

# La France au bord du gouffre

André-Victor Robert

Dossier pour Polémia

## Résumé

*Faisant suite à un précédent dossier publié sur Polémia au sujet des questions macro-économiques, le présent dossier traite plus particulièrement de la chute de la productivité, du creusement du déficit du commerce extérieur et de l'accroissement considérable de la dette publique. La productivité d'un pays est intéressante et importante à analyser, car elle constitue à moyen et long terme le principal déterminant de l'évolution du niveau de vie de la population de ce pays. Dans un système de changes fixes comme c'est le cas pour la France au sein de la zone euro, la productivité détermine aussi très largement la compétitivité des entreprises françaises vis-à-vis de leurs concurrents étrangers, et donc la capacité de notre pays à se procurer les biens qu'il ne produit pas et qui lui sont nécessaires sans pour autant devoir s'endetter vis-à-vis du reste du monde.*

*Dans le précédent dossier, nous avons évoqué la faible croissance de la productivité en France de 1999 à 2018, significativement inférieure à celle de nos voisins – si l'on fait exception de l'Italie et de l'Espagne. Les nouvelles récentes en la matière sont encore plus mauvaises. À fin 2022, la productivité par tête (rapport entre le PIB et le nombre de personnes ayant un emploi) est inférieure de 2,9 % à son niveau du 4e trimestre 2019 (dernier trimestre complet avant la crise sanitaire), et la productivité par heure travaillée inférieure de 2,2 % à son niveau de fin 2019. Parmi nos voisins d'Europe occidentale, la France est le seul pays où la productivité horaire est en baisse entre fin 2019 et fin 2022. Seuls quatre autres pays connaissent aussi une baisse de la productivité par tête, mais de manière sensiblement moins marquée qu'en France. L'ampleur du choc de productivité (et de PIB) au moment du déclenchement de la crise sanitaire a été inégale selon les pays. Les pays qui ont confiné de manière très stricte leur population (Italie, Espagne, Royaume-Uni, et... France) ont bien sûr connu au 1er semestre 2020 une chute considérable de leur productivité et de leur PIB, quand les pays scandinaves (en particulier la Suède qui n'a à aucun moment confiné sa population) étaient largement épargnés. Ensuite, en France le rebond de la productivité a été partiel, tandis que dans les autres pays la productivité a pleinement rebondi (après tout de même un certain délai dans le cas des Pays-Bas et de l'Autriche).*

*Reflet de l'érosion de la compétitivité de nos entreprises sous l'effet des faibles gains de productivité, notre commerce extérieur est systématiquement en déficit depuis 1999. Le solde s'est considérablement dégradé depuis la mi-2021 sous l'effet de la hausse des prix de l'énergie et des matières premières, le déficit atteint maintenant 160 Md€ sur les douze derniers mois - ce qui représente pas moins de 7 % du PIB. Le creusement du déficit de notre commerce extérieur a évidemment pour contrepartie un endettement accru de la France (État, entreprises, ménages) vis-à-vis du reste du monde, puisqu'il faut bien financer ce déficit. Fin 2022, la dette publique française se situe à 112 % du PIB ; elle était à 97,4 % juste avant la crise sanitaire. La dette publique en France, rapportée au PIB, se situe ainsi fin 2022 à peu près au même niveau qu'en Espagne, au Portugal et en Belgique, mais reste en deçà de ce qui est observé en Italie (144 %) et en Grèce (171 %, la dette publique grecque a stagné autour de 180 % de 2013 à 2019 avant de culminer à 206 % en 2020).*

*A contrario, la dette publique est bien moindre en Allemagne (66 % du PIB), aux Pays-Bas (51 %) et dans les pays scandinaves.*

*La variation de la dette publique entre fin 2019 et fin 2022 est très étroitement corrélée aux politiques menées pour combattre l'épidémie de Covid : les pays qui ont confiné leur population pendant de longues semaines, comme la France, l'Italie et l'Espagne, ont ce faisant désorganisé très largement leur production et ont dû consentir à des transferts financiers massifs en direction des entreprises (pour éviter les faillites) et des ménages (pour amortir le choc sur leur revenu). La dette publique s'est ainsi accrue de 14 points de PIB en France, de 15 points en Espagne, et de 10 points en Italie. À l'opposé, la Suède, qui n'a à aucun moment confiné sa population, et la Norvège et le Danemark, qui ont opté pour une gestion souple de l'épidémie, enregistrent non pas une hausse, mais une baisse de leur dette publique mesurée en pourcentage du PIB. L'Allemagne et l'Autriche, qui ont confiné, mais moins longtemps et moins drastiquement que la France, enregistrent une hausse de leur dette publique d'une ampleur intermédiaire.*

*La croissance de la dette publique française est préoccupante à plusieurs titres. D'abord parce que plus de la moitié de cette dette est détenue par des non-résidents. Ensuite parce que par le passé, ce n'est guère qu'au sortir des deux guerres mondiales et pendant la crise des années trente que l'endettement public avait atteint de tels niveaux. Enfin parce que l'endettement des entreprises et celui des ménages en France atteignent des niveaux inédits et supérieurs à ceux observés chez la plupart de nos voisins. En 2000 l'endettement des ménages et entreprises non financières représentait 83 % du PIB en France, en 2022 c'est 147 %. Dans le même temps, ce ratio en Allemagne est passé de 120 % à 107 %, en Espagne de 92 à 120 %, et en Italie de 71 à 110 %.*

*Au cours des 20 dernières années, le solde budgétaire de la France hormis les charges d'intérêt (ce qu'on appelle le solde « primaire » des finances publiques) a quasi systématiquement été moins fortement positif ou – selon les années - plus fortement négatif que celui de nos voisins, ce qui atteste d'une gestion laxiste de la dépense publique par les gouvernements successifs, compte tenu du niveau élevé des prélèvements obligatoires dans notre pays comparativement à nos voisins. Avec une dette publique élevée et une incapacité chronique à maîtriser ses dépenses publiques, la France est à la merci d'une remontée des taux d'intérêt, qui l'exposerait à un risque de défaut sur sa dette souveraine. Compte tenu du drame que représente toujours une crise de la dette souveraine, il serait judicieux de se décider enfin à faire tout ce qu'il est encore possible et nécessaire de faire pour éviter de se retrouver en situation d'insolvabilité. Cela passe par une réduction graduelle du déficit public, en faisant en sorte que l'argent public soit bien dépensé et en mettant à profit les années de bonne conjoncture pour se désendetter.*

## **Table des matières**

I – La productivité en chute libre.....	3
II – Déficit commercial et dette publique.....	7
III – La France à la merci d'une remontée des taux d'intérêt.....	11
Références .....	15

Une productivité en chute libre depuis la crise sanitaire (-3%), une dette publique à 3000 Md€ (112 % du PIB), et un solde commercial déficitaire à hauteur de 160 Md€ sur les douze derniers mois (7 % du PIB), telles sont pour la France les trois nouvelles extrêmement préoccupantes que nous nous proposons d'analyser dans ce dossier.

## **I – La productivité en chute libre**

La productivité du travail est le rapport entre un indicateur d'activité économique (le PIB le plus souvent, il peut aussi s'agir de la valeur ajoutée des secteurs marchands) et le nombre de personnes ayant un emploi (ou le nombre total d'heures travaillées par ces personnes). On peut aussi calculer une « productivité globale des facteurs de production » (PGF), qui tient compte, au dénominateur, non seulement des heures travaillées mais aussi de la valeur des équipements mobilisés dans le processus de production. La productivité d'un pays est intéressante à analyser, car elle constitue à moyen et long terme le principal déterminant de l'évolution du niveau de vie de la population de ce pays. Dans un système de change fixe comme c'est le cas pour la France au sein de la zone euro, la productivité détermine aussi très largement la compétitivité des entreprises françaises vis-à-vis de leurs concurrents étrangers, et donc la capacité de notre pays à se procurer les biens qu'il ne produit pas et qui lui sont nécessaires sans pour autant devoir s'endetter vis-à-vis du reste du monde.

Les grandeurs économiques à partir desquelles est calculée la productivité (PIB, valeur ajoutée, effectifs en emploi et heures travaillées, stock de capital) sont mesurées de manière imparfaite et peuvent d'ailleurs aussi faire l'objet d'une discussion sur le plan conceptuel [1] : les limites et insuffisances du PIB en tant qu'indicateur de « prospérité » sont reconnues par les comptables nationaux eux-mêmes qui travaillent du reste à bâtir des indicateurs complémentaires au PIB. Ces grandeurs présentent tout de même le double intérêt d'être mesurées depuis longtemps selon des méthodes à peu près homogènes dans tous les pays développés, et de se prêter ainsi à des comparaisons dans le temps et dans l'espace. Notre propos dans cet article n'est pas de dire quel est le niveau de la productivité en France à un instant donné ni même son taux de croissance d'une année sur l'autre, ce qui n'aurait qu'un intérêt limité, mais de comparer les évolutions récentes de la productivité en France à celles observées il y a plus longtemps ou à celles observées dans les autres pays développés.

La France a connu pendant les « trente glorieuses » une croissance très forte de la productivité. Durant les années quatre-vingt, le rythme de croissance tendanciel de la productivité du travail était encore de l'ordre de 2 % par an [2]. Or, de 1999 (date de la mise en place de la monnaie unique) à 2018, la productivité du travail n'a crû en moyenne que de 0,85 % par an dans notre pays. Dans le même temps, la Grèce et l'Italie ont connu une croissance quasi-nulle de la productivité du travail, mais à l'inverse, dans les pays germaniques et en Europe du nord, la productivité a continué de croître à un rythme relativement plus soutenu (tableau 1).

Tableau 1 : croissance annuelle de la productivité globale des facteurs (PGF) et de la productivité horaire du travail de 1999 à 2018, en %

	PGF	Travail
Grèce	-0,55 %	0,17 %
Espagne	0,05 %	1,05 %
Portugal	-0,05 %	0,77 %
Italie	-0,21 %	0,06 %
Belgique	-0,03 %	1,09 %
France	0,36 %	0,85 %
Suisse	0,46 %	1,15 %
Allemagne	0,62 %	1,26 %
Danemark	0,43 %	0,92 %
Finlande	0,79 %	1,26 %
Norvège	0,23 %	0,78 %
Suède	0,64 %	1,58 %
Pays-Bas	0,34 %	1,06 %
Royaume-Uni	0,59 %	1,14 %

Source : OCDE, <https://data.oecd.org/lprdy/multifactor-productivity.htm#indicator-chart>

Le ralentissement de la productivité – plus marqué dans notre pays qu’en Europe septentrionale, est en grande partie imputable aux piètres performances de notre système éducatif, largement documentées dans les enquêtes internationales telles que Pisa, Timms et Pirls [3], et d’ailleurs les pays d’Europe du sud y sont également mal classés. À long terme, en effet, le niveau d’éducation de la population exerce une influence déterminante sur le niveau et les possibilités de croissance de la productivité.

Les nouvelles récentes pour la France en matière de productivité sont encore plus mauvaises. À fin 2022, la productivité par tête (rapport entre le PIB et le nombre de personnes ayant un emploi) est inférieure de 2,9 % à son niveau du 4<sup>e</sup> trimestre 2019 (dernier trimestre complet avant la crise sanitaire), et la productivité par heure travaillée inférieure de 2,2 % à son niveau de fin 2019. Parmi nos voisins d’Europe de l’ouest, la France est le seul pays où la productivité horaire est en baisse entre fin 2019 et fin 2022. Seuls quatre autres pays connaissent aussi une baisse de la productivité par tête, mais de manière sensiblement moins marquée qu’en France. Comme la productivité du travail a plutôt tendance à augmenter au fil du temps (sous l’effet du progrès technique et de l’innovation), on peut estimer que la productivité du travail se situe fin 2022 près de 6 % en deçà de sa tendance de long terme [4].

Tableau 2 : Variation de la productivité du travail entre le 4<sup>e</sup> trim. 2019 et le 4<sup>e</sup> trim. 2022, en %

	par tête	horaire
France	-2,90 %	-2,20 %
Allemagne	-0,80 %	2,00 %
Autriche	0,40 %	5,70 %
Suisse	1,30 %	nd
Danemark	1,60 %	1,70 %
Finlande	-0,70 %	3,20 %
Suède	1,80 %	3,00 %
Norvège	1,40 %	2,60 %
Grèce	0,50 %	1,80 %
Espagne	-1,90 %	0,10 %
Portugal	1,20 %	6,30 %
Italie	1,20 %	0,90 %
Belgique	-0,50 %	0,00 %
Pays-Bas	0,00 %	0,30 %

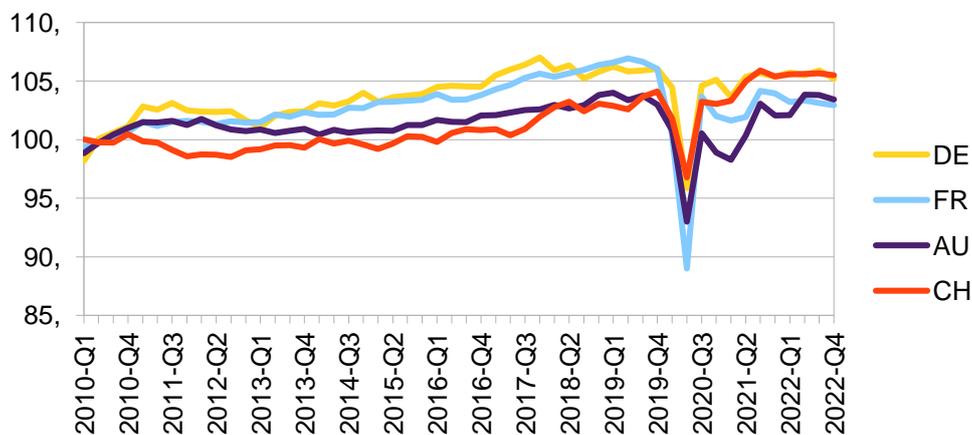
Source : Eurostat, [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/NAMQ\\_10\\_LP\\_ULC\\_custom\\_5962048/default/table?lang=fr](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/NAMQ_10_LP_ULC_custom_5962048/default/table?lang=fr), d’après les comptes nationaux trimestriels des États membres. Champ : ensemble de l’économie.

Les graphiques ci-dessous permettent d'analyser plus finement les évolutions de la productivité (par tête) au cours des dernières années en France et chez nos principaux voisins. Ils montrent que l'ampleur du choc de productivité (et de PIB) au moment du déclenchement de la crise sanitaire a été inégale selon les pays. Les pays qui ont confiné de manière très stricte leur population (Italie, Espagne, Royaume-Uni, et... France) ont bien sûr connu au 1<sup>er</sup> semestre 2020 une chute considérable de leur productivité et de leur PIB, quand les pays scandinaves (en particulier la Suède qui n'a à aucun moment confiné sa population) étaient largement épargnés. Ensuite, en France le rebond de la productivité a été partiel, tandis que dans les autres pays la productivité a pleinement rebondi (après tout de même un certain délai dans le cas des Pays-Bas et de l'Autriche).

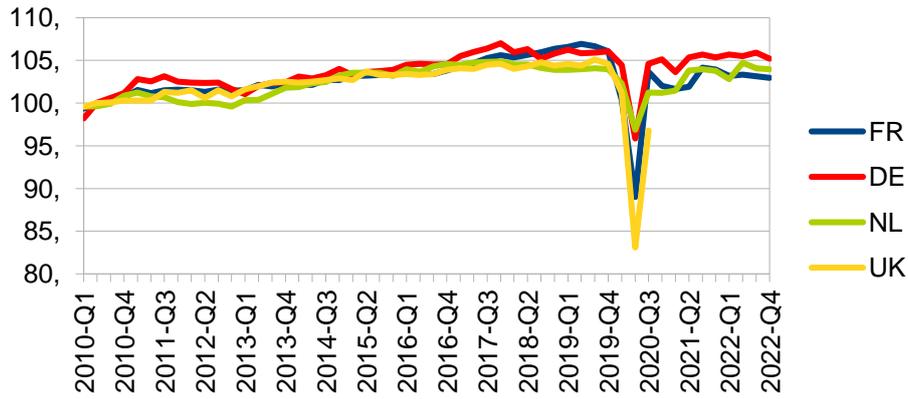
Les évolutions récentes de la productivité du travail, en France ou ailleurs, doivent il est vrai être interprétées avec une certaine prudence. Du fait des coûts et des délais nécessaires pour ajuster les effectifs (à la hausse ou à la baisse) face aux variations de la demande, la productivité du travail tend à fluctuer autour de sa tendance de long terme au cours des cycles économiques, de sorte que les évolutions de la productivité sont parfois difficiles à interpréter sur des périodes d'analyse de moins de six ou sept ans (qui est la durée habituelle des cycles économiques). Néanmoins, comme les évolutions de l'activité sont assez synchrones au sein du continent européen, le décrochage de la France ne manque pas d'interpeler.

La productivité en France a pu en outre être affectée négativement ses dernières années par le développement des formations en alternance (les apprentis et élèves en alternance, comptés dans les effectifs en emploi, sont moins productifs que la moyenne des salariés) : la Dares estime que le développement de l'alternance pourrait expliquer 1,3 point de baisse de la productivité, tout en signalant que son estimation est entachée d'une certaine imprécision [4]. La durée du travail - nous l'avons vu - n'explique qu'un tiers de la baisse de la productivité par tête. Patrick Artus [5] indique en outre que ce décrochage de la productivité n'est pas dû à des réallocations de main d'œuvre entre secteurs, car la baisse est encore plus forte dans l'industrie manufacturière - où la productivité est structurellement plus élevée et les gains de productivité traditionnellement plus importants - que dans les services. À défaut de trouver une autre explication, Artus en est réduit à conclure que la productivité recule en France... « par moindre goût de l'effort », ce qui - si cela se confirmait - rendrait d'autant plus difficile le redressement en la matière.

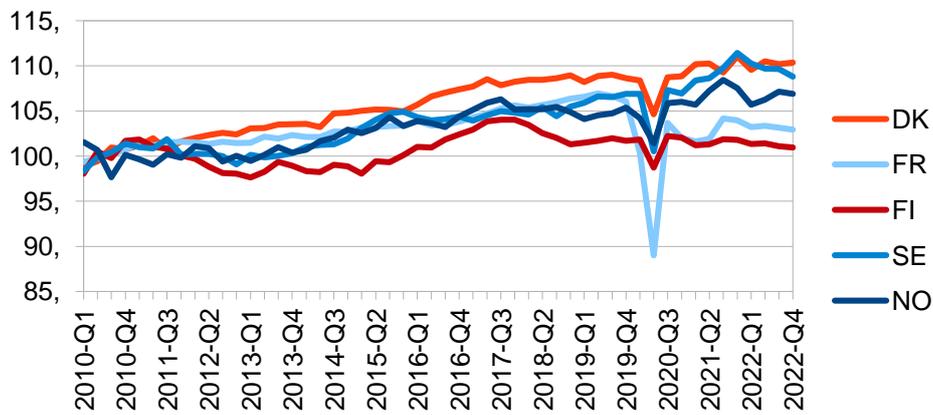
Productivité du travail  
indice 2010 = 100



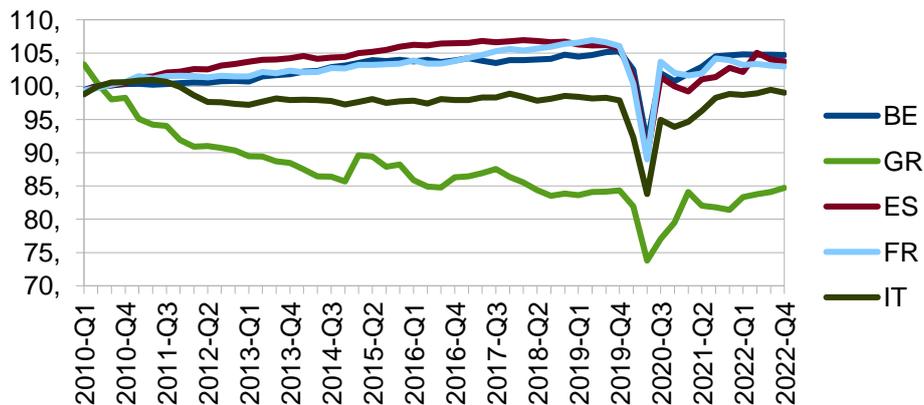
Productivité du travail  
indice 2010 = 100



Productivité du travail  
indice 2010 = 100

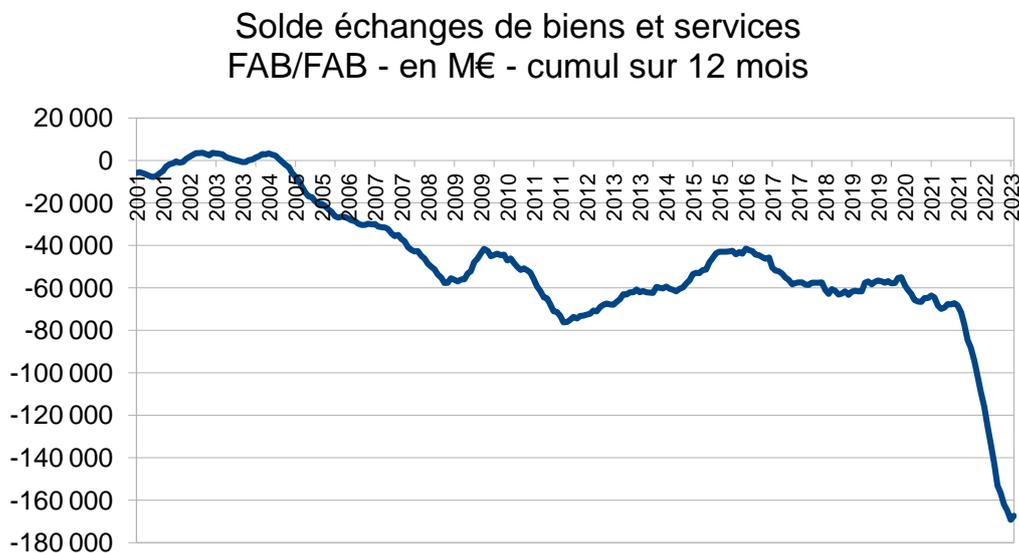


Productivité du travail  
indice 2010 = 100



## II – Déficit commercial et dette publique

Nous consacrons la 2<sup>e</sup> partie de ce dossier au solde du commerce extérieur. Celui-ci s'est d'abord dégradé lentement depuis la fin des années quatre-vingt-dix (graphique ci-dessous), puis le déficit s'est aggravé brutalement depuis mi-2021. Le déficit commercial est maintenant de 160 Md€ sur les douze derniers mois, ce qui représente 7 % du PIB.



Source : Insee et Douanes, <https://www.insee.fr/fr/statistiques/series/102877820>, série 001568614

Le ralentissement de la productivité est le principal élément explicatif de la dégradation de notre commerce extérieur au cours des vingt dernières années. De manière schématique, l'enchaînement causal est le suivant [3] : la faible croissance de la productivité entraîne (toutes choses égales par ailleurs en particulier les salaires horaires et les taux d'intérêts) une hausse plus forte des coûts unitaires de production en France que dans les pays qui ont su maintenir une croissance forte de la productivité. Les entreprises françaises tendent à répercuter ces hausses de coûts dans les prix qu'elles pratiquent – au moins en partie car la compression des marges a des limites. En système de changes flexibles, face à la tendance à la perte de compétitivité, la monnaie nationale se déprécierait, ce qui limiterait *in fine* les pertes de compétitivité - au prix il est vrai d'un renchérissement des importations, mais l'effet sur notre solde commercial finirait malgré tout par être positif. Mais depuis le passage à l'euro nous ne disposons plus de ce mécanisme d'ajustement, et la compétitivité de l'industrie française se dégrade inexorablement, avec pour conséquence l'apparition d'un déficit commercial substantiel. Le même mécanisme est évidemment à l'œuvre dans les autres pays d'Europe du sud.

L'aggravation en 2021 résulte en revanche davantage d'une dégradation des termes de l'échange [6]. La reprise de l'activité en 2021 après le choc de la crise sanitaire s'est traduite par des tensions importantes sur les marchés mondiaux des matières premières et de l'énergie. L'inflation que nous connaissons à présent est avant tout une inflation importée, touchant les matières premières et l'énergie, qui se diffuse ensuite progressivement à l'industrie et à l'agriculture qui sont grosses consommatrices d'énergie et de matières premières. Les prix à la production (en France) dans l'agriculture et l'industrie ont commencé à accélérer dès le début de l'année 2021, pour atteindre le pic de leur rythme de croissance en glissement annuel en milieu d'année 2022 (à plus de 30 % dans l'agriculture et à près de 30 % dans l'industrie), et décélérer ensuite [7]. Les services sont pour

l'instant moins affectés, l'énergie et les matières premières constituent une part bien moindre de leurs intrants que dans l'agriculture et l'industrie, dans la mesure où les salaires sont restés pour l'instant largement déconnectés des hausses de prix. Les hausses de prix se diffusent ensuite dans les prix à la consommation, la baisse de pouvoir d'achat des revenus salariaux qui en résulte est évidemment en soi un sujet majeur d'inquiétude, le pouvoir d'achat des ménages n'ayant jusqu'ici pu être maintenu qu'au prix d'aides publiques dont on peut douter qu'elles puissent être maintenues dans la durée, compte tenu de l'état de nos finances publiques (voir III infra).

Le creusement du déficit de notre commerce extérieur a évidemment pour contrepartie un endettement accru de la France vis-à-vis du reste du monde, puisqu'il faut bien financer ce déficit. Fin 2022, la dette publique française se situe à 112 % du PIB ; elle était à 97,4 % juste avant la crise sanitaire. La dette publique en France, rapportée au PIB, se situe ainsi fin 2022 à peu près au même niveau qu'en Espagne, au Portugal et en Belgique, mais reste en deçà de ce qui est observé en Italie (144%) et en Grèce (171 %, la dette publique grecque a stagné autour de 180 % de 2013 à 2019 avant de culminer à 206 % en 2020). A contrario, la dette publique est bien moindre en Allemagne (66 % du PIB), aux Pays-Bas (51%) et dans les pays scandinaves [8].

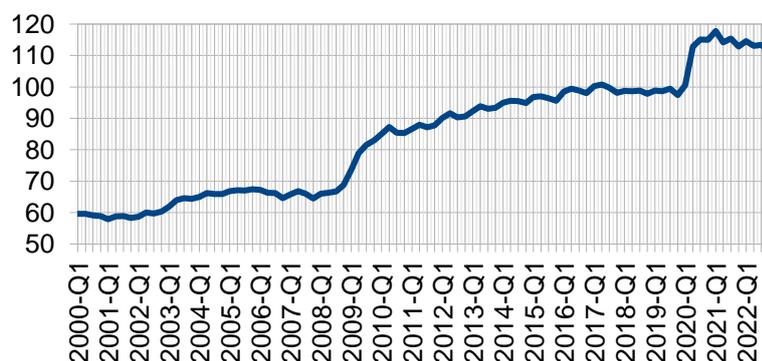
La variation de la dette publique entre fin 2019 et fin 2022 est très étroitement corrélée aux politiques menées pour combattre l'épidémie de Covid : les pays qui ont confiné leur population pendant de longues semaines, comme la France, l'Italie et l'Espagne, ont ce faisant désorganisé très largement leur production et ont dû consentir des transferts financiers massifs en direction des entreprises (pour éviter les faillites) et des ménages (pour amortir le choc sur leur revenu). La dette publique s'est ainsi accrue de 14 points de PIB en France, de 15 points en Espagne, et de 10 points en Italie. À l'opposé, la Suède, qui n'a à aucun moment confiné sa population, et la Norvège et le Danemark, qui ont opté pour une gestion souple de l'épidémie, enregistrent non pas une hausse, mais une baisse de leur dette publique mesurée en pourcentage du PIB. L'Allemagne et l'Autriche, qui ont confiné mais moins longtemps et moins drastiquement que la France, enregistrent une hausse de leur dette publique d'une ampleur intermédiaire.

Tableau 3 : Dette publique en % du PIB

	Fin 2019	Fin 2022	Variation
France	97,4	111,6	14,2
Allemagne	59,6	66,3	6,7
Autriche	70,6	78,4	7,8
Danemark	33,7	30,1	-3,6
Finlande	64,9	73	8,1
Suède	35,5	33	-2,5
Norvège	39,9	37,4	-2,5
Grèce	180,6	171,3	-10,7
Espagne	98,2	113,2	15
Portugal	116,6	113,9	-2,7
Italie	134,1	144,4	10,3
Belgique	97,6	105,1	7,5
Pays-Bas	48,5	51	2,5

Source : Eurostat, [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/GOV\\_10Q\\_GGDEBT\\_custom\\_5966848/default/table?lang=fr](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/GOV_10Q_GGDEBT_custom_5966848/default/table?lang=fr)

## Dettes publiques FR en % du PIB



Source : Eurostat, d'après les comptes nationaux trimestriels de la France

La croissance de la dette publique française est préoccupante à plusieurs titres. D'abord parce que plus de la moitié de cette dette est détenue par des non-résidents : or « *les non-résidents sont des investisseurs moins captifs que les résidents. Ils échappent à ce titre aux contraintes que peuvent faire peser les États sur eux. Ceux-ci disposent de fait d'un pouvoir de coercition sur les créanciers domestiques – à travers la fiscalité et la régulation financière par exemple – qui ne s'applique évidemment pas aux non-résidents. (...) La composition actuelle de la dette publique rend ainsi difficilement envisageable les scénarii de répression financière qui ont engendré une réduction de l'endettement au sortir de la Seconde Guerre mondiale. Toutefois, la détention de la dette publique par les institutions domestiques n'est pas non plus sans risque, elle renforce la possibilité d'un cercle vicieux entre risque souverain et risque bancaire* » [9]. En outre, le défaut sur la partie de la dette de l'État détenue par les résidents est difficilement concevable dans la mesure où les caisses de retraite détiennent massivement de la dette d'État [10].

Ensuite parce que par le passé, ce n'est guère qu'au sortir des deux guerres mondiales et pendant la crise des années trente que l'endettement public avait atteint de tels niveaux (voir à ce sujet les séries longues confectionnées par Pierre Villa, qui peuvent être téléchargées sur le site du CEPII à l'adresse [http://www.cepii.fr/DATA\\_DOWNLOAD/serlongues/dette.xls](http://www.cepii.fr/DATA_DOWNLOAD/serlongues/dette.xls)). Mais à l'époque, l'endettement des ménages et des sociétés non financières était bien moindre.

Enfin parce que l'endettement des entreprises et celui des ménages en France atteignent des niveaux inédits, supérieurs à ceux observés chez la plupart de nos voisins. En 2000 l'endettement des ménages et entreprises non financières représentait 83 % du PIB en France, en 2022 c'est 147 %. Dans le même temps, ce ratio en Allemagne est passé de 120 % à 107 %, en Espagne de 92 à 120 %, et en Italie de 71 à 110 %. Certes les niveaux d'endettement public et privé sont du même ordre de grandeur au Royaume-Uni et aux États-Unis qu'ils ne le sont en France, certes au Japon l'endettement public représente 243 % du PIB et celui des ménages et des sociétés non financières 173 %, mais il n'est pas sûr que la situation du Japon soit très confortable en la matière et que nous ayons lieu d'y trouver matière à consolation.

Tableau 4: endettement des secteurs institutionnels rapporté au PIB, en %

Secteur	Pays	2000T1	2005T1	2010T1	2015T1	2020T1	2022T2
Administrations publiques	Allemagne	60,4	66,4	73,3	75	60	67,2
	Espagne	59,6	45,1	54,9	105,2	101,9	116,1
	France	59,6	66,8	85	96,7	100,6	113,3
	Italie	112,9	108,5	118,7	138,2	137,2	150,2
	Zone euro	71,6	71,1	82	93,9	86	94,2
	Japon	112,1	159,5	186,2	214,1	212,5	243,3
	Royaume-Uni	38,5	39,2	70,6	86,3	84,5	101,4
	USA	57,8	65,2	86,6	99,6	105,7	120,2
Ménages	Allemagne	70,4	68,3	61,3	53,8	53,6	55,9
	Espagne	42,9	64,7	84,7	71,9	57,1	56,6
	France	33,2	38,7	52	54,9	62,3	65,6
	Italie	21,4	30,5	42,9	42,4	41,5	42,8
	Zone euro	48,4	54,8	64,2	59,9	57,7	58,7
	Japon	71	61,9	63	60,5	63	69
	Royaume-Uni	62,3	84,9	97,3	86,7	83,7	83,8
	USA	86,6	109,5	121,5	102,9	102,2	103
Sociétés non financières (SNF)	Allemagne	49,2	51,8	49,5	40,7	49,5	50,9
	Espagne	49,1	72,6	107,7	83,4	62,6	63,8
	France	49,8	50	60,5	66,6	76,3	81,6
	Italie	49,9	59,6	77,5	74,6	65,2	66,8
	Zone euro	47,2	53,6	63,6	65	60,5	60,9
	Japon	114,1	92,8	95	84,8	91	104,5
	Royaume-Uni	59,9	65,5	78,2	61	59,5	51,8
	USA	44,3	39,5	41,7	43,6	51,2	51
Agents non financiers privés (ménages + SNF)	Allemagne	119,7	120,1	110,8	94,5	103,1	106,8
	Espagne	92	137,3	192,4	155,4	119,7	120,4
	France	83	88,7	112,5	121,5	138,6	147,2
	Italie	71,4	90,1	120,4	116,9	106,6	109,6
	Zone euro	95,6	108,4	127,8	125	118,1	119,6
	Japon	185,1	154,7	158	145,3	154	173,4
	Royaume-Uni	122,2	150,5	175,5	147,7	143,2	135,6
	USA	130,9	149	163,2	146,6	153,4	153,9

Source : Banque de France, <https://webstat.banque-france.fr/fr/#/node/5384355>

### III – La France à la merci d'une remontée des taux d'intérêt

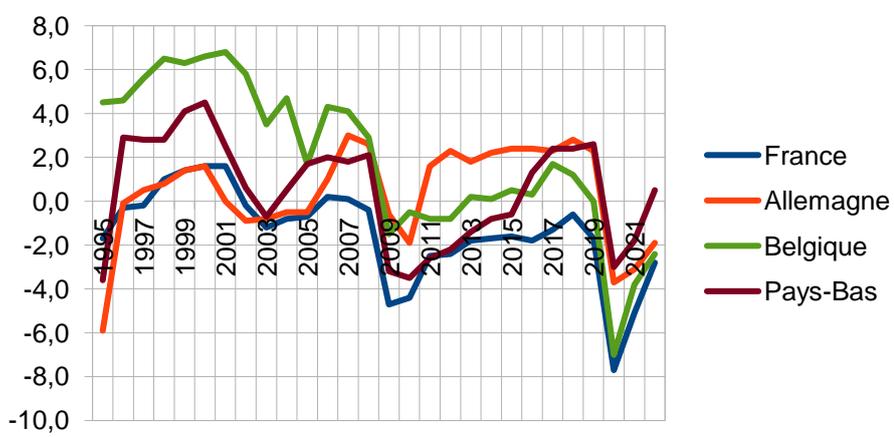
On appelle « solde primaire des finances publiques » la différence entre les recettes publiques et les dépenses publiques hormis les charges d'intérêt. Lorsque le taux de croissance du PIB en valeur est inférieur au taux d'intérêt (nominal) moyen sur l'encours de dette publique, et lorsque le solde primaire est nul (c'est-à-dire si les recettes publiques couvrent tout juste les dépenses publiques autres que les charges d'intérêt, et a fortiori si elles ne suffisent pas à les couvrir), alors le poids des charges d'intérêt au sein du PIB s'accroît et la croissance de la dette publique s'auto-alimente et devient incontrôlable, on appelle cela « l'effet boule de neige » [11].

Dans la situation où le taux de croissance du PIB en valeur est inférieur au taux d'intérêt moyen sur la dette publique, il est donc nécessaire, pour stabiliser la dette (exprimée en pourcentage du PIB), de dégager un excédent de recettes publiques par rapport aux dépenses hors charges d'intérêt, et l'excédent à dégager pour ce faire est d'autant plus important que le ratio dette publique / PIB prend une valeur élevée. A contrario, tant que le taux d'intérêt moyen sur la dette publique est inférieur au taux de croissance du PIB en valeur, un déficit primaire ne se traduit pas nécessairement par une augmentation de la dette publique (mesurée en points de PIB), pour autant que ce déficit ne soit pas trop important. Aussi, à niveau donné du solde primaire (exprimé en points de PIB), supposé suffisamment élevé par hypothèse, le désendettement sera d'autant plus rapide que le taux d'intérêt est bas. Ces dix dernières années, nous aurions pu mettre à profit le bas niveau des taux d'intérêt pour nous désendetter, nous ne l'avons pas fait, d'autres pays l'ont fait, notamment l'Allemagne, les Pays-Bas, et les pays scandinaves.

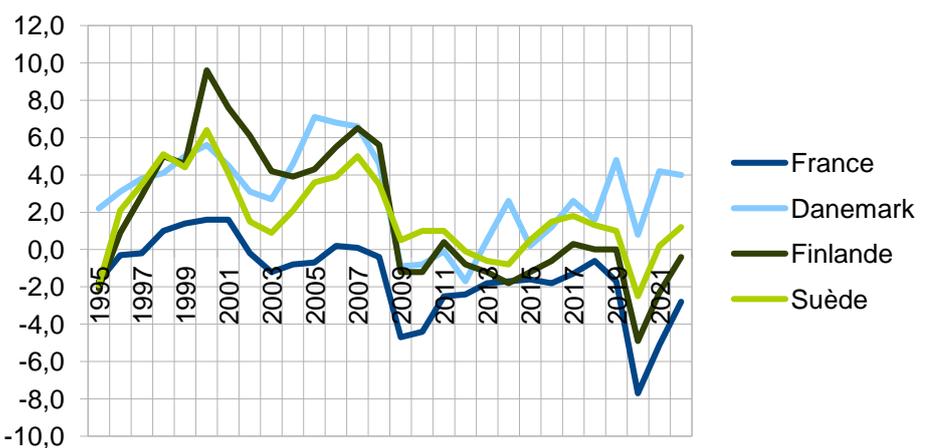
Le solde budgétaire a tendance à être procyclique : les années de forte croissance, les recettes fiscales sont élevées et les dépenses sociales sont faibles ; à l'inverse, au creux des cycles économiques, l'État est privé d'une partie de ses recettes par l'atonie de l'activité économique et les dépenses de soutien au revenu des ménages sont plus élevées. Que la dette publique tende à s'accroître transitoirement au creux des cycles économiques n'est donc en soi pas très inquiétant, à condition que l'État mette à profit les années de bonne conjoncture pour maîtriser le déficit et la dette.

Pour l'instant, avec un taux d'intérêt apparent de l'ordre de 1,5 %, et une croissance du PIB en valeur qui était de l'ordre de 3 % par an, la France reste dans le cas de figure favorable. Néanmoins, avec une dette publique qui s'est accrue d'une quinzaine de points de PIB en trois ans, le solde primaire nécessaire pour stabiliser cette dette est de plus en plus élevé. Pendant les 30 dernières années, les banques centrales des pays développés, en pratiquant ce qu'on a appelé le *quantitative easing*, ont largement ouvert le robinet du crédit, avec pour corollaire des taux d'intérêt extrêmement bas, parfois même négatifs - ce qui constitue une anomalie historique. Cette situation de bas taux d'intérêt était – nous l'avons dit - propice à un désendettement de l'état, surtout les années de bonne conjoncture, or la France ne semble guère soucieuse de maîtriser son solde primaire, si l'on en juge par les graphiques ci-dessous, qui se passent de commentaires. En laissant « filer » les déficits, y compris les années de bonne conjoncture, la France a hélas gaspillé une bonne partie des munitions qui pourraient lui être utiles au cours des années à venir pour faire face à une remontée des taux d'intérêt [12].

Solde primaire en % du PIB



Solde primaire en % du PIB



Solde primaire en % du PIB



Source : Eurostat, [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/GOV\\_10DD\\_EDPT1\\_custom\\_6019421/default/table?lang=fr](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/GOV_10DD_EDPT1_custom_6019421/default/table?lang=fr)

Avec l'euro, la France n'a plus la maîtrise de sa politique monétaire et donc de ses taux d'intérêt. Au cours des trente dernières années, les politiques monétaires menées par les grandes banques centrales ont été particulièrement accommodantes, la masse monétaire s'est accrue bien davantage que le PIB dans les principaux pays développés [3]. Il n'est pas forcément souhaitable que perdre une croissance plus rapide de la masse monétaire que du PIB : certes, l'afflux de liquidités ne s'est pas traduit par une hausse des prix à la consommation, la concurrence internationale obligeant les producteurs de biens de consommation à maintenir les prix à un niveau bas, mais c'est au prix d'une explosion des prix des actifs, en particulier les logements et les actions, avec des conséquences redistributrices (entre générations et entre classes sociales) extrêmement violentes.

Il est difficile d'imaginer que les banques centrales puissent laisser les vannes du crédit grandes ouvertes indéfiniment, ce ne serait pas soutenable. Quoi qu'il en soit, pour ce qui est de sa dette publique, la France risque de se trouver au cours des années à venir dans une situation délicate, et ce d'autant plus que compte tenu de l'accroissement de la dette et du risque d'insolvabilité qui s'en trouve accru, les investisseurs susceptibles de consentir de nouveaux prêts (ne serait-ce que pour refinancer les prêts qui arrivent à leur terme) sont susceptibles de demander une « prime de risque » (sous forme de taux d'intérêt plus élevés que ceux qui seraient demandés aux États d'autres pays de la zone euro moins lourdement endettés).

Une crise de la dette souveraine est toujours un moment extrêmement douloureux pour le pays qui y est confronté [13]. Jusqu'au début des années 2000, le traitement « orthodoxe » de ce type de situation, élaboré sous l'égide du FMI et qui a pris le nom de « consensus de Washington », comprenait les ingrédients suivants : « *la discipline budgétaire, la suppression des subventions, l'orthodoxie monétaire, la libéralisation des échanges commerciaux et des mouvements de capitaux, les privatisations, la déréglementation, les réformes fiscales, le renforcement du droit de propriétés dans le cadre des « plans d'ajustement structurels ».* Cette politique accorde une importance cruciale à la rigueur budgétaire et – le cas échéant – aux mesures d'austérité. Elle a trouvé sa réalisation au cours des années 1980 dans une Amérique latine alors touchée par une grave crise économique. » [14].

En somme, les solutions du FMI pour faire face aux crises de la dette souveraine ressemblent à s'y méprendre à la « saignée » que pratiquaient les médecins de Molière. Le problème majeur de cette façon de faire est que les cures d'austérité ont des effets récessifs (sauf éventuellement dans le cas de figure où le pays concerné est au plein emploi), de la même manière que la saignée avait pour effet d'affaiblir le patient sur lequel elle était pratiquée. Ce qui a conduit le FMI à infléchir sa doctrine au début des années 2000 (cf. [14] et [15]). L'ampleur de cette inflexion doit tout de même être relativisée, il n'est pas sûr par exemple que les grecs aient eu le sentiment d'être traités avec beaucoup de douceur en 2012. Si la réduction nette de la dette qui a été consentie à la Grèce s'élève à 55 points de pourcentage du PIB [13], les mesures d'austérité qui l'ont accompagnée ont produit les mêmes effets qu'auparavant en Amérique latine : la dette publique grecque, qui se situait aux alentours de 180 % du PIB au moment du déclenchement du plan d'austérité, est aujourd'hui péniblement redescendue à... 170 %, tout cela au prix d'une chute du PIB qui, en 2022, se situe encore 12 % en dessous de son niveau de 2010.

Compte tenu du drame que représente la crise de la dette souveraine, il serait judicieux de se décider enfin à faire tout ce qu'il est encore possible et nécessaire de faire pour éviter de se retrouver en situation d'insolvabilité. La maîtrise de la dette publique passe par trois canaux principaux [16] :

- une réduction graduelle des déficits - puisqu'une réduction brutale fait plus de mal que de bien,
- un engagement crédible sur le long terme : les années de bonne conjoncture doivent être mises à profit plus que les autres années pour réduire le déficit,
- une réduction des déficits inscrite dans une stratégie de croissance à long terme : il s'agit de faire en sorte que l'argent public soit bien dépensé et aussi productif que possible. La France a en la matière une indéniable marge de progression ([17] et [18]), c'est une question de volonté politique.

## Références

- [1] DESROSIÈRES Alain (1993) : « La politique des grands nombres – Histoire de la raison statistique », *éd. La découverte* ;
- [2] DUCHÈNE Sandrine *et alii* (1997) : « Les évolutions récentes de la productivité du travail », *Économie et Statistique*, n°1 ;
- [3] ROBERT André-Victor (2022) : « Quelle politique macro-économique pour la France ? », *Polemia*, 38 pages ;
- [4] LABAU Fanny et Adrien LAGOUGE (2023) : « Quel impact de la hausse de l'alternance depuis 2019 sur la productivité moyenne du travail ? », *Dares Focus* n°5 ;
- [5] ARTUS Patrick (2023) : « La productivité recule en France... par moindre goût de l'effort », *Les Echos*, 1<sup>er</sup> mars ;
- [6] REXECODE (2023) : « La compétitivité française en 2022 – Recul endigué des parts de marché mais déficit extérieur record », *Document de travail* n°84 ;
- [7] COLTIER Yves *et alii* (2023) : « Les prix de production connaissent une hausse inédite en 2022 mais décélèrent en fin d'année », *Insee Focus* n°296 ;
- [8] ÉCALLE François (2023) : « Les finances publiques des pays de la zone euro en 2022 », *blog Fipeco*, 28 avril ;
- [9] BARBE Adam (2015) : « Qui détient la dette publique ? », *Regards croisés sur l'économie*, n°17 ;
- [10] ARTUS Patrick et Isabelle GRAVET (2015) : « Qui va supporter le coût de la réduction des taux d'endettement public ? », *Regards croisés sur l'économie*, n°17 ;
- [11] ÉCALLE François (2022) : « L'effet de boule de neige et le solde stabilisant la dette », *note publiée sur le blog de l'auteur* ;
- [12] ARTUS Patrick (2023) : « Les taux d'intérêt à long terme vont encore augmenter », *Valeurs actuelles*, n°4502, 9 mars ;
- [13] ALLEGRET Jean-Pierre (2015) : « Quelles sont les causes et les conséquences d'un défaut sur la dette publique ? », *Regards croisés sur l'économie*, n°17 ;
- [14] BOUVET Julien (2015) : « La discrète mue idéologique du Fonds monétaire international », *Regards croisés sur l'économie*, N°17 ;
- [15] ABRAHAM-FROIS Gilbert, Brigitte DESAIGUES (2003) : « Du consensus de Washington au consensus Stiglitzien », *Revue d'économie politique*, Vol. 113, n°1, pp.1-13 ;
- [16] DEBRUN Xavier (2015) : « Comment diminuer le coût du désendettement public ? », *Regards croisés sur l'économie*, n°17 ;
- [17] DUPONT-AIGNAN Nicolas (2021) : « Où va le pognon ? », *éd. L'archipel* ;
- [18] VERDIER-MOLINIÉ Agnès (2023) : « Où va notre argent ? » *Éditions de l'Observatoire*.