

Flash Economie

1^{er} décembre 2020 - 1365

Le problème de dette publique, ce n'est pas la « dette Covid », c'est la « dette post-Covid »

Nous allons illustrer cette question, qui est générale, par le cas de la France.

Pendant la crise de la Covid (2020-2021), les déficits publics sont entièrement monétisés par la BCE ; on sait que la seule dette publique qui importe est la partie de la dette publique qui n'est pas détenue par la Banque Centrale ; or cette dette non détenue par la Banque Centrale n'a pas augmenté.

Il n'y a donc pas de « dette Covid », il y a de la « monnaie Covid ».

Après la crise de la Covid (2022 et au-delà), de nombreux besoins de dépenses publiques nouvelles vont apparaître :

- la lutte contre la pauvreté, accrue par la crise ;
- l'aide aux jeunes ;
- la formation, avec des besoins accrus de reconversion de salariés dus à la déformation de la structure sectorielle de l'économie ;
- la transition énergétique ;
- le développement de nouvelles industries, la recherche et l'éducation associées.

Or, après la crise de la Covid (à partir de 2022 ?), il n'y aura probablement plus de monétisation des déficits publics par la BCE, et il faudra donc financer ces dépenses publiques nouvelles pour ne pas accumuler une énorme « dette post-Covid ».

Quelles sont, en France, les pistes pour ce financement ?

- compte tenu de la pression fiscale (sur les ménages, sur les entreprises, sur le revenu du capital) par rapport aux autres pays, il serait trop dangereux d'augmenter les impôts alors qu'on veut améliorer l'attractivité de la France pour les entreprises ;
- il faut améliorer l'efficacité de l'État, la productivité du travail dans les Administrations Publiques ;
- Il faut débattre collectivement du système de retraite, avec, en France, des dépenses publiques de retraite supérieures de 4 points de PIB à ce qu'elles sont dans les autres pays de la zone euro avec un taux d'emploi des plus de 60 ans faible.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

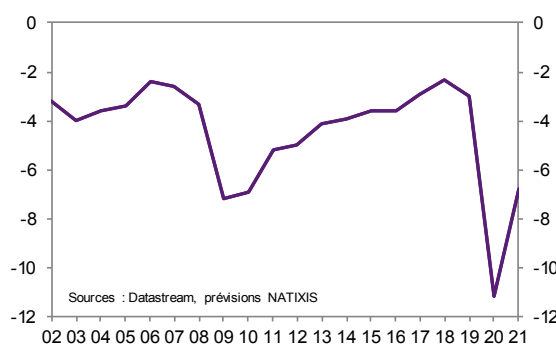
 @PatrickArtus

www.research.natixis.com

Il n’y a pas de « dette Covid », il y a de la « monnaie Covid »

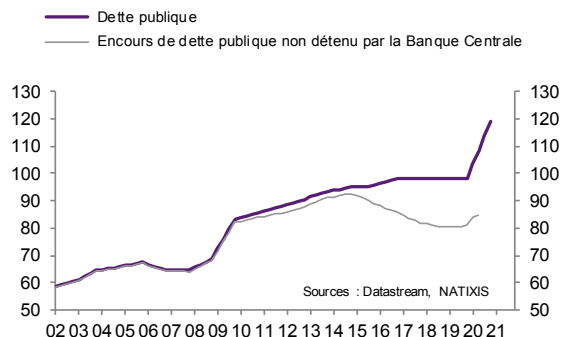
Nous prenons l’exemple de la France. Pendant la crise de la Covid (2020, probablement encore 2021), le déficit public de la France (graphique 1) est entièrement monétisé : les titres publics émis sont achetés par la Banque Centrale, et tout se passe donc comme s’il y avait eu directement financement monétaire du déficit public.

Graphique 1
France : déficit public (en % du PIB valeur)



Dit autrement, seule compte la partie de la dette publique qui n’est pas détenue par la Banque Centrale (graphique 2).

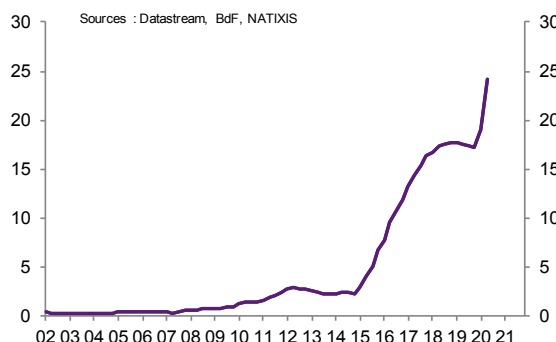
Graphique 2
France : dette publique et encours de dette publique non détenu par la Banque Centrale (en % du PIB valeur)



La Banque Centrale appartient à l’État et lui reverse ses profits : la dette publique détenue par la Banque Centrale est donc une créance de l’État sur lui-même. De manière équivalente, puisque la Banque Centrale appartient à l’État, il faut regarder le bilan consolidé de l’État et de la Banque Centrale : au passif de ce bilan consolidé, n’apparaît que la dette publique qui n’est pas détenue par la Banque Centrale.

Il n’y a donc pas de dette Covid, il n’y a que de la monnaie Covid, la monnaie émise par la Banque Centrale pour acheter la dette publique (graphique 3).

Graphique 3
France : encours de dette publique détenu par la Banque Centrale (en % du PIB valeur)



L'équilibre après la crise de la Covid sera différent

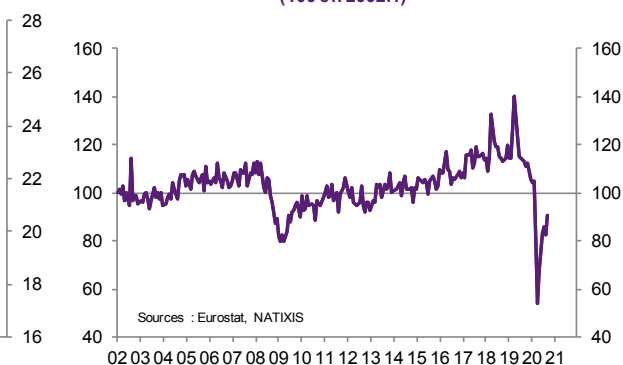
Après la crise de la Covid (2022 et au-delà), deux facteurs importants vont apparaître :

- 1. Le besoin de dépenses publiques nouvelles sera important** : Il faudra en effet consacrer **davantage de moyens à la lutte contre la pauvreté** (le nombre de pauvres en France augmente de 1 million en 2020), **aider les jeunes** qui n'arrivent pas à rentrer sur le marché du travail (**graphique 4**), **accroître les moyens du système de formation**, qui devra reconverter les salariés qui perdent leur emploi dans les secteurs qui resteront en difficulté (probablement transport aérien, aéronautique et automobile, **graphique 5**, tourisme, **graphique 6**, distribution traditionnelle); financer la **transition énergétique** et le **développement de nouvelles industries** (liées aux énergies renouvelables, au médicament...).

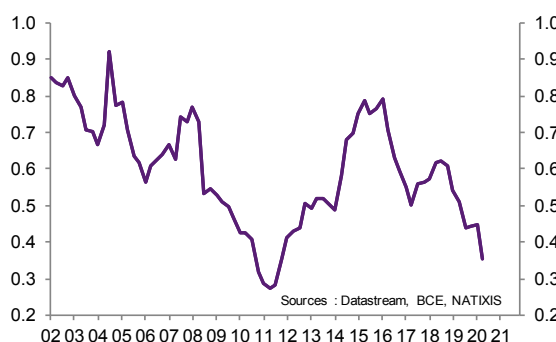
Graphique 4
France : taux de chômage des jeunes âgés de moins de 25 ans (en %)



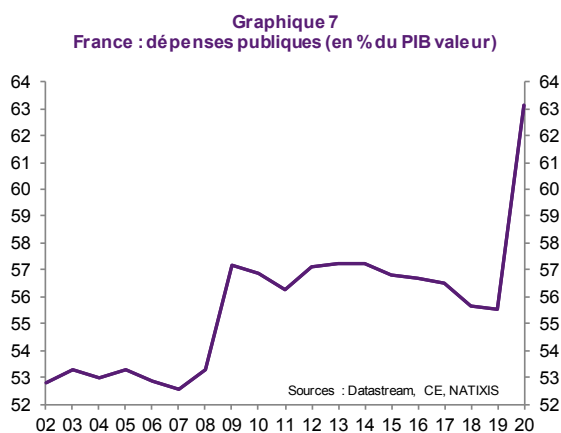
Graphique 5
France : production de matériels de transport (100 en 2002:1)



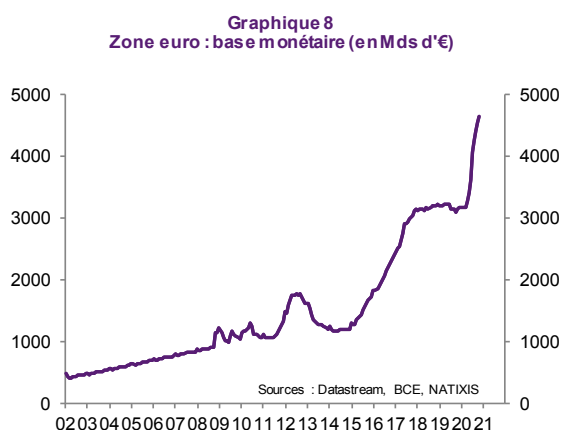
Graphique 6
France : balance commerciale du tourisme (en % du PIB valeur)



Il faut donc s'attendre à **un niveau restant élevé des dépenses publiques (graphique 7) et du déficit public (graphique 1).**



2. La BCE arrêtera d'acheter de nouvelles dettes publiques ; très probablement, elle ne réduira pas la taille de son bilan, mais elle arrêtera de l'accroître (**graphique 8**).



Cela signifie **qu'à partir de 2022, il apparaîtra un déficit public post-Covid**, avec ce besoin élevé de dépenses publiques **qui ne sera pas monétisé par la BCE. Comment alors financer le déficit public post-Covid ?**

Comment financer les déficits publics importants à partir de 2022 ?

L'idée est précisément de financer ces déficits publics **pour ne pas accumuler une dette post-Covid qui serait dangereuse, car non monétisée par la BCE.**

1. La hausse des impôts paraît être une piste difficile à suivre en France, compte tenu de la pression fiscale déjà atteinte (sur les ménages, **graphique 9**, sur les entreprises, **graphique 10**, sur le revenu du capital, **Tableau 1**), avec le souci d'améliorer l'attractivité de la France pour les investissements des entreprises.

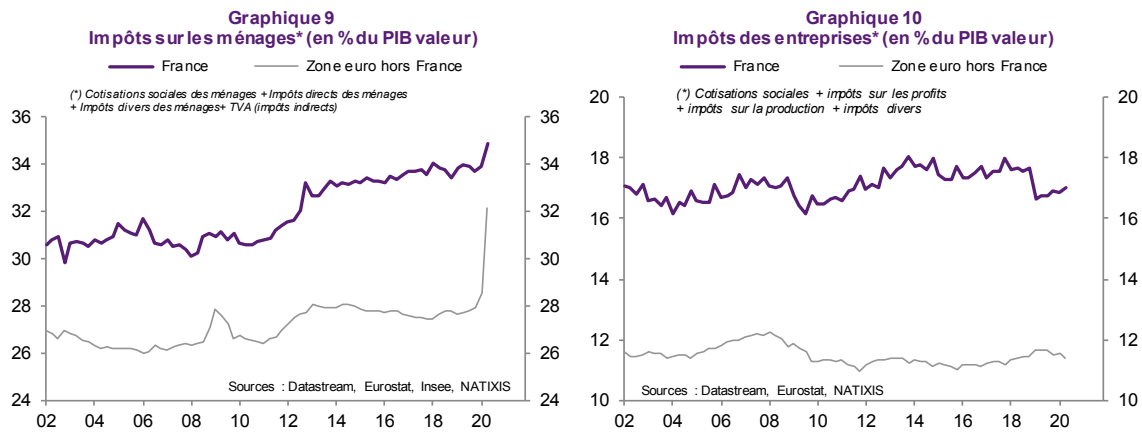
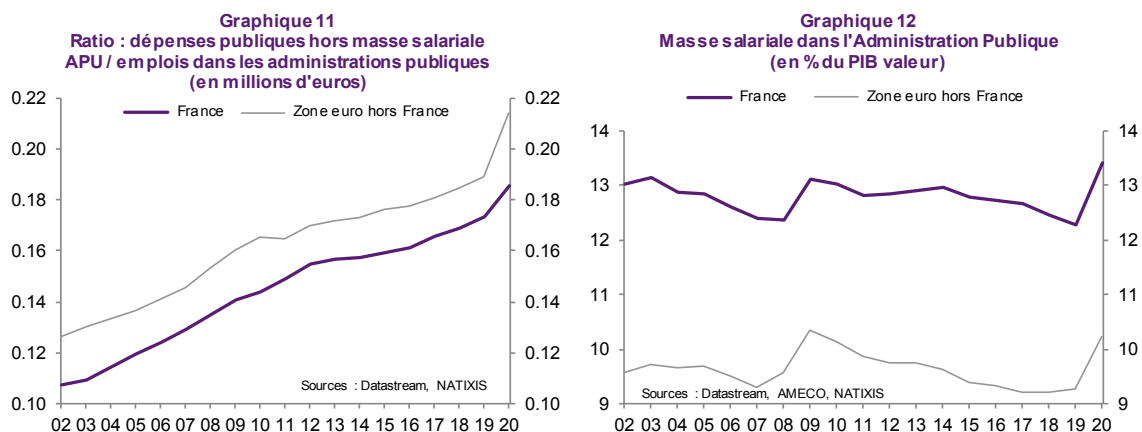


Tableau 1 : Taux d'imposition du revenu du capital (en %)

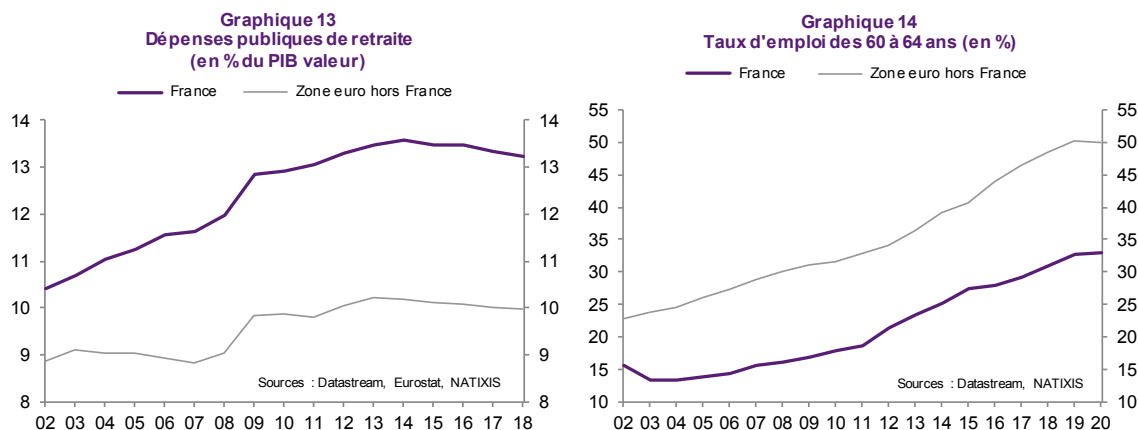
	France	Allemagne	Espagne	Italie
2002	35,6	25,6	27,2	12,5
2003	33,5	25,6	23,0	12,5
2004	29,0	23,7	23,0	12,5
2005	32,3	22,2	23,0	12,5
2006	32,7	22,2	23,0	12,5
2007	32,7	23,7	18,0	12,5
2008	29,0	26,4	18,0	12,5
2009	30,1	26,4	18,0	12,5
2010	30,1	26,4	19,0	12,5
2011	35,3	26,4	19,0	12,5
2012	38,5	26,4	27,0	20,0
2013	44,0	26,4	27,0	20,0
2014	44,0	26,4	27,0	20,0
2015	44,0	26,4	23,5	26,0
2016	44,0	26,4	23,0	26,0
2017	44,0	26,4	23,0	26,0
2018	34,0	26,4	23,0	26,0
2019	34,0	26,4	23,0	26,0
2020	34,0	26,4	23,0	26,0

Sources : OCDE, NATIXIS

2. Il reste alors une première possibilité qui est **d'améliorer la productivité de l'État** (le **graphique 11** montre une mesure simple de la productivité de l'État qui est la dépense publique hors salaires par salarié du secteur public, c'est-à-dire le montant d'argent public géré par chaque fonctionnaire) **pour réduire la masse salariale de l'État (graphique 12) et financer ainsi les dépenses nouvelles.**



3. La seconde piste est de **réouvrir le débat sur le poids des retraites publiques en France (graphique 13)**, beaucoup plus élevé que dans les autres pays de la zone euro, essentiellement avec un départ plus rapide à la retraite en France (graphique 14). Réduire le poids des retraites publiques aussi permettrait de financer d'autres dépenses.



Synthèse : c'est la « dette post-Covid » qu'il va falloir éviter

Il n'y a pas de dette Covid, puisque les déficits publics de 2020 et 2021 sont entièrement monétisés par la Banque Centrale. **Mais le besoin de dépenses publiques devant être très élevé après la crise de la Covid** (lutte contre la pauvreté, formation et reconversion, aide aux jeunes, transition énergétique, soutien aux nouvelles industries...), **il peut y avoir une dette post-Covid difficile à financer** si la BCE arrête la monétisation des déficits publics.

Pour éviter ce problème de dette post-Covid, la France peut difficilement accroître encore sa pression fiscale. Il reste alors deux pistes : l'amélioration de l'efficacité de l'État, la réforme des retraites et la réduction du poids des retraites publiques.