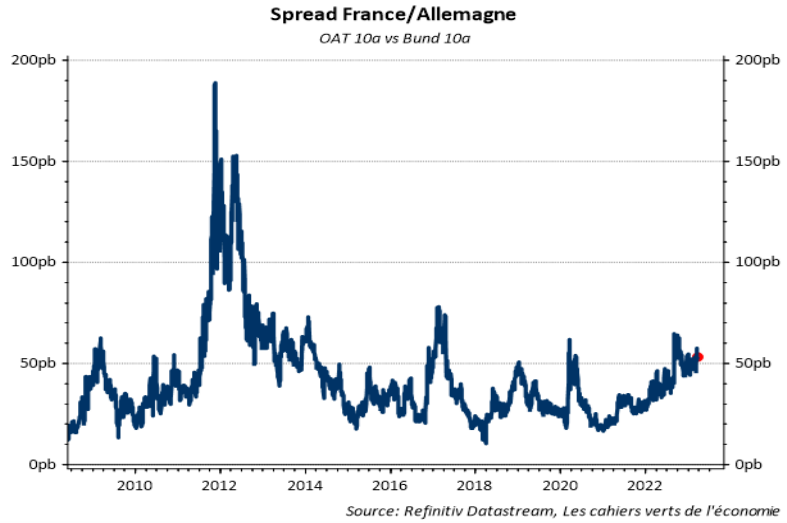
LES CAHIERS VERTS
DE L'ÉCONOMIE

Chronique hebdomadaire
3 avril 2023
Réforme des retraites et dette : quel avenir pour le risque français ?

On observe une remontée tendancielle du spread France / Allemagne depuis 2022. Mais cette évolution a plutôt été due à la hausse de l'aversion au risque depuis l'an dernier et non pas aux spécificités françaises. On est loin des incertitudes qui avaient précédé les élections nationales de 2012, voire de 2017. On se situe plutôt au niveau atteint lors de la 1ère phase de Covid (cf. graphique ci-dessous).

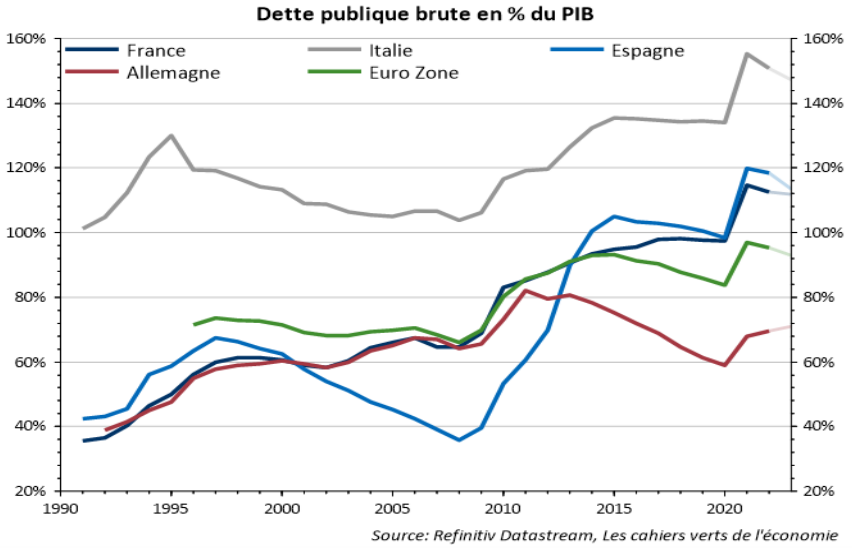


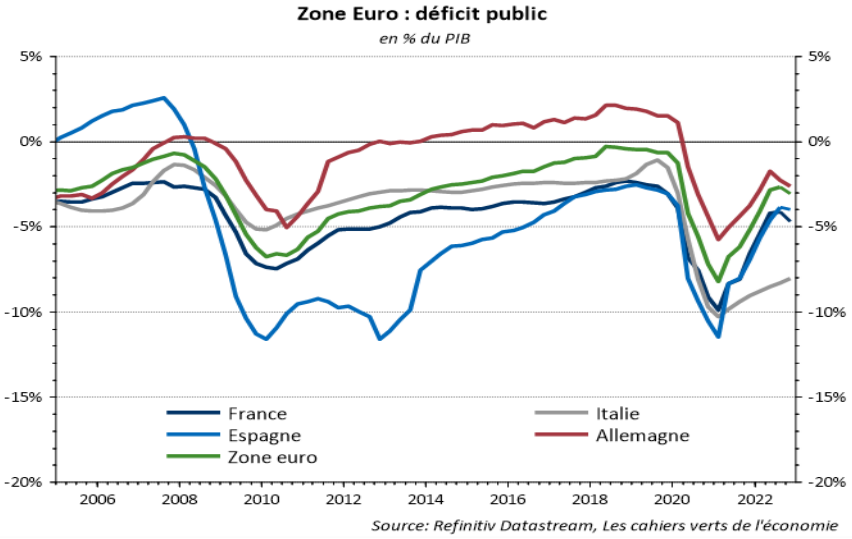
Allons à l'essentiel. Y-a-t-il une dégradation relative substantielle des finances publiques françaises, en particulier depuis 3 ans et la généralisation du « quoi qu'il en coûte » ? Pas réellement. Par rapport à la moyenne européenne, il y a un léger décrochage de la France à partir de 2010-12 en termes de déficit et à partir de 2015 en termes de dette. Rien de plus.

Y a-t-il par ailleurs un problème de soutenabilité financière comptable à horizon un ou 2 ans ? La réponse est également négative.

Rappelons ici les paramètres centraux. La dette publique s'établit à 111,6% du PIB fin 2022 vs 97,4% fin 2019, avant la pandémie. Quant au déficit public, il se situe à 4,7% du PIB en 2022 (6,5% en 2021, 8,9% en 2020 et 3,1% en 2019) ; cf. graphiques ci-dessous.

Socofi 121 avenue de Malakoff 75116 Paris - 28 boulevard de la Cambre B-1000 Bruxelles
Tél : 01 53 42 65 33 E-mail : socofi@socofi.com www.cahiersvertsdeleconomie.com Société anonyme au capital de 40 000 Euros
RCS PARIS 342 707 775 N° T.V.A. Intracommunautaire FR



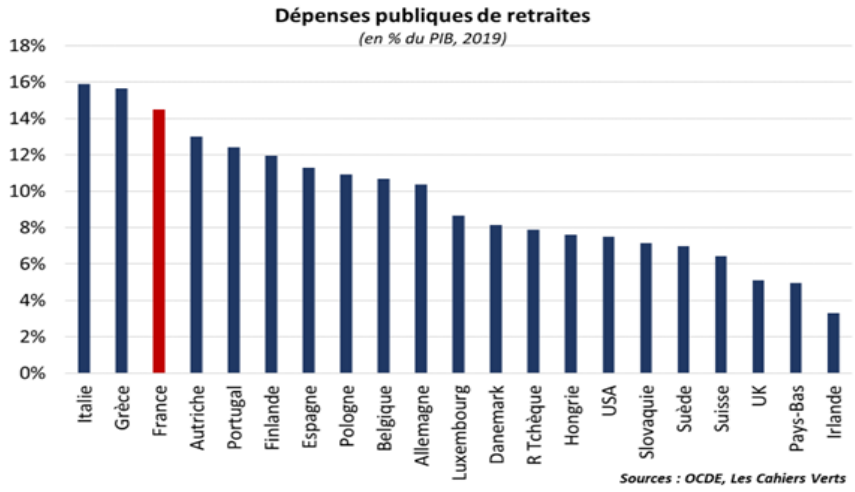


La croissance nominale s'est établie en 2022 à 5,7% « grâce » à l'inflation (seulement 2,6% d'effet volume). Dans le même temps, le taux apparent sur la dette (taux de refinancement moyen de la dette sur toutes les maturités) a été de 1,4%. Il y a donc eu un écart de plus de 400pb entre les 2 variables déterminantes de la soutenabilité. La France a pu se permettre dans ces conditions d'enregistrer un solde primaire (solde hors charges d'intérêt) négatif à -2,2%, ce qui a même permis une légère inflexion à la baisse du ratio dette/PIB (111,6% du PIB fin 2022 vs 112,9% fin 2021).

Quid de 2023 ? La croissance nominale devrait être plus faible, de l'ordre de 4,5% (dont 0,8% effet volume) et le taux apparent sur la dette un peu plus élevé, de l'ordre de 2%. Avec un solde primaire constant de 2,2%, le ratio dette/PIB devrait somme toute se stabiliser sur son niveau actuel.

Socofi 121 avenue de Malakoff 75116 Paris - 28 boulevard de la Cambre B-1000 Bruxelles
Tél : 01 53 42 65 33 E-mail : socofi@socofi.com www.cahiersvertsdeleconomie.com Société anonyme au capital de 40 000 Euros
RCS PARIS 342 707 775 N° T.V.A. Intracommunautaire FR

Et quid de la réforme des retraites là-dedans ? Le financement des retraites est effectivement très lourd en France, près du double de la moyenne OCDE en termes de PIB (14,5% vs 7,7%). Seules l'Italie et la Grèce font moins bien(cf. graphique ci-dessous).



Mais comptablement parlant, la réforme des retraites ne fait gagner directement au mieux qu'une quinzaine de mds d'euros sur 2030 en l'état actuel, compte tenu des concessions accordées par l'exécutif. Autant dire rien ou presque rien.

Les agences de rating pourraient-elles jouer un rôle de catalyseur de défiance prochainement ? Nous ne le pensons pas. Actuellement, les notations des 3 principales agences sont les suivantes ;

- Moody's : Aa2 perspective stable

- S&P's : AA, perspective négative (abaissée en décembre 2022)

- Fitch : AA, perspective négative (confirmée en novembre 2022)

Mi-mars, Moody's estimait que le texte de la réforme des retraites est « *moins ambitieux qu'envisagé initialement par le président Macron durant sa campagne présidentielle, mais devrait aider à soutenir la réduction du déficit durant la décennie* ». Moody's notait toutefois que « *la décision du gouvernement d'utiliser l'article 49.3 de la Constitution est susceptible de compliquer les tentatives futures de légiférer et mettre en œuvre des réformes macroéconomiques structurelles pendant le reste du mandat* ». Rien de très tranchant là-dedans.

En réalité, les seules tensions qui pourraient apparaître selon nous viendraient d'une issue politique « défavorable » à cette crise : dissolution ou référendum (au sens de l'article 11 de la Constitution), de nature à générer des incertitudes sur la stratégie future de la France. Il est évident que la

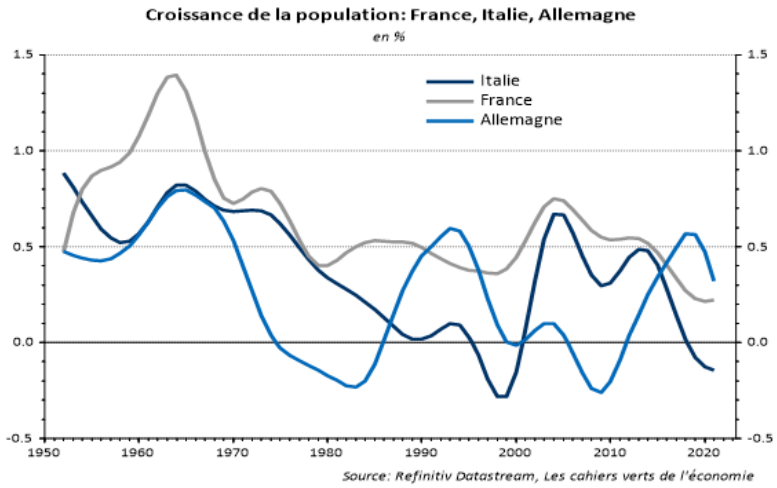
Socofi 121 avenue de Malakoff 75116 Paris - 28 boulevard de la Cambre B-1000 Bruxelles
Tél : 01 53 42 65 33 E-mail : socofi@socofi.com www.cahiersvertsdeleconomie.com Société anonyme au capital de 40 000 Euros
RCS PARIS 342 707 775 N° T.V.A. Intracommunautaire FR

perspective d'une victoire électorale du sinistre Mélenchon et de ses acolytes braillards devrait changer la donne. Quant à un véto partiel du Conseil Constitutionnel ou un retrait partiel du projet de loi, ils n'auraient pas de conséquences sur les marchés selon nous[1].

Qu'en est-il au-delà ? Au cours des prochaines années, il faut tabler sur un retour de la croissance nominale du PIB sur sa tendance de long terme (autour de 2,5%). En supposant une baisse du taux d'intérêt apparent à 1,6% (hypothèse raisonnable et conservatrice), cela suppose un solde primaire vers -1% (vs -2% actuellement) pour stabiliser le ratio de dette/PIB. Rappelons qu'au cours des 20 dernières années, le solde primaire s'est établi en moyenne autour de -1,3%. Ce n'est donc pas une tâche insurmontable.

En réalité, le problème n'est pas dans le court terme. C'est sur le moyen/long terme qu'il y a 3 questions-clé.

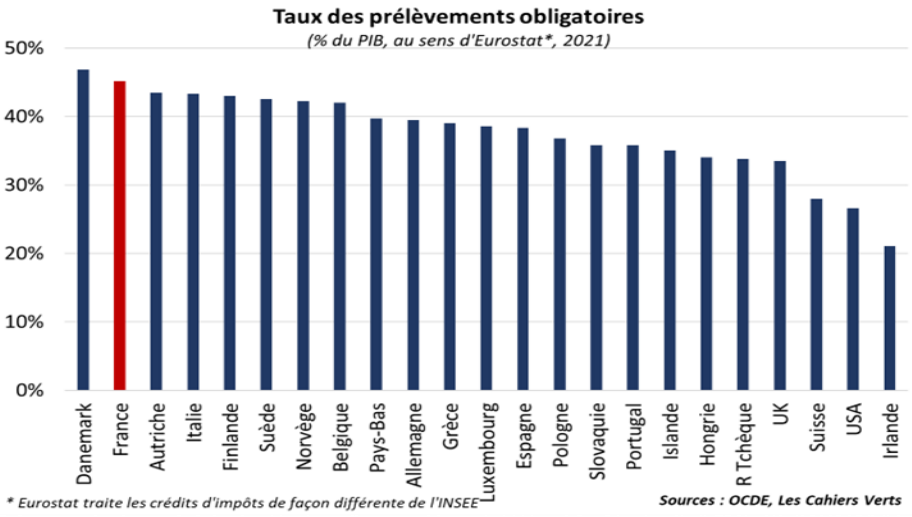
D'abord, on peut craindre un nouveau substantiel recul de la croissance potentielle française avec la dégradation progressive de la compétitivité, de la productivité et même maintenant de l'avantage démographique (cf. graphique ci-dessous).



Ensuite, le très haut niveau de prélèvements obligatoires qui laisse peu de marges de manœuvre dans ce domaine. A 45,3% du PIB en 2022 (selon INSEE), le record de 2017 (45,1%) est battu (cf. graphique ci-dessous).

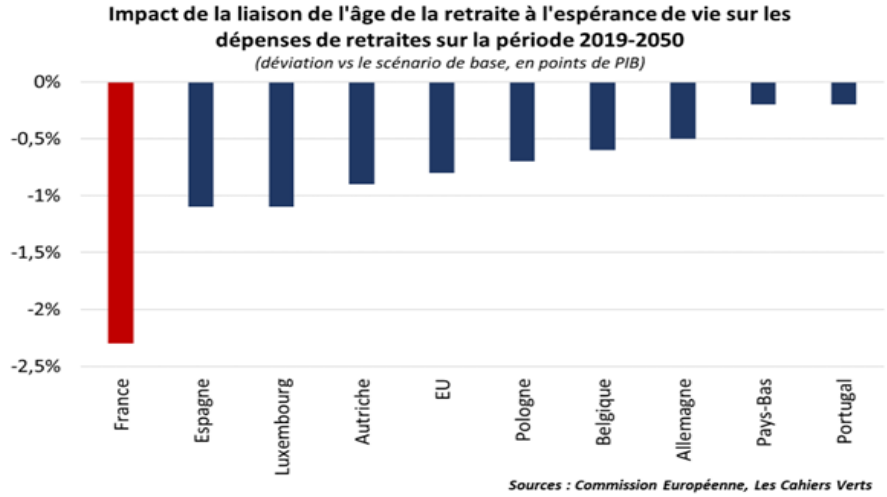
[1] La validation de la procédure de référendum d'initiative partagée (RIP) - ouverte par la révision constitutionnelle du 23 juillet 2008 et formalisée par les lois organique et ordinaire du 6 décembre 2011 - pourrait déboucher sur une période de recueil des soutiens d'une durée de 9 mois. Cela ouvrirait un temps permettant de mettre en pause la réforme des retraites et, pourquoi pas, de renouer le dialogue entre le gouvernement et les partenaires sociaux. En tout état de cause cela allongerait la durée des procédures de mise en œuvre de la réforme des retraites.

Socofi 121 avenue de Malakoff 75116 Paris - 28 boulevard de la Cambre B-1000 Bruxelles
Tél : 01 53 42 65 33 E-mail : socofi@socofi.com www.cahiersvertsdeleconomie.com Société anonyme au capital de 40 000 Euros
RCS PARIS 342 707 775 N° T.V.A. Intracommunautaire FR



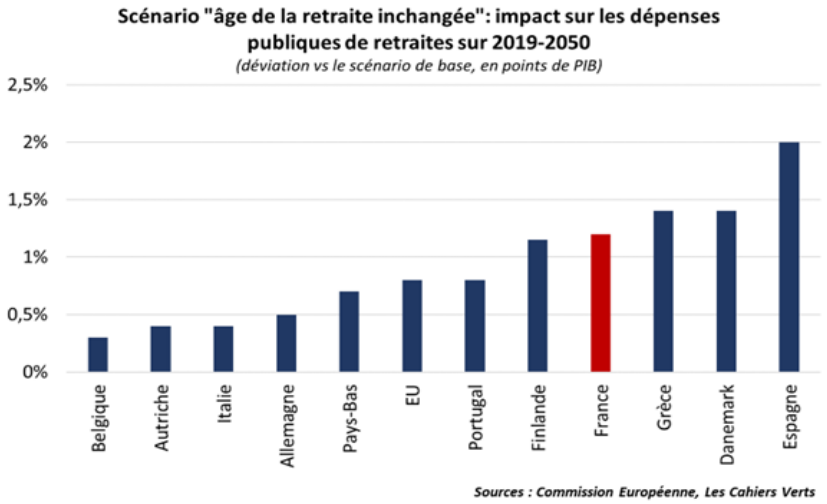
Ceux qui appellent ici ou là à la désobéissance civile devraient réfléchir au degré d'acceptabilité future des impôts en France, à la lumière notamment des réactions initiales des gilets jaunes en novembre 2018 (avant que ces tensions ne soient récupérées par l'extrême gauche).

Enfin, il y a la question du poids des retraites dans le long terme. Les simulations de la Commission Européenne montrent que lier l'âge du départ à la retraite à l'espérance de vie permettrait à la France de réduire nettement ses dépenses de retraites au cours des 30 prochaines années, et sensiblement plus que chez ses partenaires (cf. graphique ci-dessous).



A l'inverse, laisser l'âge de la retraite inchangé se traduirait par une hausse assez significative des dépenses sur la même période (cf. graphique ci-dessous).

Socofi 121 avenue de Malakoff 75116 Paris - 28 boulevard de la Cambre B-1000 Bruxelles
Tél : 01 53 42 65 33 E-mail : socofi@socofi.com www.cahiersvertsdeleconomie.com Société anonyme au capital de 40 000 Euros
RCS PARIS 342 707 775 N° T.V.A. Intracommunautaire FR



Ajoutons que le relèvement de l'âge de la retraite impliquerait une hausse du taux d'emploi et donc de la croissance potentielle.

Malgré ces faiblesses (menaces sur la croissance potentielle, limites au consentement de l'impôt, poids financier des retraites), nous ne croyons à une défiance systémique à l'encontre de la France, sauf en cas de changement politique radical en France et/ou en Allemagne. N'oublions pas que la France est en quelque sorte protégée par son statut de « grand pays » (19,8% du PIB de la zone euro vs. 2% pour la Grèce ou le Portugal par exemple). Sans oublier la bienveillance des marchés, plus fondée sur des mythes que des réalités concrètes (« couple » franco-allemand, communication efficace de l'agence France Trésor, maintien d'une ligne pro-européenne des différents gouvernements successifs, promesses de réformes, …).

On peut toutefois envisager une sorte de derating assez lent de la France, qui serait assortie d'une remontée progressive de son spread souverain. La bienveillance dont font preuve les marchés à l'égard de la dette française pourrait ainsi disparaître, le coût de l'inaction publique allant croissant. Il y a de ce point de vue une asymétrie assez claire selon nous. Rappelons aussi que les institutionnels japonais sont très acheteurs de la dette publique française (seconde destination après les Treasuries américaines) ; or ces flux pourraient être remis en question par un éventuel changement de politique monétaire au Japon[2].

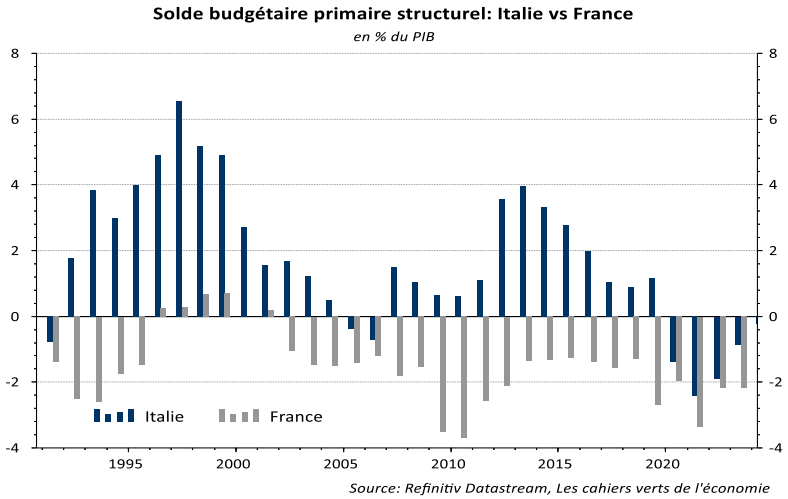
Qu'en conclure en termes de stratégie d'investissement ?

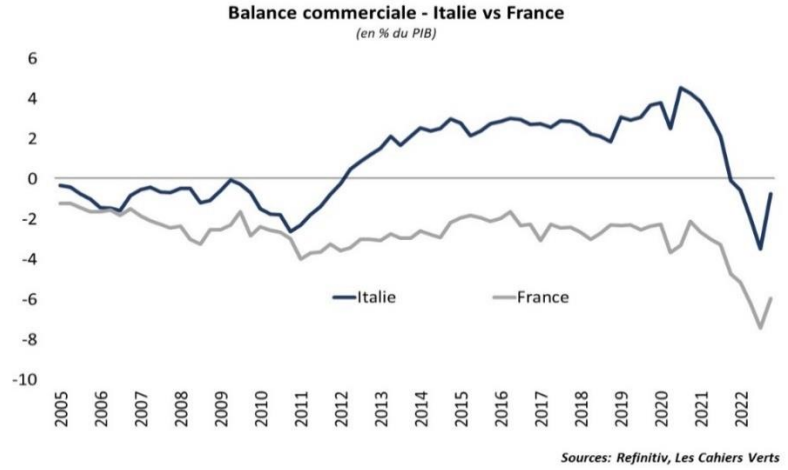
Principalement la chose suivante ; nous préférons la dette italienne à la dette française.

[2] Cf notre alerte « *BoJ, la fin d'un cycle : quelles conséquences pour les marchés financiers ?* », 23 février 2023, sur notre site internet

Socofi 121 avenue de Malakoff 75116 Paris - 28 boulevard de la Cambre B-1000 Bruxelles
Tél : 01 53 42 65 33 E-mail : socofi@socofi.com www.cahiersvertsdeleconomie.com Société anonyme au capital de 40 000 Euros
RCS PARIS 342 707 775 N° T.V.A. Intracommunautaire FR

Comme nous l'avons déjà dit récemment[3], les fondamentaux macro italiens apparaissent meilleurs que ceux de la France, tant au niveau du solde budgétaire primaire qu'au niveau des balances commerciales et courantes (cf. graphiques ci-dessous).



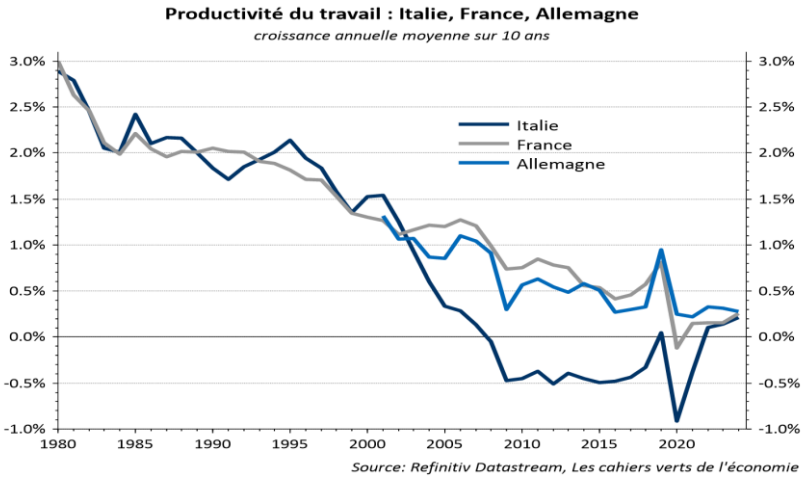


En particulier, l'écart entre les balances commerciales illustre la résistance du secteur industriel italien face à la concurrence étrangère (tissu de PME relativement dense, présence de leaders sur un certain nombre de segments de marché, effort de montée en gamme, …).

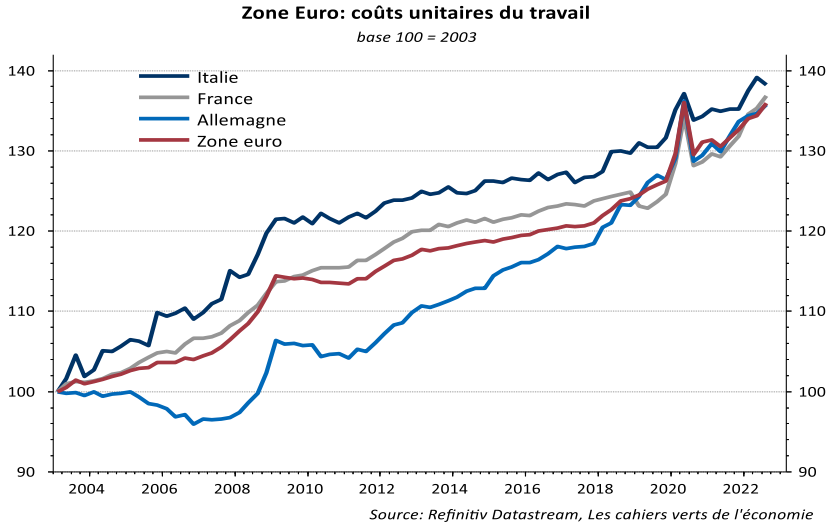
Ajoutons que l'Italie est le seul grand pays européen à avoir connu une accélération de la productivité depuis 3 ans (cf. graphique ci-dessous). Celle-ci avait chuté en Italie au tournant des années 2000, jusqu'à tomber en territoire négatif au début des années 2010. Depuis, un phénomène de convergence est à l'œuvre (convergence vers le bas sur des niveaux très faibles).

[3] Cf notre chronique « *Devons-nous encore aimer les actions italiennes ?*», 10 mars 2023, sur notre site internet

Socofi 121 avenue de Malakoff 75116 Paris - 28 boulevard de la Cambre B-1000 Bruxelles
Tél : 01 53 42 65 33 E-mail : socofi@socofi.com www.cahiersvertsdeleconomie.com Société anonyme au capital de 40 000 Euros
RCS PARIS 342 707 775 N° T.V.A. Intracommunautaire FR

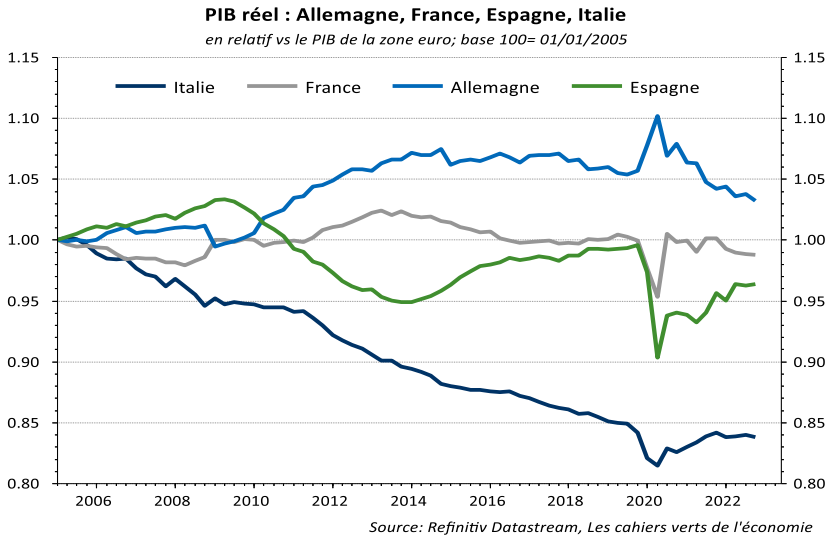


Conséquence de cela, la croissance des coûts unitaires du travail, qui avait été nettement supérieure à celle enregistrée dans les autres principaux pays de l'UE jusqu'au début des années 2010, s'est par la suite modérée et on observe une convergence à ce niveau (cf. graphique ci-dessous). En termes relatifs, cela signifie que l'économie italienne regagne en termes de compétitivité par rapport aux autres pays de la Zone euro.



Quid de la croissance économique ? Après avoir assisté à une sous performance de l'Italie quasi continue jusqu'en 2020, on observe depuis un début de stabilisation en termes relatifs, voire d'amélioration. A l'inverse, l'Allemagne sous performe en termes de croissance en tendance depuis le milieu des années 2010 (à l'exception de la crise Covid, le pays ayant été épargné par la 1ère vague) ; cf. graphique ci-dessous.

Socofi 121 avenue de Malakoff 75116 Paris - 28 boulevard de la Cambre B-1000 Bruxelles
Tél : 01 53 42 65 33 E-mail : socofi@socofi.com www.cahiersvertsdeleconomie.com Société anonyme au capital de 40 000 Euros
RCS PARIS 342 707 775 N° T.V.A. Intracommunautaire FR



En 2022, la croissance de l'Italie a été de 3,8% (2,6% en France et 1,9% en Allemagne). En 2023, la croissance italienne devrait s'établir autour de 1% (comme la France, un peu au-dessus de l'Allemagne). Il faut néanmoins surveiller l'évolution du taux de chômage et la distribution de crédit, qui sont deux variables importantes pour les bilans bancaires et, partant, pour la poursuite de la surperformance du marché italien.

Sur le plan politique enfin, le gouvernement de G. Meloni fait preuve d'une bonne autorité et assise populaire dans le pays, ce qu'ont attesté les dernières élections régionales de février. Ces élections n'ont par ailleurs pas montré de forte érosion des 2 autres partenaires de la coalition (Liga et Forza Italia), ce qui limite le risque de tensions internes. On peut tabler sur une relative stabilité au moins jusqu'aux élections européennes du printemps 2024.

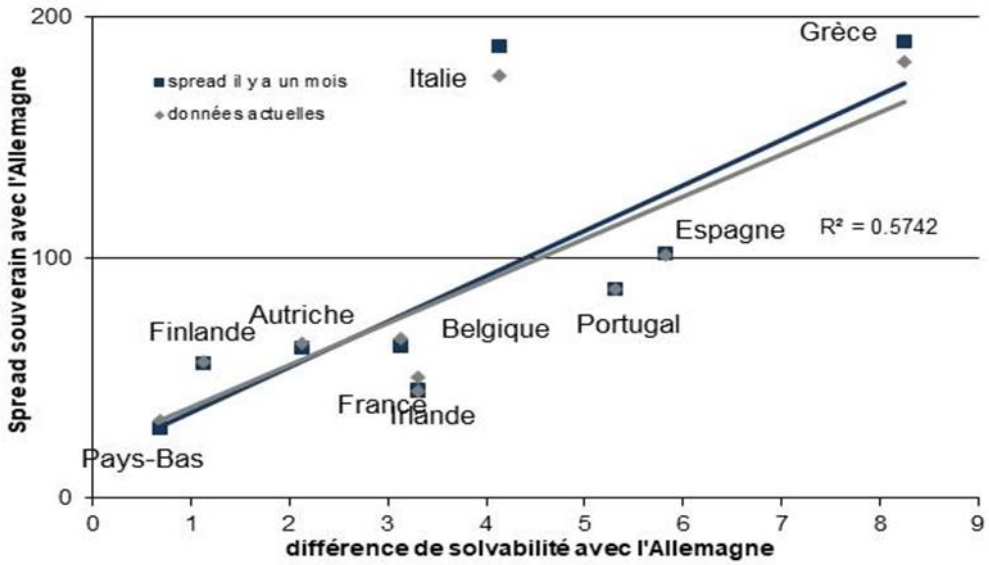
Au total, si l'on se base pour l'Italie sur une croissance nominale potentielle de 2% et sur des taux d'intérêt apparents autour de 2,5-3% au cours des prochaines années (2,4% l'an dernier), il lui suffirait de dégager un surplus primaire de l'ordre de 1% pour stabiliser son ratio dette / PIB – un objectif qui paraît largement à sa portée sachant que l'Italie a dégagé un solde primaire excédentaire en moyenne de près de 2 points de PIB sur la décennie écoulée. Et encore cela ne tient pas compte du redressement économique récent que nous évoquions ci-dessus.

En fait, l'Italie « paie » son niveau de dette historique (qui remonte aux années 80) et sa mauvaise réputation. Mais depuis le milieu des années 90, l'écart entre le ratio dette/PIB italien et le ratio dette/PIB français ne cesse de se réduire. Il n'est plus que de 35 pb vs. 70 pb en 1995 (cf. graphique supra).

Au total, le spread italien BTP/Bund apparaît en relatif trop élevé par rapport au spread OAT/Bund eu égard à notre modèle de solvabilité (cf. graphique ci-dessous).

Socofi 121 avenue de Malakoff 75116 Paris - 28 boulevard de la Cambre B-1000 Bruxelles
Tél : 01 53 42 65 33 E-mail : socofi@socofi.com www.cahiersvertsdeleconomie.com Société anonyme au capital de 40 000 Euros
RCS PARIS 342 707 775 N° T.V.A. Intracommunautaire FR

Sensibilité des spreads aux fondamentaux macroéconomiques *

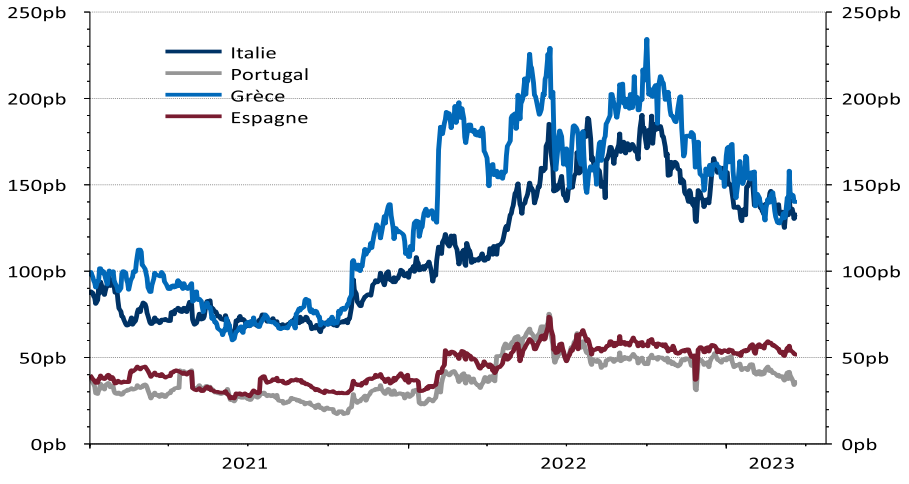


** indicateur Cahiers Verts basé sur le déficit budgétaire, la dette publique, le compte courant, la position extérieure nette, sur une échelle de 0 à 10, 10 étant le plus risqué*

Source : Datastream, Les Cahiers Verts

D'ailleurs le spread BTP/OAT se réduit depuis l'automne dernier (cf. graphique ci-dessous) et nous pensons que cela a vocation à se poursuivre à moyen terme.

Spreads 10 ans contre OAT

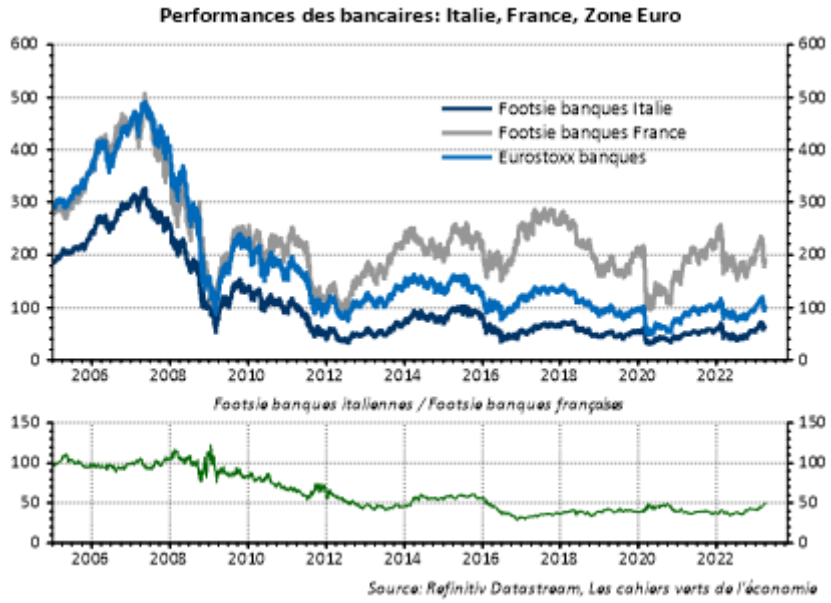


Source: Refinitiv Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Socofi 121 avenue de Malakoff 75116 Paris - 28 boulevard de la Cambre B-1000 Bruxelles
Tél : 01 53 42 65 33 E-mail : socofi@socofi.com www.cahiersvertsdeleconomie.com Société anonyme au capital de 40 000 Euros
RCS PARIS 342 707 775 N° T.V.A. Intracommunautaire FR

Nous préférons donc la dette italienne à la dette française. Par ailleurs, comme indiqué dans une chronique précédente[4], nous restons longs des actions italiennes que nous continuons à surpondérer au sein des actions européennes.

Concernant plus spécifiquement les valeurs bancaires européennes, sur lesquelles nous sommes neutres[5], il y a lieu à court terme de surpondérer légèrement les banques italiennes vs les banques françaises. Elles surperforment d'ailleurs depuis quelques mois (voir graphique ci-dessous). D'abord, elles sont légèrement moins chères (décote de 5% en termes de PE prospectif relatif). Ensuite, l'activité est mieux orientée en Italie qu'en France comme en témoigne l'écart des indices PMI, ce qui devrait se traduire par une moins mauvaise dynamique en termes de crédit. Enfin, la baisse du spread BTP vs OAT bénéficie en relatif aux banques italiennes. Rappelons que la dette publique nationale représente 17% des actifs des banques italiennes contre 5% pour les banques françaises.



[4] Cf notre chronique « *Devons-nous encore aimer les actions italiennes ?*», 10 mars 2023, sur notre site internet
[5] Cf notre chronique « *Faut-il craindre la poursuite du bank run ?*», 27 mars 2023, sur notre site internet

Socofi 121 avenue de Malakoff 75116 Paris - 28 boulevard de la Cambre B-1000 Bruxelles
Tél : 01 53 42 65 33 E-mail : socofi@socofi.com www.cahiersvertsdeleconomie.com Société anonyme au capital de 40 000 Euros
RCS PARIS 342 707 775 N° T.V.A. Intracommunautaire FR