

Quelles sont les marges de manœuvre pour les finances publiques françaises dans un univers de taux d'intérêt durablement bas ?

Par [Eric Heyer](#) et [Xavier Timbeau](#)

En France, comme dans l'ensemble des pays de l'OCDE, les taux d'intérêt souverains baissent et sont maintenant inférieurs à la croissance potentielle nominale. Les raisons avancées de cette baisse sont multiples : politiques monétaires ultra-expansionnistes, insuffisance de l'offre d'actifs sûrs par rapport à la demande, excès d'épargne privée, anticipations de croissance économique à la baisse. Les conséquences économiques le sont également : ce que cela implique pour les anticipations, l'investissement, la soutenabilité des intermédiaires financiers ou encore l'allocation des capitaux sur les actifs risqués. Nous nous intéressons ici au point de vue budgétaire et aux marges de manœuvre pour les finances publiques françaises à l'horizon 2030, ouvertes par la perspective de taux durablement bas.

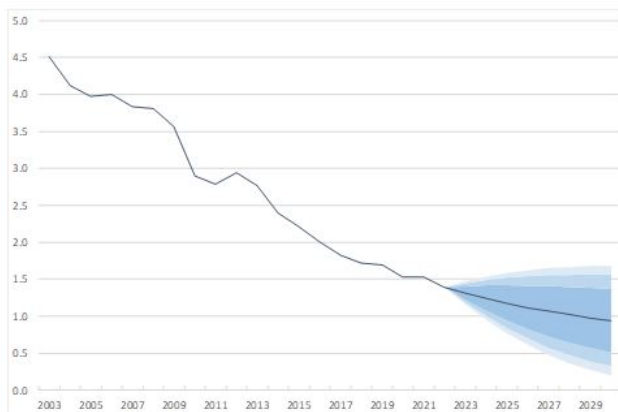
Partant de la situation anticipée pour 2021 [dans la dernière prévision de l'OFCE](#), deux cas polaires sont considérés pour la période 2022-2030 :

1. Dans le premier, celui du *statu quo*, les taux d'intérêt auxquels emprunte l'Etat français restent bas. Ainsi,

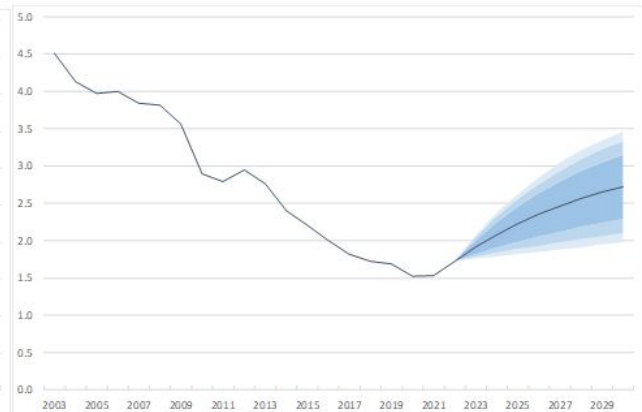
l'écart entre le taux souverain français à 10 ans et la croissance nominale resterait constant autour de -2 points. Compte tenu de la maturité de la dette française (supérieure à 7 ans), le taux apparent continuerait de baisser jusqu'à 1% en 2030 (graphique 1).

2. Le second cas est une situation de « normalisation » du taux souverain qui, dès 2022, se stabiliserait en moyenne à 2,7%. Le taux apparent augmenterait alors progressivement tout au long de la période d'analyse comme l'illustre le graphique 2, jusqu'à 2,7% en 2030. Dans chacun des cas, un aléa est simulé autour des scénarios de référence.

1. Situation de taux durablement bas



2. Situation de normalisation rapide des taux



Note de lecture : Pour les années 2022-2030, nous associons à notre projection un intervalle de confiance simulée à l'aide de la méthode de Monte- Carlo. Le premier intervalle est à 75 %, le deuxième à 90 % et le troisième à 95 %.

Source : Calculs des auteurs

A l'intérieur de ces deux cas polaires, nous simulons l'incidence de la stratégie budgétaire de la France :

1. La première stratégie consiste à respecter les règles budgétaires du PSC, en procédant à des ajustements structurels de 0,5 point de PIB jusqu'à ce que le déficit public structurel soit de 0,4 point de PIB. Partant d'un déficit structurel en

2021 de 1,5 point de PIB, cette stratégie impose 2 années d'ajustement de 0,5 point (2022 et 2023), une année à 0,1 point (2024) et neutre ensuite.

2. La seconde stratégie, plus proche de celle du gouvernement présent, consiste à recycler la réduction de la charge d'intérêt dans le soutien à l'activité. Ainsi, l'ajustement structurel est nul et le déficit structurel reste à 1,5 point de PIB jusqu'en 2030.

Un résumé des simulations est présenté dans le tableau 1.

Tableau 1. Dette publique et marges de manœuvre budgétaires à l'horizon 2030

	Taux d'intérêt durablement bas		Normalisation rapide des taux d'intérêt	
	Respect des règles budgétaires	Pas d'ajustement budgétaire	Respect des règles budgétaires	Pas d'ajustement budgétaire
Dette publique (en pts de PIB)				
En 2030	87.2	91.3	90.5	95
Δ 2030-2021	-11.3	-7.2	-8.0	-3.5
Impulsion Budgétaire primaire (en pts de PIB)				
Cumul 2022-2030	-0.4	0.6	-2.1	-1.1

Source : Calculs des auteurs

Trois résultats principaux ressortent :

1. Dans tous les cas, la dette publique baisserait à l'horizon 2030. Cette baisse serait faible (-3,5 points de PIB entre 2021 et 2030) – proche de la stabilité – si les taux se normalisent rapidement et qu'il n'y a pas d'ajustement budgétaire. Elle serait de plus de 10 points de PIB (soit plus de 1 point de réduction par an) dans un contexte de taux durablement bas et de respect des règles budgétaires ;
2. Le non-respect de règles budgétaires permet de dégager 1 point de PIB de marges budgétaires primaires à l'horizon

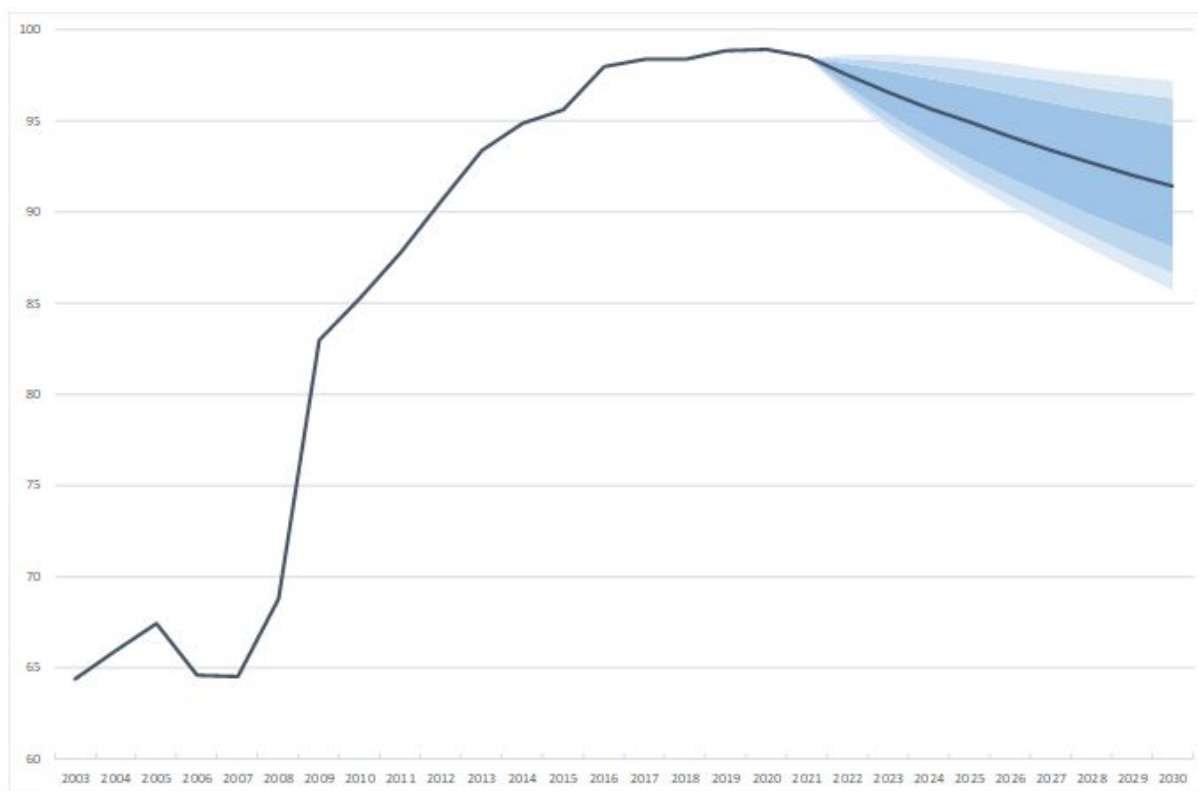
2030 ;

3. Des taux d'intérêt bas (par rapport à leur normalisation) permettent 1,7 point de PIB de marges budgétaires primaires à l'horizon 2030 ;

Enfin, dans le cas qui nous apparaît le plus probable, à savoir le maintien de taux durablement bas et l'absence d'ajustement budgétaire, la baisse de la dette publique serait limitée (graphique 3). L'incertitude usuelle ne remettrait pas en cause ce scénario, mais une crise majeure le rendrait évidemment caduque. On pourrait également opposer que les taux souverains bas sont le symptôme d'une crise latente. Notre optique est que cette crise est de fait incluse dans le scénario de croissance et que c'est au contraire le scénario de normalisation des taux qui devrait intégrer un rebond de l'activité plus important.

3. Evolution de la dette publique à l'horizon 2030 dans le scénario de taux durablement bas et sans ajustement budgétaire

En % du PIB



Note de lecture : Pour les années 2022-2030, nous associons à notre projection un intervalle de confiance simulée à l'aide de la méthode de Monte- Carlo. Le premier intervalle est à 75 %, le deuxième à 90 % et le troisième à 95 %. La simulation repose sur la reproduction de la variance observée *hors crise de 2008* de la croissance et des primes de risque. La simulation n'intègre donc pas d'évènements exceptionnels comme une crise majeure.

Source : Calculs des auteurs

Quel rôle pour le bilan des banques centrales dans la conduite de la politique monétaire ?

par [Christophe Blot](#), [Jérôme Creel](#) et [Paul Hubert](#)

En ajustant la taille et la composition de leur bilan, les

banques centrales ont profondément modifié leur stratégie de politique monétaire. Bien que la mise en œuvre de ces mesures ait été initialement envisagée pour une période de crise, la question se pose désormais de l'utilisation du bilan comme instrument de politique monétaire en dehors des périodes de crise.

La politique d'achats de titres effectués par les banques centrales s'est traduite par une augmentation considérable de la taille de leur bilan. En septembre 2017, les bilans de la Réserve fédérale et de la BCE s'élevaient respectivement à près de 4 500 Mds de dollars (soit 23,3 % du PIB des Etats-Unis) et 4 300 Mds d'euros pour la BCE (38,5 % du PIB de la zone euro), alors qu'ils étaient de 870 Mds de dollars (soit 6,0 % du PIB) et 1 190 Mds d'euros (soit 12,7 % du PIB) en juin 2007. La fin de la crise financière et de la crise économique plaide pour un resserrement progressif de la politique monétaire, déjà entamé aux Etats-Unis et à venir dans la zone euro. Ainsi, la Réserve fédérale a augmenté le taux d'intérêt directeur à cinq reprises depuis décembre 2015 et a commencé à réduire la taille de son bilan en octobre 2017. Toutefois, aucune indication précise n'a été donnée sur la taille du bilan des banques centrales une fois que le processus de normalisation aura été achevé. Au-delà de la taille se pose la question du rôle de ces politiques de bilan pour la conduite de la politique monétaire à venir.

Initialement, les mesures prises pendant la crise devaient être exceptionnelles et temporaires. L'objectif était de satisfaire un large besoin de liquidités et d'agir directement sur les prix de certains actifs ou sur la partie longue de la courbe des taux, lorsque l'instrument standard de politique monétaire – le taux d'intérêt de très court terme – était contraint par le plancher à 0% (ZLB pour *Zero lower bound*). L'utilisation de ces mesures pendant une période prolongée – depuis dix ans – suggère cependant que les banques centrales pourraient continuer à utiliser leur bilan comme instrument de

politique monétaire et de stabilité financière, y compris en période dite « normale », c'est-à-dire lorsqu'il existe des marges de manœuvre pour baisser le taux directeur. Non seulement, ces mesures non conventionnelles ont démontré une certaine efficacité mais, en outre, leurs mécanismes de transmission ne semblent pas spécifiques aux périodes de crise. Leur utilisation pourrait donc à la fois renforcer l'efficacité de la politique monétaire et améliorer la capacité des banques centrales à atteindre leurs objectifs de stabilité macroéconomique et financière. Nous développons ces arguments dans une [publication récente](#) que nous résumons ici.

Dans un article présenté en 2016 lors de la conférence de Jackson Hole, [Greenwood, Hanson et Stein](#) suggèrent que les banques centrales puissent utiliser leur bilan pour fournir des liquidités afin de satisfaire un besoin croissant du système financier pour des actifs liquides et sans risque. Les réserves excédentaires ainsi émises augmenteraient le stock d'actifs sûrs mobilisable par les banques commerciales, renforçant la stabilité financière. Les banques centrales pourraient également intervenir plus régulièrement sur les marchés afin de modifier le prix de certains actifs, les primes de risque ou les primes de terme. Ici, il ne s'agit pas forcément d'accroître ou de réduire la taille du bilan, mais de moduler sa composition afin de corriger d'éventuelles distorsions ou de renforcer la transmission de la politique monétaire en intervenant sur l'ensemble des segments de la courbe des taux. Pendant la crise des dettes souveraines, la BCE a lancé un programme d'achats de titres publics (SMP pour [Securities Market Programme](#)) qui avait pour but de réduire les primes de risques apparues sur les rendements de plusieurs pays (Grèce, Portugal, Irlande, Espagne et Italie) et d'améliorer la transmission de la politique monétaire commune vers ces pays. En 2005, le Président de la Réserve fédérale s'étonnait d'une [énigme](#) sur les marchés obligataires, constatant que les taux longs ne semblaient pas réagir au resserrement en cours de la politique monétaire américaine. Le

recours à des achats ciblés de titres sur des maturités plus longues aurait sans doute permis d'améliorer la transmission de l'orientation de la politique monétaire telle qu'elle était souhaitée à cette époque par la Réserve fédérale.

En pratique, la mise en œuvre d'une telle stratégie en période « normale » soulève plusieurs remarques. D'une part, si les politiques de bilan complètent la politique de taux, les banques centrales devront accompagner leurs décisions d'une communication adaptée précisant à la fois l'orientation globale de la politique monétaire ainsi que les raisons justifiant l'utilisation de tel ou tel instrument et à quelle fin. Il semble qu'elles aient su y parvenir pendant la crise alors qu'elles multipliaient les programmes ; il n'y a donc pas de raison d'imaginer que cette communication devienne subitement plus difficile à mettre en œuvre en période « normale ». Par ailleurs, l'utilisation plus fréquente du bilan comme instrument de politique monétaire se traduirait par une plus large détention d'actifs et potentiellement d'actifs risqués. Il y aurait dans ces conditions un arbitrage à réaliser entre l'efficacité à attendre de la politique monétaire et les risques pris par la banque centrale. Notons aussi que l'utilisation du bilan n'implique pas que la taille de celui-ci croisse en permanence. Les banques centrales pourraient tout aussi bien faire le choix de vendre certains actifs dont le prix serait jugé trop élevé. Cependant, pour être en capacité de moduler effectivement la composition des actifs de la banque centrale, encore faut-il que son bilan soit suffisamment élevé pour faciliter les opérations de portefeuille de la banque centrale.

Il faut reconnaître que les économistes n'ont pas encore complètement analysé les effets potentiels des politiques de bilan sur la stabilité macroéconomique et financière. Mais cette incertitude ne devrait pas empêcher les banques centrales de recourir à des politiques de bilan, car seule l'expérience peut fournir une évaluation complète du pouvoir

des politiques de bilan. L'histoire des banques centrales nous rappelle que les objectifs et les instruments utilisés par les banques centrales ont régulièrement évolué[1]. Un nouveau changement de paradigme semble donc possible. Si les politiques de bilan permettent de renforcer l'efficacité de la politique monétaire et d'améliorer la stabilité financière, les banques centrales devraient sérieusement réfléchir à leur utilisation.

Pour en savoir plus : Christophe Blot, Jérôme Creel, Paul Hubert, [« What should the ECB “new normal” look like? »](#), *OFCE policy brief* 29, 20 décembre.

[1] Voir [Goodhart](#) (2010).