



Séminaire de haut niveau Eurofi – Lisbonne, 16 avril 2021

Quelles politiques budgétaires au-delà du soutien monétaire ?

**Discours de François Villeroy de Galhau,
Gouverneur de la Banque de France**

Contact presse : Mark Deen (mark.deen@banque-france.fr) Déborah Guedj (deborah.guedj@banque-france.fr)

Mesdames, Messieurs,

Je suis très heureux de me joindre à vous aujourd'hui. Je voudrais adresser mes plus chaleureux remerciements à Didier Cahen et à David Wright, qui parviennent, en dépit des difficultés de l'heure, à entretenir cet esprit européen constructif auquel nous tenons tous. Comme vous le savez, la période de réserve de la BCE a déjà commencé, je ne parlerai donc pas de politique monétaire. Ce qui me donnera toutefois l'opportunité d'aborder un point central de notre Union économique encore inachevée parallèlement à la réussite de notre Union monétaire : la politique budgétaire. La politique monétaire ne peut – et n'est heureusement plus – le seul outil contracyclique disponible dans la zone euro. Il existe deux autres liens entre politique monétaire et politique budgétaire sur lesquels je souhaiterais attirer votre attention : une politique monétaire accommodante, comme celle que nous menons aujourd'hui, soutient une politique budgétaire active. Le second lien est le risque d'une interdépendance entre banques et émetteurs souverains qu'en tant que superviseurs, nous voulons absolument éviter. Permettez-moi néanmoins d'insister sur le fait que je n'ai aucune crainte à ce sujet pour le pays que je connais le mieux : depuis 2014, les banques françaises ont réduit leurs expositions vis-à-vis de la dette publique en termes absolus et l'ont fait de façon radicale par rapport à la taille de leur bilan.

J'évoquerai en premier lieu les leçons « budgétaires » que nous pouvons tirer de la crise Covid pour l'Europe (I). Je me placerai ensuite au niveau national en évoquant la situation française pour illustrer ces principes (II).

I. Améliorer les futures règles budgétaires européennes

L'UE et ses États membres ont réagi avec vigueur en 2020. Le bilan de la BCE représente désormais le double de celui de la Fed en pourcentage du PIB. Et une politique budgétaire active était essentielle. En 2020, les mesures discrétionnaires liées à la Covid ont été plus fortes aux États-Unis que dans les principaux pays de la zone euro. Toutefois, grâce à notre modèle social et à ses

stabilisateurs automatiques plus élevés, en 2020 la relance budgétaire globale dans la zone euro a été presque aussi forte qu'aux États-Unis.

Cela étant, comment s'explique la perte de PIB plus importante dans la zone euro qu'aux États-Unis en 2020 ? D'après les travaux de la Banque de France, l'essentiel [80 %] de cette différence n'est pas lié au soutien des autorités publiques. En Europe du Sud, il résulte pour 40 % environ des contraintes effectives pesant sur l'activité économique, et pour 40 % d'une spécialisation sectorielle – le fait que les pays européens dépendent davantage du tourisme et l'avance technologique des États-Unis (développement du télétravail avant la crise, poids des nouvelles technologies de l'information, part du commerce en ligne...).

Trois crises majeures au cours des dix dernières années – 2008-2009, 2011, 2020 – ont pourtant montré la nécessité d'achever l'Union économique en complément de la réussite de l'Union monétaire, en commençant par une **capacité budgétaire permanente**. Une grande avancée s'est concrétisée grâce au fonds « Next Generation EU », financé par un instrument d'endettement commun. Avant d'envisager éventuellement d'en accroître la taille, nous devrions accélérer sa mise en œuvre : la vitesse plus encore que le poids, c'est ce qui manque actuellement en Europe. Mais le *véritable* « bond en avant » adviendra avec l'existence d'une capacité budgétaire commune permanente – néanmoins moins limitée dans son montant et différente d'un budget permanent dans la mesure où elle ne serait pas systématiquement activée – permettra de prendre de véritables mesures contracycliques.

Inversement – et non pas de manière contradictoire – une **discipline budgétaire** suffisante est essentielle pour faire face aux retournements de conjoncture. L'Allemagne, par exemple, a réparé « le toit alors que le soleil brillait », et a fait un usage approprié de sa marge de manœuvre financière pendant la crise. Après trois années de suspension justifiée entre 2020 et 2022, le Pacte de stabilité et de croissance donnera lieu à un débat, qui devrait aboutir l'année prochaine, après les élections allemandes et françaises. Nous devons

éviter une confrontation stérile entre les « illusionnistes » – qui plaident pour une annulation de la dette, ce qui est totalement hors de question – et les « traditionalistes » – qui veulent maintenir les mêmes vieilles règles comme si rien n'avait changé, y compris s'agissant du niveau des taux d'intérêt. **Nous avons certes toujours besoin de règles**, mais de **règles révisées et simplifiées**. En effet, l'environnement de taux bas actuel (avec $r < g$) ne signifie pas que les questions de soutenabilité de la dette publique ne soient plus pertinentes : cela signifie seulement que les gouvernements disposent de davantage de temps pour assurer la soutenabilité de la dette. Contrairement à certaines propositions récentesⁱ, nous ne devrions pas, à mon sens, abandonner les objectifs numériques qui sont inscrits dans le Traité : ce sont des ancrages utiles, notamment l'objectif de 3 % pour le déficit qui correspond plus ou moins – dans le cas de la France – au seuil qui stabiliserait le ratio de dette publique à son niveau d'avant Covid. Mais les règles révisées, sans modification du Traité, devraient être fondées sur une trajectoire de dette à long terme et sur un objectif opérationnel unique, à savoir un plafonnement du taux de croissance des dépenses publiques comme proposé par le Comité budgétaire européen (CBE), présidé par le professeur et économiste danois Niels Thygesen.

Premièrement, nous pouvons conserver la cible de 60 % pour la dette à long terme. Mais la règle de l'ajustement linéaire annuel de 1/20 vers cet objectif est trop exigeante et devrait être adaptée pour chaque pays.

Deuxièmement, pour l'objectif opérationnel, s'appuyer uniquement sur la charge d'intérêts actuelle, comme suggéré par certains, serait une attitude à la fois court-termiste et trop partielle : les niveaux de déficit public total et de dette publique demeurent essentiels pour évaluer la soutenabilité de la dette publique face à des chocs inattendus. Toutefois, les paiements d'intérêts pourraient être inclus dans une règle en matière de dépenses nettes, à la différence de la proposition du CBE qui les exclut. À taux d'imposition constant, une règle fondée sur la croissance des dépenses publiques totales rendrait possible le contrôle simultané du déficit public et de la dette publique dans la mesure où

cette règle incorporerait implicitement une réaction budgétaire à l'évolution de la charge d'intérêts. Par exemple, dans le cas d'une baisse des taux par la banque centrale (dans une situation de conjoncture dégradée), favorisant un allègement de la charge d'intérêts [sur la dette publique], les dépenses primaires peuvent être ajustées à la hausse et amplifier les effets contracycliques de la décision de politique monétaire. En revanche, si les taux d'intérêt augmentent, comme en période de reprise économique, il faudra redoubler d'efforts sur les dépenses primaires. Comment pourrions-nous fixer l'objectif pour la règle de dépenses ? Il pourrait être propre à chaque pays, si – et seulement si – (i) il prend sérieusement en compte le niveau initial de la dette et sa soutenabilité mais également le potentiel de croissance global de l'économie, et (ii) s'il est explicitement approuvé par une autorité européenne.

Une autre voie intéressante à explorer pour **améliorer notre gouvernance budgétaire** consisterait à mettre en place un **mécanisme de compte d'ajustement**. Un écart par rapport à la règle en matière de dépenses au cours d'une année (c'est-à-dire une augmentation trop rapide des dépenses publiques, si elle est limitée ou occasionnelle, ou, au contraire, un niveau de dépenses publiques inférieur à la cible prédéfinie) pourrait être cantonné et compensé au cours des années suivantes.

En résumé, la soutenabilité à long terme de la dette publique doit être assurée par des règles budgétaires crédibles mais flexibles.

Des règles budgétaires saines sont également essentielles pour améliorer **la qualité des dépenses publiques** : les dépenses pour l'avenir – en matière d'éducation, de recherche, de transition écologique, d'investissement – doivent prendre le pas sur les dépenses de fonctionnement au jour le jour des services publics, ou sur certains transferts sociaux. Dans les économies avancées, les multiplicateurs budgétaires ⁱⁱ sont particulièrement élevés pour l'investissement public :



IMPROVE THE QUALITY OF PUBLIC EXPENDITURE

IMPACT ON THE LEVEL OF GDP OF A 1% STIMULUS IN THE ITEM CONCERNED

	1 Y	2 Y	3 Y	4 Y
Public investment	0.74	0.85	0.81	0.72
Public wages	0.10	0.25	0.37	0.43
Social benefits	0.09	0.26	0.37	0.43
Tax	0.09	0.23	0.34	0.40
VAT	0.05	0.17	0.29	0.39

Source : Banque de France

À cet égard, cette rude crise peut aussi être l'occasion de combler les retards en matière de compétences et d'innovation grâce à des investissements productifs. Mais, malheureusement, ce débat essentiel sur la qualité des dépenses constitue l'angle mort de nos démocraties européennes.

II. Les finances publiques en France

Permettez-moi à présent d'illustrer ces principes en me référant au pays que je connais le mieux. En France, nous avons parfois un rapport étrange à l'austérité : nous sommes le pays qui la craint le plus, mais l'un de ceux qui la pratiquent le moins. Cette peur infondée nous distrait de notre véritable problème : la faiblesse de notre croissance et le coût excessif de nos services publics avec un modèle social pourtant identique à celui de nos voisins. Je suis très attaché à notre modèle social européen, qui n'est pas un handicap mais l'un de nos atouts communs européens les plus importants. Et soyons clairs : je ne prône pas l'austérité – avec des coupes dans les dépenses publiques – mais une orientation progressive vers une stabilisation des dépenses publiques en termes réels. Notre défi c'est l'écart de 10 points de pourcentage entre notre ratio dépenses publiques/PIB et celui du reste de la zone euro :

PUBLIC SPENDING IN EURO AREA COUNTRIES

PUBLIC SPENDING (% OF GDP AND % GROWTH)

	1999*	2019*	Real average growth 2009-2019**
France	52.6	55.6	1.1
Germany	48.2	45.2	1.3
Italy	47.2	48.6	-0.2
Spain	39.9	42.1	0.1
Euro area	47.7	47.1	0.6
Euro area (exc. France)	46.4	44.8	0.4

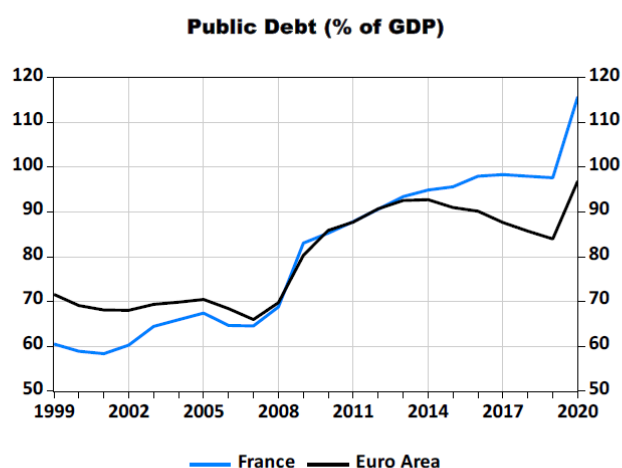
Source : Insee, Eurostat, Banque de France's calculations, real expenditures deflated by the GDP deflator



Depuis 2008, le taux de croissance de nos dépenses publiques s'est sensiblement écarté de celui du PIB, contrairement à l'Allemagne ou au reste de la zone euro.

Nous partons avec une dette publique de 115,7 % du PIB à fin 2020, soit presque deux fois plus qu'il y a vingt ans :

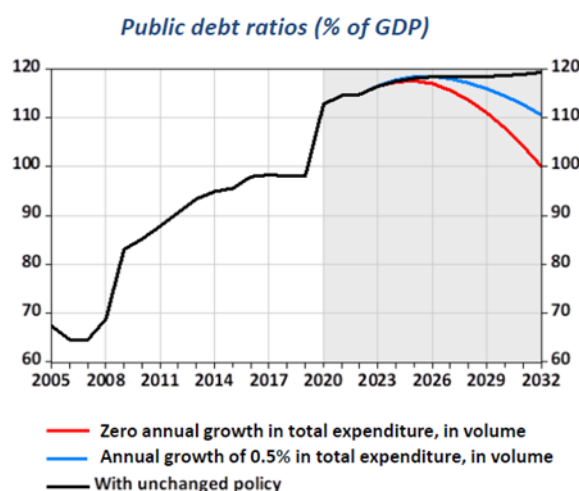
FRENCH PUBLIC DEBT IS TWICE AS HIGH AS 20 YEARS AGO



Source : Insee, Eurostat, for 2020: INSEE for France, Eurosystem (March MPE) for Euro Area

Dans l'hypothèse de politiques inchangées, avec une croissance potentielle de 1,1 % environ et un taux de croissance des dépenses publiques en termes réels de 1,1 % environ, ce qui est proche de la tendance sur les dix dernières années, nous parviendrons seulement à stabiliser notre dette publique à ce niveau élevé sur la prochaine décennie ; ce serait une stratégie dangereuse étant donné le risque d'une nouvelle crise économique exogène ou d'un choc de taux d'intérêt. Mais nous pouvons écrire un script plus heureux pour éviter ce scénario basé sur la tendance. Celui-ci combine trois ingrédients : le 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 sur dix ans ; la croissance – qui génèrera des recettes mais ne fera pas de miracles ; et des dépenses publiques plus contrôlées et plus efficaces :

FRENCH PUBLIC FINANCE STRATEGY



Une croissance nulle – c'est-à-dire une stabilisation – des **dépenses publiques totales** en termes réels à taux d'imposition constant ramènerait la dette à environ 100 % du PIB en 2032. Une croissance des dépenses réelles de 0,5 % par an réduirait la dette à 110 % du PIB environ. L'actualisation par le gouvernement du programme de stabilité publiée cette semaine prévoit

justement un tel contrôle des dépenses publiques une fois que la reprise sera fermement installée (une croissance de 0,7 % par an en moyenne à partir de 2023), même si ce chiffre est légèrement supérieur à 0,5 % par an et intègre une vision plus optimiste de la croissance potentielle que notre propre prévision (1,35 % contre 1,1 %). Le plus important à cet égard, cependant, ce n'est pas le chiffre exact, mais que les cibles définies soient effectivement atteintes. Le niveau qui sera fixé – puis respecté – relève du débat démocratique, et non des banques centrales. C'est un objectif exigeant mais atteignable : nombre de nos voisins européens y sont parvenus.

**

En conclusion, la crise Covid a totalement justifié une politique de soutien budgétaire massif. Mais la sortie progressive de cette crise doit constituer une occasion cruciale pour nous Européens de répondre à une question fondamentale : comment garantir le bon usage de l'outil budgétaire tout en assurant la soutenabilité de notre dette, afin de pouvoir financer notre modèle social commun pour les générations à venir. Une politique monétaire accommodante apporte bien évidemment une aide mais elle ne peut pas être considérée comme acquise pour toujours. Pour faire une analogie avec le changement climatique, nous devons éviter une « tragédie à l'horizon ». Thomas Paine, philosophe politique né en Angleterre et citoyen du monde, a dit un jour : « S'il doit y avoir la guerre, qu'elle ait lieu de mon temps afin que mon enfant puisse vivre en paix »ⁱⁱⁱ. C'est exactement ce vers quoi nous devons tendre au cours de la prochaine décennie. Je vous remercie de votre attention.

ⁱ Les notes du Conseil d'analyse économique, *Pour une refonte du cadre budgétaire européen*, Avril 2021

ⁱⁱ Abiad A., Furceri D., Topalova P., *"The Macroeconomic Effects of Public Investment: Evidence from the Advanced Economies"*, IMF Working Paper, n° 65, mai 2015.

ⁱⁱⁱ *The American Crisis* (vers 1776)