits d'impôts), ratio qui était également le plus élevé de la zone euro avant la crise, a nettement moins dérivé par rapport à la programmation initiale. Cela reflète à la fois une plus grande fidélité à l'objectif initial des baisses nettes de prélèvements – même si la structure des baisses et des hausses a pu évoluer (abandon de la trajectoire de hausse de la fiscalité carbone, ralentissement de la trajectoire de baisse de l'impôt sur les sociétés, baisse de l'impôt sur le revenu, suppression de la taxe d'habitation pour les ménages aisés, baisse des impôts de production) – mais également la forte sensibilité des recettes fiscales et sociales à la chute du PIB. Au total, selon les prévisions du projet de loi de finances, le ratio de prélèvements obligatoires diminuerait de 45,1 % à 43,5 % du PIB entre 2017 et 2022, soit une baisse de 1,6 point de PIB sur la période, plus prononcée par rapport à celle affichée dans la programmation initiale (-1,1 point sur 2018-2022). En comparant par rapport au niveau atteint en 2016 (44,4 % du PIB), la baisse en 2022 serait de 0,9 point de PIB, proche de la trajectoire prévue dans la programmation initiale (-0,8 point de PIB).

L'ensemble des mesures nouvelles en matière fiscale et sociale entraînerait une diminution de 34,5 milliards d'euros en 2022 par rapport à 2017, dont -24,4 milliards d'euros en faveur des ménages et -10,1 milliards d'euros pour les entreprises.

L'impact financier des mesures fiscales nouvelles de 2018 à 2022

En milliards d'euros, par rapport à 2017	2018	2019	2020	2021	2022
1. Prélèvements sur les ménages (hors fiscalité du capital)					
Suppression de la taxe d'habitation	-2,9	-6,5	-10,3	-12,9	-15,7
Bascule cotisations salariales/CSG (1)	2,4	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6
Annulation de la hausse de la CSG pour les retraités modestes		-1,6	-1,6	-1,6	-1,6
Exonérations de cotisations sur les heures supplémentaires		-3,0	-3,8	-4,0	-3,6
Hausse de la fiscalité du tabac	0,9	1,3	2,0	2,3	2,3
Recentrage du CITE (crédit d'impôt pour la transition énergétique)		0,8	0,8	1,4	1,9
Hausse de la fiscalité écologique	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Réforme du barème de l'IR			-5,0	-5,4	-5,4
Augmentation des taux Agirc-Arrco (part salariale)		1,1	1,0	1,0	1,0
Exonérations de cotisations pour les indépendants touchés par la crise sanitaire			-0,8	0,0	0,0
Versement instantané CI services à la personne					-1,1
Variation totale des prélèvements sur les ménages (hors capital)	2,8	-7,1	-16,9	-18,4	-21,4
2. Fiscalité du capital					
Suppression ISF et création IFI	-3,2	-3,2	-3,2	-3,2	-3,2
Prélèvement forfaitaire unique sur les revenus du capital (2)	0,6	0,3	0,2	0,2	0,2
Variation totale de la fiscalité du capital	-2,6	-2,9	-3,0	-3,0	-3,0
Variation totale des prélèvements sur les ménages 1 + 2	0,2	-10,0	-19,9	-21,4	-24,4

(1) Hors CSG sur les revenus du capital

(2) Yc CSG sur les revenus du capital

En milliards d'euros, par rapport à 2017	2018	2019	2020	2021	2022
Prélèvements sur les entreprises					
Baisse de 7% à 6% du taux du CICE		3,5	3,5	3,5	3,5
Suppression CICE à 6 points			21,2	21,2	21,2
Nouvel allègement de cotisations employeurs (net du retour d'IS)		-17,6	-19,5	-19,5	-19,5
Baisse de l'IS	-1,2	-2,0	-4,5	-8,2	-11,1
Mesures loi PACTE		-1,0	-1,0	-1,0	0,0
Renforcement 5e acompte IS		1,5			
Hausse de la fiscalité écologique	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2
Taxe sur les services du numérique		0,3	0,4	0,4	0,4
Réforme de la taxation des plus-values brutes à long-terme		0,4	0,6	0,4	0,4
Suppression la niche TICPE sur le gazole non-routier			0,2	0,5	0,5
Augmentation des taux Agirc-Arrco (part employeurs)		0,7	0,7	0,7	0,7
Limitation de l'avantage DFS dans le calcul des allègements généraux			0,4	0,4	0,4
Exonérations de cotisations pour les secteurs touchés par la crise sanitaire			-4,4	0,0	0,0
Baisse des impôts de production nette du retour IS				-9,1	-7,8
Variation totale des prélèvements sur les entreprises	0,1	-13,0	-1,2	-9,5	-10,1
Variation totale des prélèvements sur les entreprises (hors effet CICE en 2019)	0,1	8,2	-1,2	-9,5	-10,1

Source : Documents budgétaires, calculs Rexecode

Le rythme de baisses de prélèvements a été assez différent entre les ménages et les entreprises. S'agissant des ménages, les baisses se sont concentrées sur 2019 et 2020. En 2019, les ménages ont bénéficié de 10 milliards d'euros de baisses de prélèvements par rapport à 2018 et d'une diminution additionnelle de 10 milliards d'euros en 2020. S'agissant des entreprises, 2019 est une année atypique car les entreprises bénéficiaient encore du CICE (au titre de la masse salariale 2018) et concomitamment du nouvel allègement de cotisations employeurs. Au total, en comptant à la fois l'allègement de charges et le CICE, les prélèvements sur les entreprises diminuent – de manière temporaire puisqu'il s'agit du CICE acquis en 2018 et supprimé depuis le 1er janvier 2019 – de 13,0 milliards d'euros en 2019. Ce cumul exceptionnel des deux dispositifs disparaît en 2020, et la baisse de prélèvements induite par les mesures nouvelles depuis 2018 n'est plus que de 1,2 milliard d'euros en 2020. En 2021 puis 2022, la poursuite de la baisse de l'impôt sur les sociétés ainsi que la diminution de 10 milliards d'euros des impôts de production dans le cadre du plan de relance feraient plus que compenser la fin des exonérations de cotisations dans le cadre du plan de soutien de 2020. Au total, les mesures adoptées depuis le début du quinquennat auront allégé de 10,1 milliards d'euros les prélèvements sur les entreprises en 2022.

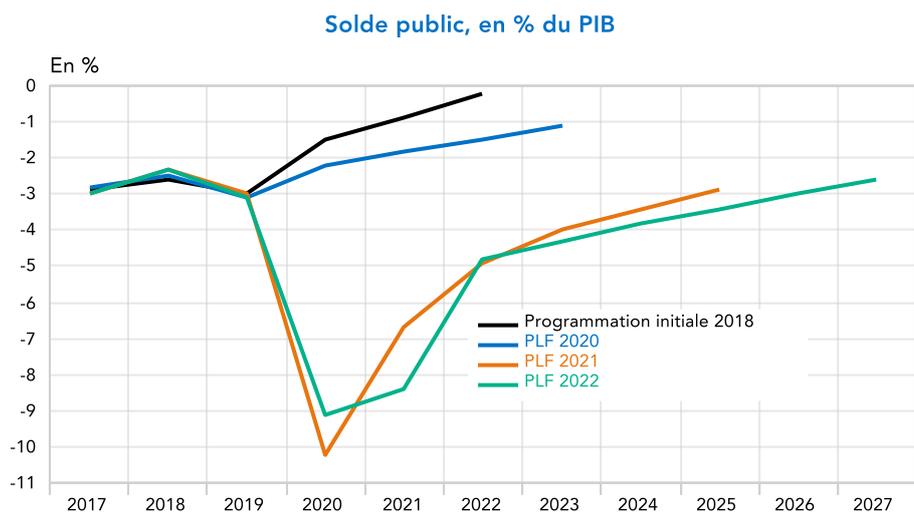
Un creusement historique du déficit public

Après un creusement du déficit à 9,1 % du PIB en 2020, le gouvernement anticipe un maintien du déficit à un niveau élevé en 2021 (8,4 % du PIB) en raison de la poursuite des mesures d'urgence et de la montée en charge du plan de relance. Le solde public reviendrait à 4,8 % du PIB en 2022, sous l'effet du rebond de l'activité et de l'extinction des mesures d'urgence.

Les hypothèses macroéconomiques du gouvernement

Le gouvernement a établi son projet de budget pour 2022 sur la base d'un scénario macroéconomique réaliste (taux de croissance de +6,0 % en 2021 et +4,0 % en 2022), proche de nos propres prévisions (respectivement +6,3 % et +3,5 %). A moyen terme, la trajectoire macroéconomique du gouvernement peut apparaître moins réaliste. Ce dernier retient en effet l'hypothèse d'un effet durable de la crise sanitaire sur le niveau du PIB potentiel (-1,75 % sur 2020-2021 par rapport à la trajectoire pré-crise, l'écart de production serait alors nul en 2022) mais d'un effet transitoire sur la croissance potentielle, c'est-à-dire le taux de croissance du PIB potentiel. Dès 2022, la croissance potentielle retrouverait en effet le rythme de la trajectoire retenue avant-crise, soit +1,35 % par an. Le PIB effectif progresserait même à un rythme légèrement supérieur sur la période 2022-2027 (+1,4 % par an). Cette hypothèse peut sembler optimiste au regard (i) de la baisse durable de la croissance potentielle constatée historiquement après chaque récession, (ii) de l'érosion tendancielle des gains de productivité du travail. Nous retenons dans nos propres perspectives de moyen terme une croissance potentielle de +0,9 % par an.

Par rapport à la programmation initiale du projet de loi de finances pour 2018, la trajectoire de déficit public, qui demeurait globalement conforme jusqu'en 2019, a brutalement décroché en 2020-2021, d'environ 7,5 points du PIB. Ce décrochage par rapport à la trajectoire initiale du quinquennat avait déjà été amorcé fin 2019 dans le cadre du PLF 2020 avec les mesures prises en réponse au mouvement des gilets jaunes (baisse de l'IR, hausse de la prime d'activité, annulation de la hausse de CSG pour les retraites moyennes...). Il a été très nettement accru dans le budget 2021 présenté à l'automne 2020, puis encore accentué dans le projet de loi de finances pour 2022. Le déficit public en 2021 y serait plus creusé de 1,7 point de PIB en raison d'un maintien plus important que prévu des mesures de soutien. A moyen terme, sous des hypothèses de croissance qui l'on peut estimer « optimistes » (cf. encadré sur les hypothèses macroéconomiques du gouvernement), le retour du déficit sous 3 % de PIB serait repoussé de 2025 à 2027. Parallèlement, avec ces mêmes hypothèses, la dette publique, qui s'établissait à 97,5 % du PIB en 2019, se stabiliserait autour de 116 points de PIB à moyen-terme (2024-2027).

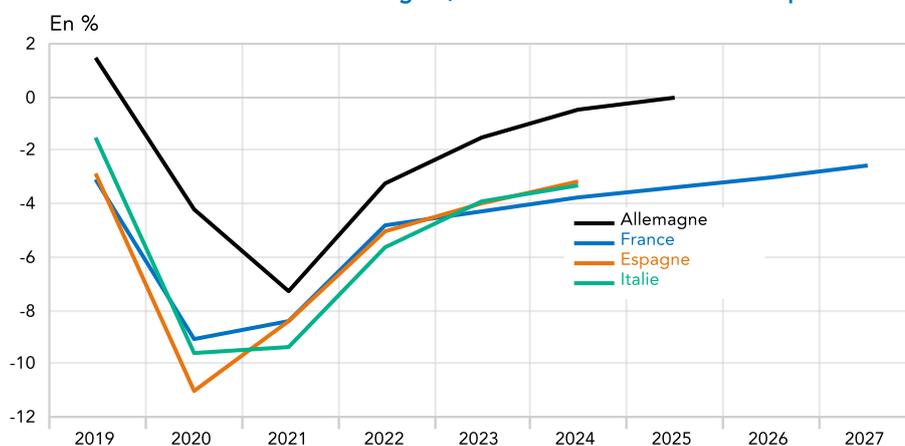


Source : Documents budgétaires

© Rexecode

Le ralentissement de la normalisation budgétaire est également manifeste lorsque l'on compare la trajectoire française inscrite dans le projet de loi de finances pour 2022 avec celles retenues dans les documents budgétaires de nos principaux voisins. Il en ressort que : l'Allemagne reviendrait sous 3 % de déficit dès 2023 et serait à l'équilibre en 2025 ; les déficits espagnols et italiens seraient respectivement ramenés à 3,2 % et 3,3 % du PIB en 2024, horizon auquel le déficit public français s'établirait à 3,8 % du PIB.

La trajectoires de solde public (en % du PIB) dans les grands pays de la zone euro selon les budgets, soumis à la Commission européenne



Source : Eurostat, documents budgétaires nationaux

© Rexecode

Un relâchement progressif de l'effort de réduction de la dépense publique au cours du quinquennat

L'examen doit être complété par une analyse du déficit « sous-jacent », c'est-à-dire du déficit une fois exclu l'impact non seulement de la conjoncture, mais aussi des plans d'urgence et de relance. L'évaluation est rendue délicate par plusieurs choix de présentation du gouvernement. Il a, d'une part, choisi d'intégrer les dépenses du plan de relance dans le déficit structurel (impact de 0,3 point de PIB net des financements européens en 2022 par rapport à 2019) et non dans les mesures ponctuelles, ce qui peut apparaître justifié pour les mesures qui s'inscrivent dans des programmes pluriannuels. D'autre part, les dépenses d'urgence ont été incluses dans les « mesures ponctuelles » en 2020 mais elles ont au contraire été intégrées dans le calcul du solde structurel en 2021 et 2022. Il nous a alors semblé utile de présenter l'évolution du déficit et de ses composantes entre 2019 et 2022 en explicitant ces différents effets. Cette décomposition permet notamment de mettre en lumière l'impact sur le déficit de l'évolution « sous-jacente » des dépenses publiques sur la période, indépendamment des mesures d'urgence et de relance, voire de certains facteurs d'environnement comme l'évolution des taux d'intérêt. En effet, par convention, les évolutions des charges d'intérêt de la dette sont intégrées dans la mesure du déficit structurel au titre de l'effort d'économie de dépenses, même lorsque son allègement provient d'un facteur exogène comme la baisse des taux d'intérêt. En 2019, la réduction des charges d'intérêt sur la dette publique (dans le contexte de la baisse des taux) a entraîné une économie de l'ordre de 5 milliards d'euros (0,2 point de PIB). En 2020, ce sont encore 5 milliards d'euros supplémentaires d'économies (0,2 point de PIB) qui sont procurés par la baisse des taux d'intérêt.

**Evolution du déficit public et de ses composantes
entre 2017 et 2019 (en points de PIB)**

	2017	2019	2022	Variation 2019/2017	Variation 2022/2019	Variation 2022/2017
Solde public	-3,0	-3,1	-4,8	-0,1	-1,7	-1,8
Solde conjoncturel	-0,3	0,4	0,1	0,7	-0,3	0,4
Mesures ponctuelles et temporaires	-0,2	-1,0	-0,2	-0,8	0,8	0,0
Solde structurel	-2,4	-2,5	-4,7	-0,1	-2,2	-2,3

Source : RESF 2022

Il ressort alors des documents budgétaires présentés par le gouvernement dans son rapport économique, social et financier (RESF) annexé au projet de loi de finances pour 2022 que le creusement de 1,7 point de PIB du déficit public entre 2019 et 2022 serait imputable à hauteur de 0,3 point à sa composante conjoncturelle (ramenée sur la période de +0,4 à +0,1 point). La faiblesse de cet impact peut surprendre compte tenu de l'ampleur du décrochage par rapport à la trajectoire de croissance d'avant-crise, mais le gouvernement estime qu'une partie de ce décrochage est de nature structurelle (baisse durable du niveau du PIB potentiel, cf. encadré sur les hypothèses macroéconomiques), l'écart de production étant alors considéré comme résorbé en 2022. Parallèlement, le poids des mesures ponctuelles sur le déficit public serait atténué de 0,8 point en 2022 par rapport à 2019, année qui était marquée par le cumul exceptionnel en 2019 des créances du CICE (au titre de la masse salariale 2018) et du nouvel allègement de cotisations employeurs (qui venait remplacer le CICE). Enfin, le creusement du déficit entre 2019 et 2022 résulterait d'une dégradation structurelle du déficit de 2,2 points de PIB. Le creusement du déficit structurel avait été limité sur la période 2018-2019 (-0,1 point), même si cette légère dégradation actait une dérive par rapport à la programmation initiale qui prévoyait une résorption de 0,4 point de PIB.

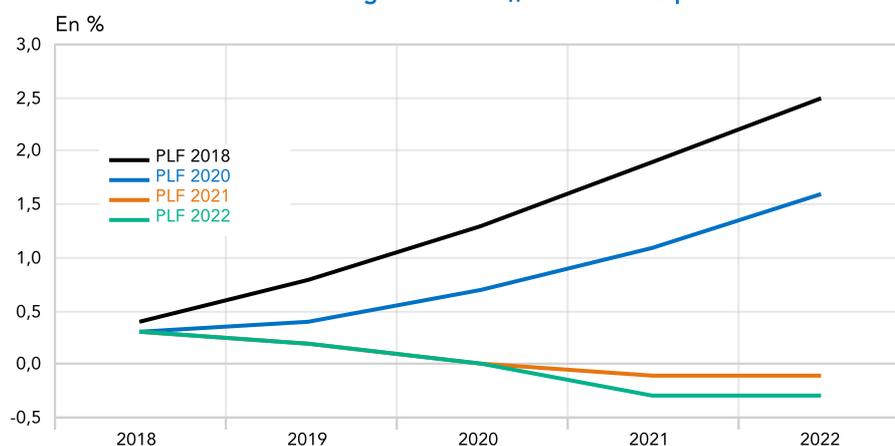
Ce creusement de 2,2 points du déficit structurel entre 2019 et 2022 est appelée « ajustement structurel ». Il résulte essentiellement de choix de politique économique. D'une part, les baisses de prélèvements obligatoires (impôt sur les sociétés, taxe d'habitation, impôts de production) creuseraient le déficit structurel à hauteur de 1,3 point sur 2020-2022. D'autre part, les dépenses publiques évolueraient sur cette même période à un rythme nettement supérieur au PIB potentiel, et contribueraient à hauteur de 1,0 point à la dégradation du solde structurel.

On peut décomposer à son tour l'impact de 1,0 point de l'évolution des dépenses publiques sur le creusement du déficit structurel. Il résulterait à hauteur de 0,3 point des mesures d'urgence, 0,4 point des mesures de relance net de leur financement par les subventions du plan de relance européen, alors que l'évolution des charges d'intérêt – qui résultent davantage de l'évolution des taux d'intérêt que de choix de politique économique – exercerait un impact à la baisse sur le déficit de l'ordre de 0,2 point sur la période.

On en déduit par différence que l'évolution « sous-jacente » de la dépense publique (hors urgence, relance et taux d'intérêt) aurait contribué à creuser le déficit structurel à hauteur de 0,5 point sur la période 2020-2022. En particulier, sur la seule année 2022, on calcule de la même manière qu'il ne se dégagerait du budget 2022 aucun effort d'économies. La dynamique de la dépense en 2022 risque même de peser sur le déficit, compte tenu des nouvelles dépenses annoncées mais qui ne sont pas intégrées dans le projet de loi des finances, déposé par le gouvernement, et pourraient être ajoutées par amendement au cours de l'examen parlementaire du projet de loi de finances (dépenses du plan d'investissement « France relance », « indemnité inflation », revenu d'engagement). L'ordre de grandeur serait d'environ 10 milliards d'euros.

Au total, sur la période 2018-2022, les ambitions de maîtrise des comptes publics ont été progressivement revues en baisse, en mettant à part les effets de la crise sanitaires et des politiques adoptées en réponse. Le déficit structurel devait être réduit de 1,4 point en 2022 par rapport à 2017 dans la programmation initiale. Le projet de loi de finances pour 2020 avait ramené cette réduction à 0,9 point. Le projet de loi de finances pour 2022 acte au contraire un creusement du déficit structurel de 1,6 point (hors impact des dépenses d'urgence et relance).

Effort cumulé d'économies en dépense (hors impacts plan de relance et baisse des charges d'intérêt), en % du PIB potentiel



Source : Documents budgétaires, calculs Rexecode

© Rexecode

Note de lecture : En 2021, l'effort cumulé (sur les années 2018 à 2021) d'économies de dépenses publiques (hors impacts du plan de relance et de la baisse des charges d'intérêts) correspondait à +1,9 point de PIB potentiel selon la programmation initiale (PLF 2018) et à -0,3 point de PIB potentiel dans le PLF 2022.

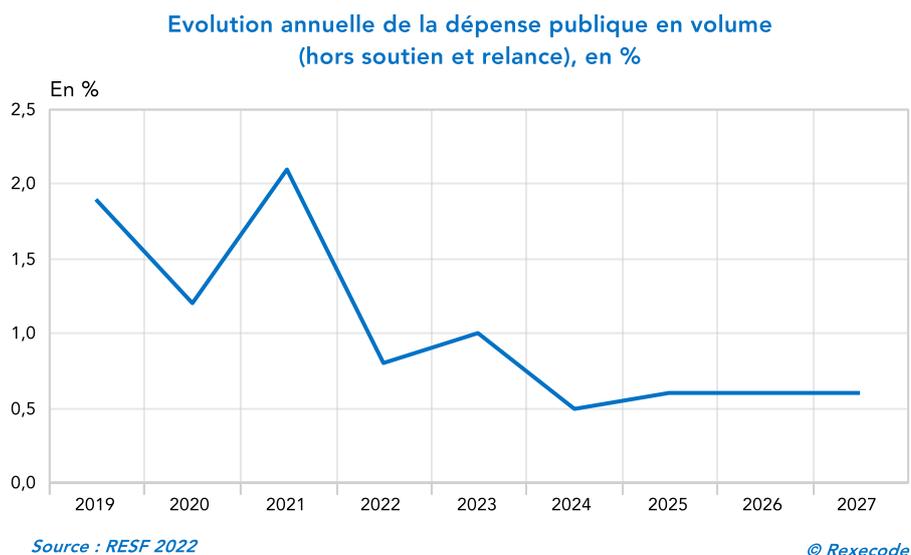
Cette dégradation de 3 points de l'évolution sur le quinquennat du déficit structurel par rapport à l'objectif initial s'explique essentiellement par un relâchement graduel de l'objectif d'économies de dépenses publiques (hors

impact des mesures d'urgence et de relance et hors baisse des charges d'intérêt). L'effort cumulé d'économies devait contribuer à réduire le déficit structurel de 2,5 points sur la période 2018-2022 selon la programmation initiale. Cet objectif était ramené à 1,6 point dans le PLF 2020, et passait en négatif à -0,1 point dans le PLF 2021 puis à -0,3 point dans le PLF 2022.

Les perspectives à moyen terme

La question se pose alors de la vitesse et de l'ampleur du retour à la normale budgétaire à moyen terme.

Le rapport économique, social et financier annexé au projet de loi de finances pour 2022 précise la trajectoire des finances publiques sur la période 2022-2027 retenue par le gouvernement.



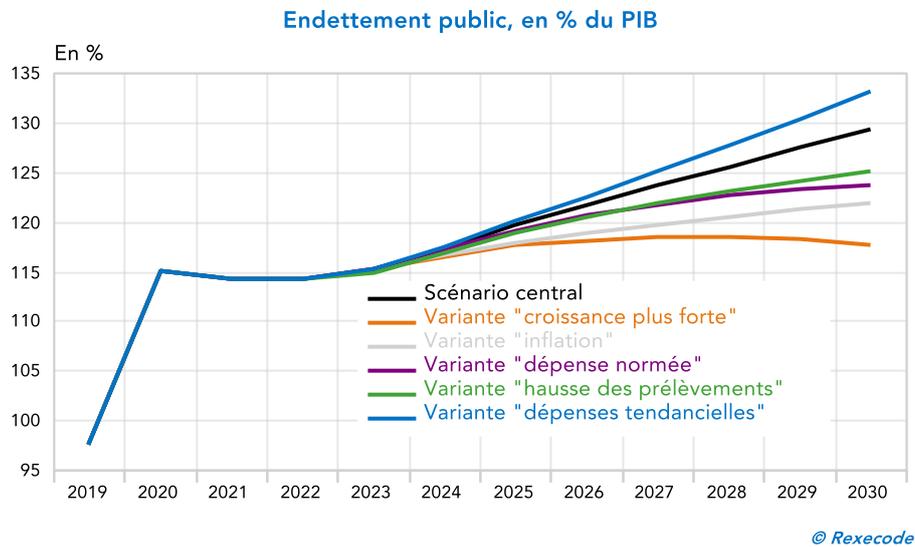
Il en ressort que ce dernier renvoie les efforts de modération de la dynamique de la dépense publique au moyen-terme (2024-2027), où la dépense publique (hors soutien et relance) progresserait de 0,6 % par an volume en moyenne après une progression moyenne de 1,5 % par an sur la période 2019-2022 - elle-même légèrement supérieure à celle enregistrée au cours des années 2010-2019 (+1,3 % par an).

Sous ces hypothèses de dynamiques de la dépense publique et d'un impact transitoire de la crise sur la croissance potentielle, qui reviendrait à partir de 2022 à +1,35 % par an, le rapport économique, social et financier annexé au

projet de loi de finances pour 2022 prévoit que le déficit public serait réduit à 2,6 % du PIB en 2027 et le ratio d'endettement public se stabiliserait à moyen terme.

Nos perspectives de croissance tendancielle sont plus modérées, à +0,9 % par an à partir de 2025. Sous cette hypothèse, et en supposant en outre une stabilité des prélèvements obligatoires une fois mises en œuvre les baisses déjà décidées et une évolution de la dépense publique en volume similaire à celle du PIB à partir de 2025, le ratio de dette publique poursuivrait alors sa progression pour approcher 130 % du PIB en 2030.

Notre document de travail n° 78 (« *La soutenabilité de la dette publique ou le dilemme des émissions* ») présentait aussi les différentes variantes autour de ce scénario. Deux variantes exogènes : « Croissance forte » (+1,5 % à partir de 2023 à politique budgétaire et fiscale inchangée), « Un point d'inflation en plus » (avec répercussion sur les taux d'intérêt). Trois variantes de politique budgétaire : « Dépense normée » (stabilité en volume de la dépense publique hors sécurité sociale et relance à partir de 2023), « Hausse des prélèvements obligatoires » (reproduisant le même effort budgétaire progressif que dans le scénario précédent) et le scénario « Dépenses tendancielle » dans lequel les dépenses publiques progresseraient en volume à leur rythme d'avant-crise (+1,3 % par an). Ces variantes de politique économiques tiennent en outre compte de l'impact sur le niveau du PIB des impulsions de dépenses ou de prélèvements par rapport au scénario central : a contrario, le gouvernement ne semble pas avoir tenu compte dans ses prévisions de croissance à moyen terme affichées à l'appui du projet de loi des finances (+1,4 % par an sur la période 2024-2027) du possible impact macroéconomique de court terme que pourrait avoir une politique budgétaire restrictive. Il n'évoque pas non plus l'impact de la croissance sur les émissions de gaz à effet de serre et les coûts à engager pour en limiter la hausse, que nous examinons dans la dernière partie du document de travail.



*

* *

Au cours des précédentes décennies, la tentation a quasi-systématiquement été de repousser à plus tard les efforts de normalisation budgétaires et de maîtrise de la dépense publique. Les dernières années ne font pas exception, avant même la crise sanitaire. Si, comme cela a été le cas après chaque récession dans le passé, la croissance s'avérait tendanciellement plus faible après la crise sanitaire, les efforts de normalisation ne pourront plus être reportés, sous peine de voir le ratio d'endettement public augmenter inexorablement.

Perspectives d'émissions de gaz à effet de serre de la France

Raphaël Trotignon

Rexecode associe désormais des perspectives d'émissions de gaz à effet de serre à ses perspectives économiques et aux politiques budgétaires affichées¹. Les résultats sont alors comparés aux différents objectifs de la Stratégie Nationale Bas-Carbone (SNBC), dont le décret n° 2020-457 du 21 avril 2020² relatif aux budgets carbone nationaux détaille les points de passage annuels des émissions que la France s'assigne. Le point de passage pour 2030 est ainsi fixé à 310 MtCO_{2e} (émissions de tous les gaz à effet de serre confondus exprimés en équivalent CO₂, hors captations liées à l'usage des terres). Nous examinons ici les perspectives d'émissions que l'on peut associer aux prévisions économiques et aux actions de politique « anti émissions » inscrites dans le plan de relance de septembre 2020, la loi climat et résilience du 22 août 2021, et les annonces du 12 octobre 2021 du Président de la République (plan France 2030).

Perspectives d'émissions tendancielles et efforts de découplage entre croissance et émissions

On rappelle que pour établir nos perspectives d'émissions de gaz à effet de serre, nous combinons dans un premier temps les perspectives de croissance économiques de Rexecode (variation annuelle du PIB en volume) à la prolongation des tendances historiques de diminution de l'intensité énergétique du PIB et de diminution de l'intensité en gaz à effet de serre de l'énergie primaire consommée, en ne supposant dans une première étape ni accélération ni ralentissement de ces tendances. Ceci conduit à des évolutions « spontanées », dans l'hypothèse d'une continuité des tendances historiques de moyen terme, sur la base des taux de croissance de l'économie de 2021 (6,3 %) et 2022 (3,5 %) puis d'un retour à une croissance tendancielle de 0,9 % par an en moyenne jusqu'en 2030. Ces calculs conduisent à des émissions de gaz à effet de serre pour la France qui diminueraient tendanciellement de 406 MtCO_{2e} en 2021 à 342 MtCO_{2e} en 2030. Ce niveau dépasse de 32 MtCO_{2e} (un peu plus de 10 %) l'objectif de la SNBC de 310 MtCO₂, inscrit dans la loi. Une accélération des tendances historiques est donc nécessaire. Elle a fait l'objet de plusieurs ensembles de mesures décidés dans la période récente.

¹ Document de travail n° 76, *Les émissions françaises de gaz à effet de serre d'ici 2030*, janvier 2021.

² Décret n° 2020-457 du 21 avril 2020 relatif aux budgets carbone nationaux et à la stratégie nationale bas-carbone.

Les perspectives tendanciennes doivent en effet être corrigées en tenant compte de l'impact supplémentaire des mesures spécifiques « anti-émissions » prises récemment (projet de loi de finance 2022, plan de relance, dont nous supposons que les crédits sont prolongés jusqu'en 2030, loi climat et résilience, et plan France 2030 récemment annoncé par le Président de la République). L'hypothèse retenue, peut-être optimiste, est que l'impact de ces mesures est entièrement additionnel par rapport aux tendances antérieures prolongées. Des estimations des effets de ces mesures sur les émissions de l'année 2030 sont proposées ci-après.

- **Le projet de loi de finance 2022 et la poursuite du plan de relance** jusqu'en 2030 : les mesures qui permettent de lutter contre les émissions de gaz à effet de serre (aide à la conversion du parc automobile, soutien aux opérations de rénovation énergétique des logements, décarbonation de l'industrie, plan hydrogène etc.) s'inscrivent dans la continuité de ce qui avait été annoncé lors du plan de relance. Le projet de loi de finance 2022 en tient compte et n'y ajoute pas de dispositions supplémentaires. Par rapport à la tendance d'avant crise utilisée pour établir nos projections tendanciennes, nous pouvons donc considérer comme supplémentaire la dépense publique relative à l'accélération des mesures anti-émissions inscrites dans le plan de relance. Ce montant représente une enveloppe de 12 milliards d'euros sur les 100 milliards d'euros du plan de relance, soit une dépense « anti-émissions » d'environ 5 milliards d'euros par an pendant deux ans et demi (la fin de 2020, 2021, et 2022). Dans notre document de travail n°76 « *Les émissions françaises de gaz à effet de serre d'ici 2030 : l'impact de la récession et du plan de relance* », nous avons estimé que ces mesures, à condition d'être maintenues au-delà de 2022 et tout au long de la décennie avec les crédits correspondants, pourraient entraîner des réductions d'émissions annuelles de 12 MtCO₂e en 2030.

- **La loi climat et résilience** : une première évaluation de la « loi climat » et résilience³ suggère que l'impact des différentes mesures ciblant les émissions de gaz à effet de serre pourrait conduire à une réduction des émissions annuelles en 2030 d'environ 4 MtCO₂e. Ces mesures sont celles concernant l'obligation d'installer des dispositifs de production d'énergie renouvelable ou des toits végétalisés sur certains bâtiments, l'interdiction de la vente des véhicules particuliers neufs les plus émetteurs, l'obligation d'instaurer des zones à faible émissions, mobilité dans les grandes métropoles, les mesures concernant les vols aériens et la compensation de leurs émissions, et l'adaptations des règles d'urbanisme pour lutter contre l'artificialisation des sols. Le coût des mesures associées, essentiellement pour les agents privés, serait de l'ordre de 40 milliards d'euros cumulés sur la période 2022-2030.

³ Loi n° 2021-1104 du 22 août 2021 portant lutte contre le dérèglement climatique et renforcement de la résilience face à ses effets (JORF n°0196 du 24 août 2021).

Une évaluation du plan d'investissement France 2030

Le Président de la République a annoncé le 12 octobre dernier un plan d'investissement d'avenir intitulé « France 2030 ». Ce plan comporte 30 milliards d'euros d'investissements d'ici 2030, couvrant plusieurs thématiques. Le tableau ci-après présente une synthèse des annonces qui ont été faites et la répartition annoncée de ces 30 milliards d'euros. La partie du tableau en bleu regroupe les mesures ayant un impact direct sur les émissions.

En effet, toutes les annonces du plan France 2030 ne concernent pas les émissions de gaz à effet de serre. Cinq d'entre elles, regroupées sous l'intitulé « Mieux produire », concernent des développements industriels et technologiques pouvant avoir des retombées en termes de réduction des émissions. Ces cinq propositions représentent un investissement de 12 milliards d'euros au total, soit une moyenne de 1,3 milliard d'euros par an d'ici 2030. Elles concernent le nucléaire, l'hydrogène, la décarbonation de l'industrie, les véhicules électriques et l'avion bas-carbone. Une estimation préliminaire peut être faite sur la base des quelques éléments évoqués par le Président dans son discours, sans disposer précisément de la répartition des différents crédits ni d'une présentation chiffrée des projets industriels qui pourraient en bénéficier. Si la mise en œuvre de ce plan se concrétise, le plan France 2030 pourrait conduire en 2030 à une diminution des émissions de l'ordre de 5 à 6 MtCO₂e.

Le tableau ci-dessous récapitule les baisses d'émissions et les besoins de financements qui peuvent être associés aux différentes mesures anti-émissions prises depuis le début de l'année 2020. Ces estimations doivent être considérées comme des ordres de grandeur à affiner car l'énoncé des mesures reste souvent très flou.

Baisses d'émissions en 2030 et financements annuels qui peuvent être associés aux différentes mesures anti-émissions depuis 2020

	Baisse des émissions en 2030 (en MtCO ₂ e)	Coût pour les finances publiques (en milliards d'euros par an)	Coût privé (en milliards d'euros par an)	Coût économique total (en milliards d'euros par an)
Mesures anti-émissions du plan de relance	11,6	5,2	7,3	12,5
Mesures anti-émissions de la loi climat et résilience	4,1	Peu significatifs	4,7	4,7
Mesures anti-émissions du plan France 2030	5,6	1,3	1,3	2,6
Total	21,3	6,5	13,3	19,8

Au total, nos perspectives, en tenant compte de nos hypothèses de croissance et des dernières mesures « anti-émissions » conduisent à des émissions pour la France de 321 MtCO₂e en 2030. Ce niveau est encore supérieur de 11 MtCO₂e (un peu plus de 3 %) à l'objectif assigné dans la SNBC. Rappelons que ceci suppose que les mesures « anti-émissions » du plan de relance sont maintenues tout au long de la décennie (5 milliards par an après 2022).

Tableau – Financements annoncés lors de la présentation du plan France 2030¹

10 objectifs	Intitulé	Montant annoncé	Montant annoncé
Mieux produire	1	Faire émerger en France des réacteurs nucléaires de petite taille, innovants et avec une meilleure gestion des déchets	8 milliards d'euros dont 1 milliard d'euros d'ici 2030 pour le nucléaire ; 500 millions pour les renouvelables
	2	Devenir le leader de l'hydrogène vert	
	3	Décarboner notre industrie	
	4	Produire près de 2 millions de véhicules électriques et hybrides à l'horizon 2030	4 milliards d'euros
	5	Produire le premier avion bas-carbone	
Mieux vivre	6	Investir dans une alimentation saine, durable et traçable	2 milliards d'euros « dont des fonds propres »
	7	Produire 20 biomédicaments contre les cancers, les maladies chroniques dont celles liées à l'âge et créer les dispositifs médicaux de demain	3 milliards d'euros ²
	8	Placer la France à nouveau en tête de la production des contenus culturels et créatifs	
Mieux comprendre	9	Prendre toute notre part à la nouvelle aventure spatiale	2 milliards d'euros ²
	10	Investir dans le champ des fonds marins	
5 « conditions »			
1	Sécuriser l'accès à nos matériaux		
2	Sécuriser les composants électroniques		6 milliards d'euros
3	Maîtriser les technologies numériques souveraines et sûres		
4	Accélérer la formation sur des nouvelles filières et des segments de pointe		2,5 milliards d'euros
5	Rendre plus attractif l'investissement en capital en France		5 milliards d'euros « dont 3 milliards de fonds propres »

¹ Re transcription du discours du Président de la République.

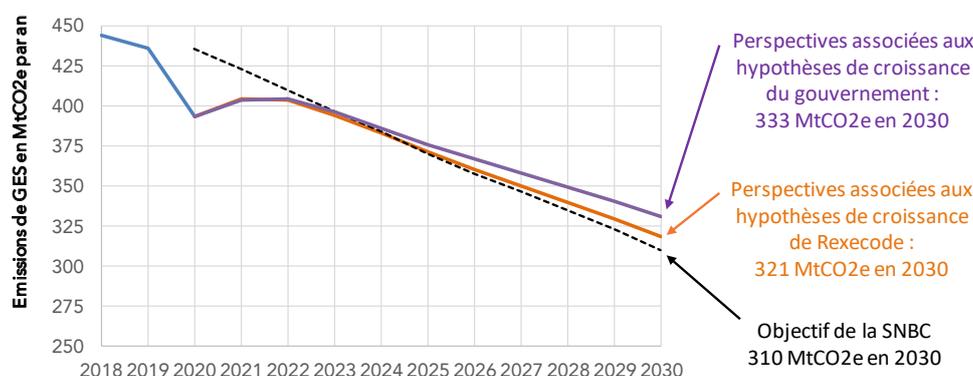
² Non cités par le Président de la République mais indiqués sur le site du gouvernement <https://www.gouvernement.fr/france-2030-un-plan-d-investissement-pour-la-france-de-demain>

Note : la partie encadrée du tableau identifie les mesures pouvant avoir un impact direct sur les émissions de gaz à effet de serre de la France en 2030.

Perspectives d'émissions à moyen terme en 2030 associées à la prévision de croissance potentielle du projet de loi de finance

Un autre scénario intéressant estime les perspectives d'émissions qui résulteraient de la réalisation des prévisions de croissance affichées par le gouvernement dans le projet de loi de finances. Ces prévisions, soit 1,4 % par an à partir de 2023, sont significativement supérieures aux perspectives économiques à moyen terme de Rexecode (0,9 % par an). Le résultat en termes d'émissions (en tenant compte de l'effet des mesures additionnelles citées plus haut) serait un point de passage des émissions en 2030 de 333 MtCO₂e soit 23 MtCO₂e (environ 7 %) au-dessus de l'objectif assigné dans la SNBC.

Perspectives d'émissions de gaz à effet de serre de la France



En résumé, compte tenu des actions engagées (supposées prolongées au long de la décennie) et en fonction des hypothèses de croissances retenues, les perspectives d'émissions de la France en 2030 se situeraient entre 321 et 333 MtCO₂e. Ces montants sont supérieurs à l'objectif de 310 MtCO₂e de la SNBC. L'atteinte de cet objectif requiert donc des investissements substantiels pour accélérer davantage encore le découplage entre croissance économique et émissions de gaz à effet de serre.

On voit bien ici le dilemme auquel nous aurons à faire face. Ce dilemme présenté dans notre document de travail n°78 « *Soutenabilité de la dette publique et soutenabilité climatique ou le dilemme des émissions* » est le suivant : plus de croissance économique facilite la stabilisation du poids de la dette dans le PIB, mais plus de croissance c'est aussi plus d'émissions de gaz à effet de serre. Le besoin d'investissement pour réduire les émissions est accru, et par conséquent, dans la mesure où cet investissement est pris en charge par la dépense publique, c'est *in fine* plus de dette publique. Comment financer ces investissements sans augmenter le risque de non soutenabilité de la dette publique ? La question est posée. La réponse exigera d'imaginer des voies alternatives aux financements publics.

Documents de travail récemment parus

<i>La durée effective du travail en France et en Europe</i>	N° 79 - octobre 2021
<i>La soutenabilité de la dette publique ou le dilemme des émissions</i>	N° 78 - avril 2021
<i>Les indicateurs de compétitivité de la France reculent nettement en 2020</i>	N° 77 - mars 2021
<i>Les émissions françaises de gaz à effet de serre d'ici 2030</i>	N° 76 - janvier 2021 N°
<i>La politique budgétaire entre sauvegarde et relance</i>	75 - octobre 2020 N° 74
<i>Moins de croissance trop de carbone</i>	- juillet 2020
<i>Perspectives économiques et budgétaires pour 2020</i>	N° 73 - octobre 2019

Rexecode

Centre de Recherche pour l'Expansion
de l'Économie et le Développement des Entreprises

Siège social : 29 avenue Hoche • 75008 Paris
Téléphone : +33 (0)1 53 89 20 89

Association régie par la loi du 1^{er} juillet 1901 • APE 9412 Z • SIRET 784 361 164 00030 • TVA FR 80 784 361 164
www.rexecode.fr • twitter.com/Rexecode

ISSN : 1956-0486