

Pour endiguer le déficit public commencer par des hypothèses économiques prudentes

Depuis vingt ans, les programmes pluriannuels des finances publiques affichent régulièrement un retour vers 3 % de déficit public pour « plus tard », c'est-à-dire vers la fin de la période.

La dernière annonce du gouvernement d'un déficit revenant à 2,7 % du PIB dans cinq ans, n'échappe pas à la règle.

La réalité régulièrement constatée est en fait que le déficit public s'est systématiquement écarté des annonces, et n'a fait qu'augmenter tendanciellement, au point que la France a désormais le déficit le plus élevé des pays de la zone euro.

Dans le contexte de hausse des taux d'intérêt et d'écartement des taux au sein de la zone euro, la menace d'instabilité financière doit être prise au sérieux.

Il convient aussi d'intégrer dans l'hypothèse de croissance potentielle la nouvelle contrainte de durabilité due aux actions nécessaires pour réduire les émissions de carbone.

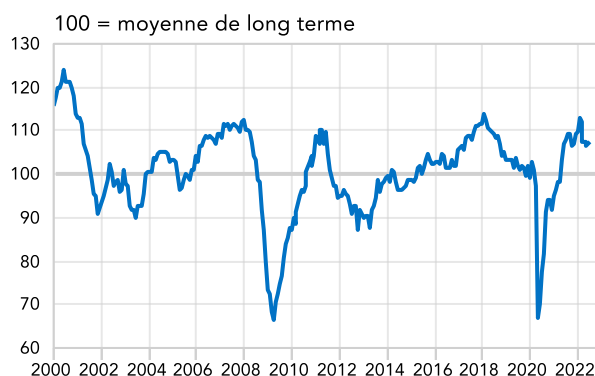
Nous recommandons de bâtir notre prochaine programmation des finances publiques sur des bases délibérément prudentes.

Michel Didier

Au moment où le gouvernement prépare le projet de loi de finances pour 2023 et la programmation budgétaire des cinq prochaines années, il faut s'interroger sur les hypothèses économiques à retenir pour fixer la trajectoire des finances publiques. Nous recommandons de privilégier des hypothèses économiques particulièrement prudentes afin de mieux assurer une réduction progressive du déficit public au cours des prochaines années.

L'activité économique mondiale reste sur une tendance positive, mais les signes de tassement se multiplient. Si la Chine se redresse après la levée des contraintes du zéro-Covid, aux Etats-Unis l'indicateur ISM, qui reflète le sentiment des directeurs d'achats, s'est franchement retourné dans l'ensemble des secteurs. Dans la zone euro, l'indice de la production industrielle plafonne et le solde entre les opinions positives et négatives sur les carnets de commande dans l'industrie a reculé. Quant au climat de confiance des consommateurs, il a retrouvé son point bas historique de 2009. Les indicateurs de conjoncture de la France ressemblent aux indicateurs des pays développés, notamment aux indicateurs euro-

France : indice synthétique du climat des affaires dans l'industrie manufacturière



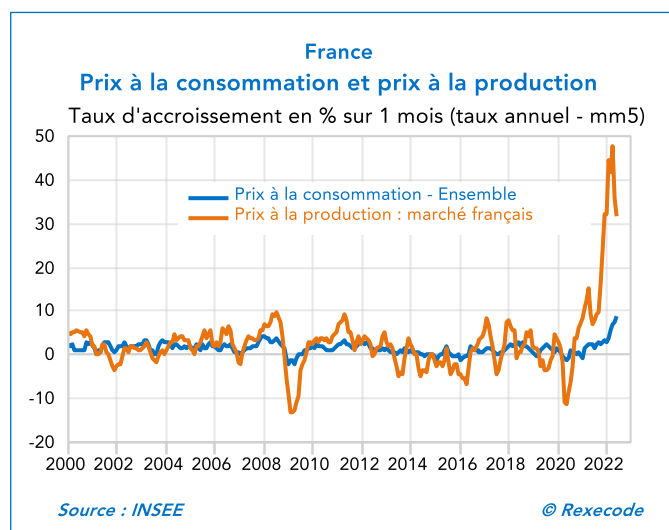
Source : Insee

© Rexecode

péens. Le creux de 2020 imposé par les confinements a été plus profond. En contrepartie, le rebond de l'activité a été violent. Comme nous l'avions indiqué, il ne s'agissait pas d'une reprise économique mais d'un rebond, par nature temporaire. **Aujourd'hui le rebond est terminé. Un retournement de conjoncture est amorcé.** La question est jusqu'où ira-t-il ?

Un point d'interrogation majeur concerne l'inflation. Le rebond général de la demande, alors que les contraintes sur l'offre perduraient, a déclenché des tensions sur les prix de l'énergie et des matières premières, et plus généralement sur les capacités de production dès l'automne 2021, avant même la guerre en Ukraine. La guerre les a encore accentués. Une conséquence, inattendue pour certains, presque évidente pour d'autres, des chocs de prix exogènes, mais aussi des politiques budgétaires et monétaires extrêmes qui ont été menées, est que le rythme de la hausse des prix a fortement accéléré et qu'un mécanisme d'inflation s'installe progressivement.

Le rythme actuel de la hausse des prix est proche de 9 % l'an mesuré en « vitesse instantanée » (estimée par la moyenne mobile sur cinq mois de la variation mensuelle de l'indice des prix à la consommation). Quelques signaux qui pourraient être annonciateurs d'un ralentissement de la hausse apparaissent. C'est le cas des prix des métaux communs. **Mais on observe aussi un potentiel de hausses encore devant nous.** Si en effet la hausse des prix à la consommation (mesurée comme indiqué ci-dessus) est actuellement de 9 % l'an, la hausse des prix à la production (mesurée de la même façon) est de plus de 25 % l'an. **Il s'ajoutera un début de réaction des salaires et des revenus et de nouvelles dépenses publiques.**



On observe par ailleurs que le ratio de marge des sociétés non financières (résultat d'exploitation rapporté à la production) a fortement reculé, et que les chefs d'entreprise petites et moyennes, interrogés lors de l'enquête

Nos perspectives 2022-2023

Evolution en %	2021	2022	2023
PIB	6,8	2,1	0,3
Prix à la consommation	1,7	5,2	3,9
Pouvoir d'achat du revenu des ménages	2,3	-1,4	-0,4
Consommation des ménages	4,7	1,6	0
Investissement productif	11,4	0,8	-1,5

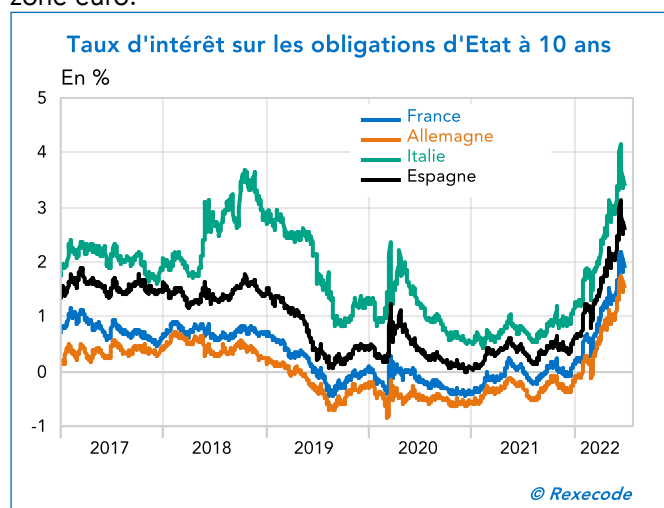
Source : calculs Rexecode

de la Banque de France, révèlent que les trésoreries se resserrent nettement. **En conclusion, un retournement de conjoncture assez marqué est désormais probable.**

Nos perspectives macroéconomiques retiennent une croissance à peine positive en 2023, en fait dès la mi-2022 car le taux de croissance moyen de 2022 (2,1 %) est déjà acquis. On s'attend en outre à une **légère baisse du pouvoir d'achat et de l'investissement productif.**

Les premières annonces budgétaires officielles confirment un déficit des administrations publiques de 5 % en 2022, malgré des dépenses supplémentaires de l'ordre de 25 milliards d'euros. Ces dépenses devraient être compensées par des plus-values de recettes liées en partie à l'inflation. Le ratio dette publique/PIB baisserait légèrement fin 2022, de façon temporaire, en raison notamment d'un prélèvement sur la trésorerie de l'Etat.

Pour 2023, on imagine mal dans un contexte quasi-récessif une réduction du besoin de financement des administrations, qui sera par ailleurs grevée par les extensions en années pleines de plusieurs mesures de 2022. Cette perspective, dans un environnement de taux d'intérêt de marché en hausse, préoccupe les marchés et augmente la **divergence des taux d'intérêt de marché au sein de la zone euro.** On retrouve, dans un contexte différent, le type d'enchaînements pervers qui avait nécessité en 2012 une réaction vigoureuse des pouvoirs publics et enrayé la reprise de l'activité dans la zone euro.



Un croissance potentielle affaiblie

Au-delà du court terme, l'hypothèse de croissance potentielle à moyen terme conditionne largement les perspectives budgétaires. Sur longue période, la croissance potentielle est le taux de croissance que l'on peut associer à un régime de croissance équilibrée. L'équation la plus simple de la croissance potentielle, est l'égalité : $\text{Croissance potentielle} = \text{démographie} + \text{productivité}$. Il est donc utile de s'interroger sur chacun des deux termes de l'équation.

Au sein de l'Europe, la France est un pays en croissance démographique. Un aspect moins connu est que la population en âge de travailler diminue. Le taux d'emploi remonte légèrement, mais plutôt moins qu'en moyenne dans la zone euro. Les dernières projections de population active de l'Insee retiennent que la population active stagnerait d'ici 2030. Au total, la démographie n'aurait donc probablement qu'une contribution faible, voire nulle à la croissance potentielle des prochaines années.

Concernant les perspectives de la productivité du travail, un article de recherche récent du secrétariat du Haut Conseil des Finances Publiques, qui n'engage pas le Conseil¹, rappelle la tendance d'avant-crise, autour de 1 % par an, et le recul d'environ 1,5 % au cours de la crise sanitaire. Pour l'avenir, l'article évoque trois scénarios : un ralentissement durable des gains de productivité, une perte pérenne, c'est-à-dire un recul du niveau puis un retour de la tendance antérieure, enfin un scénario de perte rattrapable, qui supposerait une accélération des gains de productivité pour dépasser le rythme tendanciel antérieur.

Notre diagnostic est que la perspective d'une croissance potentielle sensiblement inférieure à 1 % l'an au-delà de 2023 est l'hypothèse la plus vraisemblable. L'expérience passée montre en effet que les gains de productivité faiblissent après chaque récession. Dans cette perspective, sauf « contre-choc » des prix du pétrole et des matières premières, la croissance serait faible, l'inflation ne baisserait que progressivement et le déficit public ne reculerait pas sans des mesures de maîtrise des dépenses publiques.

Une croissance équilibrée doit être soutenable

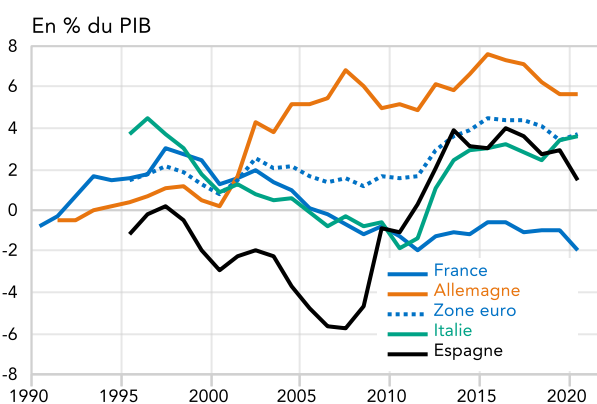
Pour être crédible, l'hypothèse de croissance potentielle doit correspondre à un régime de croissance équilibrée. Une croissance équilibrée signifie un régime de croissance qui ne bute pas sur un obstacle, c'est-à-dire sur un déséquilibre endogène qui irait en augmentation, et qui impliquerait donc un changement de régime et une

¹ La productivité du travail au sortir de la crise sanitaire, Eric Dubois, Olivier Redoules.

rupture de croissance. Le plus classique des obstacles est une dérive d'inflation autoentretenu. Mais il y en a d'autres : un excès de valorisation des actifs, des déficits non finançables et une contrainte, plus nouvelle, qui serait un excès des émissions de carbone.

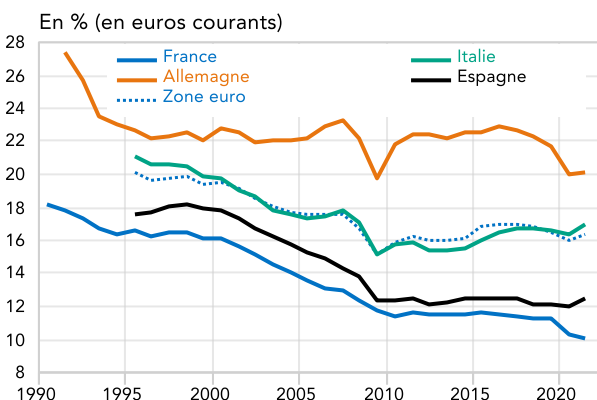
Certains déséquilibres actuels, quasi-structurels, sont de nature à limiter la croissance potentielle. La France a en effet des points faibles bien connus : un déficit public désormais parmi les plus élevés des pays de la zone euro, un déficit croissant des échanges extérieurs de biens et services, une désindustrialisation du secteur productif² et des pertes de parts de marché à l'exportation.

Solde des échanges de biens et services en % du PIB



Source : Insee, Deutsche Bundesbank, Eurostat, Istat, INE © Rexecode

Part de l'industrie dans la valeur ajoutée



Source : Eurostat

© Rexecode

Il s'ajoutera dans les années prochaines la nécessité impérieuse d'investissements pour lutter contre le changement climatique, dont l'utilité est incontestable, mais qui constitueront des coûts pour l'économie marchande et pèseront sur la productivité globale.

² Largement analysée dans l'ouvrage de Nicolas Dufourcq. La désindustrialisation de la France, Odile Jacob - Paris 2022.

Il convient en effet d'attirer l'attention sur un **nouvel obstacle à la croissance potentielle, devenue une contrainte supplémentaire de durabilité de la croissance**. Rexecode a réalisé un exercice exploratoire consistant à évaluer les investissements nécessaires pour tenir l'objectif de décarbonation de la France³. Cette étude révèle une contradiction majeure aujourd'hui sans réponse.

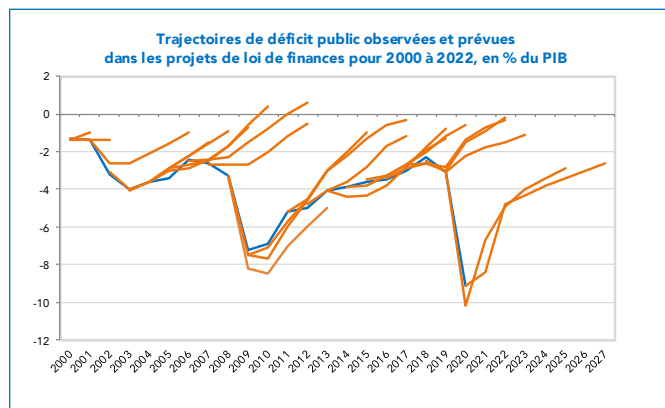
Pour tenir nos objectifs de réduction des émissions de CO₂, il faudrait rapidement une forte marche d'escalier vers la hausse, de l'investissement en France, s'ajoutant aux tendances antérieures (10 % en plus pour les entreprises, 20 % en plus pour les ménages en plus des tendances antérieures). Or il s'avère que les perspectives macroéconomiques vraisemblables sont actuellement une stabilisation, voire une baisse de l'investissement. Cette contradiction était jusqu'ici largement ignorée dans les programmes pluriannuels des finances publiques, par exemple dans le dernier programme de stabilité du gouvernement. Mais peut-on encore l'ignorer alors que l'opinion, et progressivement les juges, tendent désormais à condamner l'insuffisance d'action des pouvoirs publics et par conséquent les programmes économiques qui n'en tiendraient pas compte ?

Privilégier des hypothèses prudentes et mettre fin aux annonces sans lendemain

Il est difficile de trancher entre les scénarios d'évolution possible de la productivité. Les auteurs de l'étude citée ci-dessus sur la productivité en déduisent que « le scénario intermédiaire ressort comme le scénario le plus raisonnable en prévision ». La conclusion peut en effet paraître raisonnable du point de vue du prévisionniste, en termes d'espérance mathématique de l'erreur probable. Mais ne faut-il pas aujourd'hui raisonner plutôt en termes de risque, ou de « coût de l'erreur », pour l'économie française ?

Compte-tenu des déséquilibres actuels, notamment du déséquilibre extrême de nos finances publiques, il vaut sans doute mieux fonder la programmation des finances publiques sur un scénario prudent, et choisir par conséquent comme base pour les projections budgétaires le scénario de ralentissement durable. Le risque de privi-

³ Les enjeux économiques de la décarbonation de la France, document de travail n° 83, Rexecode, mai 2022.



légier ce scénario (et de se tromper) serait d'enregistrer par la suite de bonnes surprises et d'obtenir ainsi une réduction du déficit public plus rapide que prévu. Ce risque paraît bien préférable au risque inverse, qui consisterait à choisir un scénario intermédiaire pour constater ensuite que se réalise un scénario bas, donc d'avoir des surprises qui pourraient contraindre à des mesures brutales.

C'est cette tendance à surestimer les perspectives de redressement budgétaire, et à annoncer régulièrement une réduction des déficits pour plus tard, qui ont conduit dans le passé à réviser sans cesse les programmes pluriannuels de finances publiques et à entériner finalement ex post un gonflement des déficits publics. Le graphique ci-dessus montre que les annonces de déficit public des programmes pluriannuels (courbes de couleur orange) ont pratiquement toujours été contredites par des déficits plus élevés que prévu (courbe bleue).

* *

En conclusion, nous suggérons fortement de bâtir désormais notre politique budgétaire sur des hypothèses macroéconomiques délibérément prudentes. Nous rappelons que notre propre pronostic est une croissance potentielle au-delà de 2023 au-dessous de 1 % l'an. C'est sur ces bases économiques qu'il conviendrait de programmer les mesures qui permettront le retour vers un déficit public soutenable.