



Sénat - Délégation à la Prospective

Audition de Denis Beau, Premier sous-gouverneur de la Banque de France

Mardi 12 octobre 2021

Madame la Rapporteuse, Monsieur le Rapporteur,

En ma qualité de représentant de la Banque de France, il ne m'appartient pas bien entendu de dire quelle doit être la bonne politique budgétaire (ceci relève des autorités politiques nationales et européennes). Je souhaite en revanche souligner quelques principes qui importent du point de vue de la conduite par l'Eurosystème auquel nous appartenons de la politique monétaire au sein de la zone euro :

- 1) La politique monétaire de l'Eurosystème est guidée par son seul mandat de stabilité des prix afin d'assurer la confiance dans la monnaie. Elle n'a pas la responsabilité d'assurer la soutenabilité de l'endettement public.
- 2) L'euro étant la monnaie commune aux 19 États membres de la zone euro, les politiques budgétaires de ces derniers doivent être concertées et respecter des règles communes pour éviter des politiques nationales qui pourraient nuire à la stabilité financière et à l'intégrité de l'ensemble de la zone.

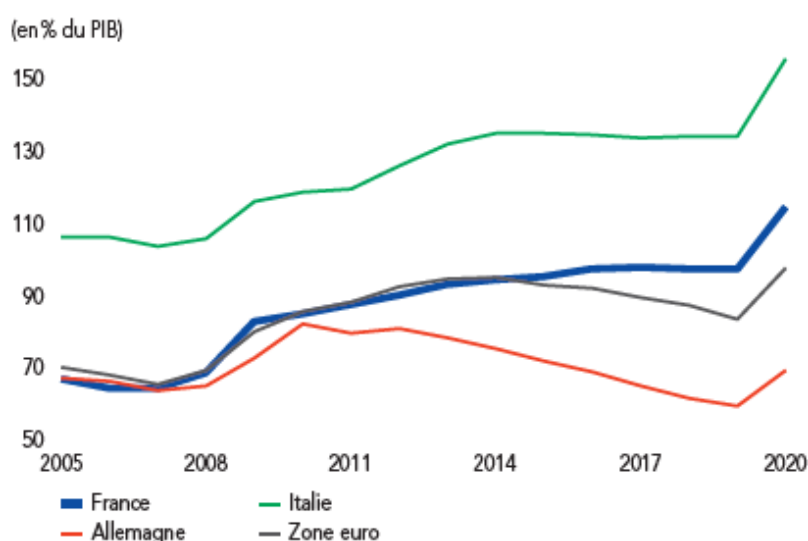
La soutenabilité des finances publiques nationales, déterminée notamment par la dynamique de l'endettement public, importe donc pour la conduite de la politique monétaire et pour la stabilité financière en zone euro. S'il est difficile de trouver un critère chiffré simple et unique pour définir une dette soutenable, on sait aussi que cette soutenabilité a d'autant plus de chances d'être remise en cause que l'endettement croit fortement et continument.

Quelle est aujourd'hui la situation en zone euro et de la France au sein de la zone euro ? 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.

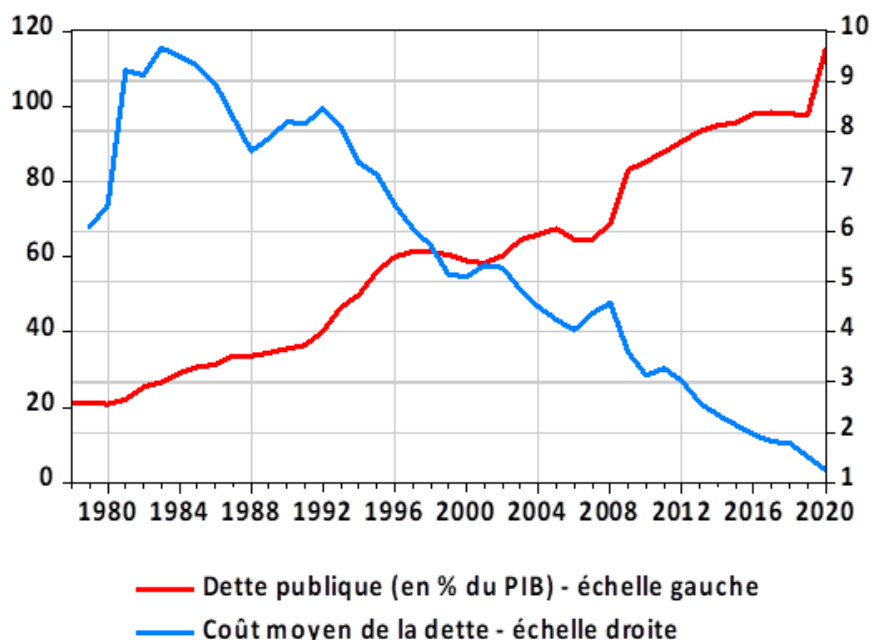
Pour autant, même si la hausse a été à peu près identique, les écarts de ratio d'endettement au sein de la zone euro demeurent importants. Les écarts que l'on constate aujourd'hui s'expliquent en effet par les politiques menées au cours de la période antérieure à la crise Covid : en particulier, la France 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.

Graphique 11 Ratios de dette publique des principaux pays de la zone euro



Sources : Eurostat, comptes nationaux.

En France, cette augmentation a été continue depuis plus de 40 ans. La dette publique est passée de 30% au début des années 1980 à près de 115% du PIB aujourd'hui. Cette dynamique haussière de l'endettement public ne peut s'expliquer par l'évolution des taux d'intérêt : en France, le taux d'intérêt moyen payé sur l'encours de la dette publique est passé de 9% au milieu des années 1980 à moins de 1,5% aujourd'hui, suivant en cela une tendance baissière générale dans le monde. En d'autres termes, la hausse de la dette française est d'abord et avant tout la conséquence de déficits publics dits « primaires » (c'est à dire hors intérêts) continuellement élevés.



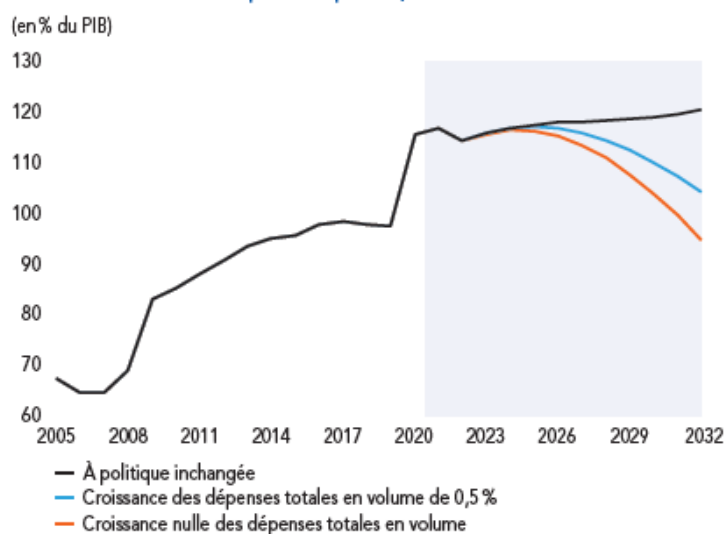
Le contexte actuel de taux d'intérêt exceptionnellement bas, en zone euro comme dans l'ensemble des économies avancées, rend bien sûr plus soutenables à court-moyen terme les ratios élevés d'endettement public. Toutefois, il n'y a pas de garantie que cette situation se prolonge indéfiniment :

- 1) Premièrement, du point de vue des banques centrales, le niveau des taux ne dépend pas de la situation budgétaire des États mais de l'objectif de stabilité des prix. Aujourd'hui l'Eurosystème mène une politique ultra-accommodante car nous considérons que l'inflation en zone euro est trop basse par rapport à notre objectif de stabilité des prix (inflation autour de 2% sur le moyen terme, cf. Revue Stratégique de Politique Monétaire de la BCE publiée en juillet). S'il advenait que l'inflation reparte durablement au-dessus de 2% dans le futur, les taux directeurs de la banque centrale remonteraient et les taux des obligations sur les marchés augmenteraient plus encore par anticipation.
- 2) Deuxièmement, le taux d'intérêt payé par chaque État est la somme du taux sans risque (le même pour tout le monde en zone euro) et d'une prime de risque, qui dépend de la situation d'endettement propre à chacun. Par exemple, en 2018, les incertitudes politiques en Italie ont fait s'envoler la prime de risque ; au début des années 2010 c'est même l'accès aux financements de marchés qui a été coupé pour la Grèce.

Par ailleurs, même dans un scénario où les taux d'intérêt seraient supposés rester durablement bas, 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 (cf. graphique). Ce serait une stratégie risquée étant donné la possibilité de nouvelles crises économiques ou financières. Ce serait une stratégie d'autant plus risquée 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. Elle devrait donc réduire fortement son niveau de vie si jamais elle n'avait plus accès - ou plus difficilement - aux financements externes.

Graphique 12 Projection de ratio de dette publique/PIB en France à horizon 2032 en fonction de trois scénarii de croissance des dépenses publiques



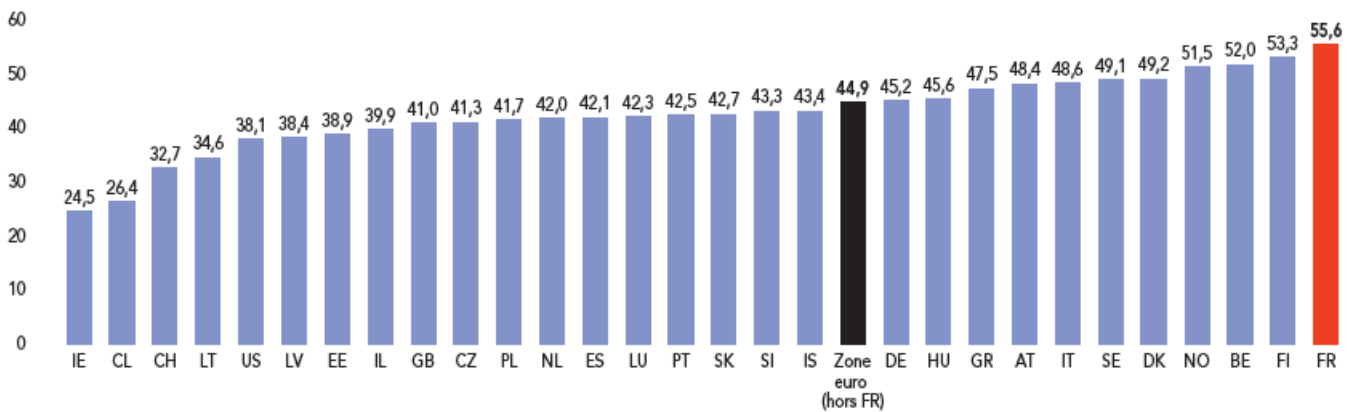
Sources : Insee jusqu'en 2020, puis projections Banque de France.

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**.

Graphique 13 Dépenses publiques en 2019 (pré-Covid)

(en % du PIB)



Sources : OCDE, Eurostat.

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.

Merci de votre attention.

