

Réunion annuelle Financium du réseau des dirigeants financiers

9 décembre 2021

Sortir par le haut de la dette Covid et accompagner les entreprises

Intervention de Denis Beau, Premier sous-gouverneur

Je commencerai mon propos liminaire par un état de lieux de la conjoncture tel que nous le dressons à la Banque de France car si la reprise est bien attestée, la vigilance reste de mise, à la fois concernant l'évolution de l'inflation mais aussi, comme y invite le titre de cette table-ronde, la question de l'endettement sur laquelle j'aimerais revenir un peu plus longuement.

1. Sur la situation macroéconomique, notre appréciation peut se résumer en deux mots : confiance et vigilance

1.1 Il s'agit d'abord de la confiance dans la vigueur et la solidité de la reprise

Après le choc sans précédent lié à la lutte contre la pandémie, l'économie française a bénéficié d'une reprise forte, supérieure à nos attentes, malgré les vents contraires qu'ont représenté dans de nombreux secteurs les difficultés d'approvisionnement et de recrutement. L'activité a retrouvé au cours du troisième trimestre le niveau qui prévalait avant la crise, alors qu'il y a six mois nous n'attendions ce rétablissement qu'au cours de la première partie de 2022. Selon notre dernière enquête de conjoncture auprès des entreprises menée début décembre, soit après le début de la 5^{ème} vague pandémique, l'activité continuerait de progresser au quatrième trimestre, un peu en-dessous de + ¾ % en rythme trimestriel.

Ainsi, ces résultats annoncent une révision à la hausse de notre prévision de septembre dernier pour l'année 2021, qui anticipait une hausse du PIB de 6,3 %. Sur la base de notre estimation avancée du 4^{ème} trimestre, cette hausse du PIB en 2021 est désormais attendue à 6,7%. Les projections pour la période 2021-2024 seront mises à jour le 20 décembre, mais à moyen terme, notre prévision de croissance devrait continuer à privilégier un retour progressif à la vitesse de croisière pré-covid, soit entre 1% et 2 %.

1.2 La vigilance porte sur l'évolution de l'inflation

À ce stade notre diagnostic est que la hausse récente de l'inflation en France, comme dans la zone euro dans son ensemble, est de nature temporaire mais pourrait durer plusieurs trimestres ; l'inflation en France est aujourd'hui comprise entre +2,8 et +3,4%, selon les indices, mais notre scénario central est qu'elle redescendra sous les 2 % d'ici la fin de l'année 2022. Cette hausse est liée à une normalisation après le creux de 2020. Cette normalisation porte à la fois sur le prix du pétrole mais aussi de certains services fournis par le secteur privé et très affectés par la crise sanitaire. Ainsi, en France, les prix à la consommation n'ont augmenté par rapport à septembre 2019 que de 1,8 % en rythme annuel et les prix hors énergie et produits alimentaires de 1,2 %. Cette hausse de l'inflation est également liée à des pénuries sectorielles, qui ne viennent pas d'une demande globalement excessive, mais d'une demande inégalement répartie et répartie plus vite que l'offre, qui est soumise à des goulets d'étranglement dans un contexte de stocks inhabituellement bas lors de la sortie de crise. De ce fait, les hausses de prix touchant principalement les matières premières et certains biens intermédiaires devraient s'estomper à mesure que l'offre et les stocks se normalisent par rapport à la demande, même si ce processus peut encore prendre un certain temps. Autrement dit, notre scénario central demeure ni une surchauffe inflationniste, ni la stagflation. Nous allons néanmoins surveiller de près les éventuels effets de second tour, notamment via les salaires. C'est par ce canal que la hausse de l'inflation pourrait se révéler plus persistante.

2. Le point d'attention de la dette publique, qui a absorbé les chocs de la crise

2.1 La stabilité de la situation financière des SNF et des ménages s'est faite au prix d'une forte augmentation des dépenses publiques.

En France comme dans le reste de la zone euro, les ratios de dette publique ont fortement augmenté avec les mesures budgétaires extraordinaires – et totalement justifiées – de soutien à l'activité pendant la crise Covid. Tous les pays ont connu un choc d'une ampleur relativement similaire d'environ 15 points de PIB sur leurs ratios de dette publique, conduisant à des niveaux d'endettement historiquement élevés pour les 50 dernières années.

Pour autant, même si la hausse a été à peu près identique, les écarts de ratio d'endettement au sein de la zone euro demeurent importants. Les écarts que l'on constate aujourd'hui s'expliquent en effet par les politiques menées au cours de la période antérieure à la crise Covid : en particulier, la France est entrée dans la crise avec un ratio d'endettement public qui était déjà beaucoup plus élevé (100 % du PIB en 2019) que la moyenne de la zone euro (84% en 2019 – et que l'Allemagne (60% en 2019) notamment.

On ne peut s'attendre à une réduction spontanée du ratio d'endettement public de la France au cours de la décennie en cours. Avec une croissance potentielle du PIB de 1,1 % par an environ – hypothèse prudente – et un taux de croissance des dépenses publiques en termes réels de 1,1 % environ, ce qui serait proche de la tendance sur les dix dernières années, le niveau de l'endettement public resterait au voisinage de son niveau actuel sur la prochaine décennie. Ce serait une stratégie risquée étant donné la possibilité de nouvelles crises économiques ou financières. D'autant plus que la France est le seul des grands pays de la zone euro à enregistrer une balance courante déficitaire (1,9% du PIB en 2020), c'est-à-dire que son épargne nationale ne suffit pas et qu'elle a besoin d'emprunter aux non-résidents pour financer ses dépenses intérieures de consommation et d'investissement privées et publiques.

2.2 Dans ce contexte, une stratégie de désendettement crédible doit combiner trois leviers, dont aucun pris séparément ne suffit :

Nous avons d'abord besoin de **temps** : ne commencer à réduire notre ratio d'endettement qu'une fois sortis économiquement de la crise de la Covid, donc après 2022, et adopter une stratégie de moyen/long terme, disons sur dix ans. La **croissance** ensuite – qui sera d'autant plus forte que notre pays continuera des réformes – constitue un déterminant clé du financement de la dette : elle est nécessaire, mais ne suffira pas. Le troisième levier est une **meilleure maîtrise de nos dépenses publiques, les plus élevées d'Europe et même de tous les pays développés**.

Cette maîtrise des dépenses est nécessaire pour réduire l'endettement. En effet une croissance des dépenses réelles ramenée à + 0,5 % par an (au lieu de +1,1%) réduirait la dette à près de 105 % du PIB, soit – 10 points en dix ans, et le niveau d'endettement de la France commencerait à baisser en 2026. La cible qui sera fixée relève du débat démocratique, et non des banques centrales. Mais son respect, ensuite, sera clé. Une règle de dépenses serait compatible avec le financement des dépenses publiques les plus productives, et notamment celles pour les jeunes, dont l'éducation et la formation, ainsi que la recherche, qui ont un effet positif sur la croissance à long terme.