

# A S S E M B L É E      N A T I O N A L E

X V I <sup>e</sup>      L É G I S L A T U R E

## Compte rendu

### Commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire

– Audition publique, conjointe avec la commission des affaires sociales, en application du I de l'article 1<sup>er</sup> de la loi n° 2021-1577 du 6 décembre 2021 portant diverses dispositions relatives au Haut Conseil des finances publiques et à l'information du Parlement sur les finances publiques, de M. Gilles MOËC, que Mme la Présidente de l'Assemblée nationale envisage de nommer pour siéger au Haut Conseil des finances publiques ..... 2

– Présences en réunion ..... 13

Mardi

2 avril 2024

Séance de 16 heures 30

Compte rendu n° 058

SESSION ORDINAIRE DE 2023-2024

**Co-présidence de**

**Mme Véronique  
Louwagie,  
*Vice-présidente***

**et de**

**Mme Charlotte  
Parmentier-Lecocq,**

***Présidente de la  
commission des affaires  
sociales***



*La commission entend, conjointement avec la commission des affaires sociales en application du I de l'article 1<sup>er</sup> de la loi n° 2021-1577 du 6 décembre 2021 portant diverses dispositions relatives au Haut Conseil des finances publiques et à l'information du Parlement sur les finances publiques, de M. Gilles Moëc, que Mme la Présidente de l'Assemblée nationale envisage de nommer pour siéger au Haut Conseil des finances publiques.*

**Mme Véronique Louwagie, présidente.** En mai dernier, nos deux commissions avaient conjointement auditionné M. Philippe Martin, préalablement à sa nomination comme membre du Haut Conseil des finances publiques (HCFP) par la présidente de l'Assemblée nationale pour un mandat de six ans.

M. Martin étant décédé en décembre 2023, son poste s'est trouvé vacant. Je renouvelle, au nom de la commission des finances, nos condoléances à sa famille et à ses proches.

Il convenait que la présidente de l'Assemblée nationale propose une nouvelle personnalité. C'est la raison pour laquelle nous auditionnons aujourd'hui M. Gilles Moëc, qu'elle envisage de nommer pour poursuivre le mandat commencé par M. Philippe Martin.

Chacun sait que le HCFP joue un rôle précieux d'éclairage du Parlement. Alors qu'il sera très prochainement conduit à émettre des avis, notamment sur le programme de stabilité, il est préférable qu'il puisse rapidement siéger à effectif complet.

Je souhaite la bienvenue à M. Gilles Moëc, qui pourra se présenter et nous dire comment il envisage la nouvelle fonction qui devrait lui être confiée.

**Mme la présidente Charlotte Parmentier-Lecocq.** Je souhaite à mon tour la bienvenue à M. Moëc et m'associe aux condoléances adressées à la famille de M. Martin, dont les compétences comme la personnalité ont été unanimement saluées. Sa disparition prématurée en décembre dernier a touché non seulement le monde universitaire mais aussi la sphère publique.

Votre curriculum vitæ, monsieur Moëc, a été transmis à l'ensemble des commissaires. Il atteste la parfaite solidité de vos compétences.

Je souhaite appeler votre attention sur un point auquel la commission des affaires sociales est sensible : l'autonomie du champ social par rapport à celui de l'État. Outre que les dépenses sociales sont significativement supérieures à celle de l'État et des collectivités territoriales, nous considérons que leur finalité est spécifique et que leur financement conserve de nombreuses particularités.

Le Haut Conseil étant amené à examiner chaque année le projet de loi de financement de la sécurité sociale (PLFSS), peut-être souhaiteriez-vous préciser dans votre intervention liminaire votre appréciation de cette question ?

**M. Gilles Moëc.** Avant de me présenter, je voudrais moi aussi évoquer la mémoire de Philippe Martin. J'avais énormément de considération pour l'homme et pour l'économiste. C'était un enseignant extrêmement apprécié de ses étudiants ainsi qu'un économiste très fin, très innovant, qui avait toujours le souci de rendre sa recherche accessible et utile à son pays. Ce serait pour moi un honneur supplémentaire que d'avoir à lui succéder.

Je suis très différent de lui, dans la mesure où je ne suis pas un économiste académique mais un praticien de la macroéconomie : j'utilise les outils et les concepts développés par la

recherche économique à des fins très pratiques, dans trois domaines d'expertise qui se recoupent largement et recoupent également les travaux du HCFP.

D'abord, je suis un conjoncturiste, c'est-à-dire que je cherche à établir un diagnostic de la situation économique et à en tirer quelques conclusions prudentes pour les mois à venir.

Je suis aussi un analyste de l'impact des politiques économiques, monétaires, budgétaires et structurelles dans leur ensemble.

Ces deux dimensions se retrouvent dans mon troisième domaine d'intervention : depuis plusieurs années, je travaille à l'établissement de prévisions à plus long terme, à deux ou trois ans. Cette tâche suppose évidemment de démarrer par une analyse conjoncturelle, d'intégrer dans un scénario macroéconomique l'impact des décisions politiques, mais aussi d'avoir en tête les forces structurelles de moyen et long terme – par exemple les gains de productivité ou les efforts réalisés en matière de décarbonation de nos économies.

J'ai expérimenté ces trois dimensions dans plusieurs cadres professionnels successifs. J'ai occupé plusieurs emplois d'économiste à la Banque de France, où j'ai démarré ma carrière en 1994. J'y ai notamment cofondé le service d'études sur les finances publiques et j'ai travaillé sur le modèle de prévision économétrique, ce qui m'a conduit à représenter la Banque dans les groupes de travail de la Banque centrale européenne (BCE) sur ces deux sujets. J'ai également occupé, toujours à la Banque de France, plusieurs emplois d'économiste international.

Détaché durant deux ans au département de la conjoncture de l'Insee, j'ai eu l'occasion de rencontrer nombre des membres actuels du Haut Conseil des finances publiques, notamment M. Jean-Luc Tavernier. J'ai aussi pu approfondir ma découverte des méthodes économétriques d'analyse de la conjoncture. J'ai été corédacteur en chef de deux notes de conjoncture de l'Insee en 1997.

Après ces douze années passées dans le service public, je me suis tourné vers le secteur privé en 2006. J'ai occupé des fonctions de chef économiste pour l'Europe au sein de deux banques d'investissement, Deutsche Bank et Bank of America. Depuis 2019, je suis le chef économiste ainsi que le directeur de la recherche de la filiale de gestion d'actifs du groupe Axa. L'analyse de l'investissement responsable entre dans le périmètre de mes fonctions : c'est l'une des raisons pour lesquelles j'ai cité tout à l'heure l'impact de la décarbonation de l'économie dans les scénarios macroéconomiques de moyen terme.

En dehors de mon activité professionnelle au sens strict, j'ai été enseignant en macroéconomie à l'Institut d'études politiques de Paris et à l'École nationale d'administration (ENA).

Quels sont mes domaines de prédilection ? Encore une fois, je suis un praticien et non un théoricien. La politique monétaire est probablement mon centre d'expertise principal – dix ans dans une banque centrale laissent forcément des séquelles profondes ! Mais j'ai également été amené à m'intéresser de près à la question de l'interaction entre politique monétaire et politique budgétaire lors de la crise dite de la dette souveraine qui a secoué la zone euro à partir de 2010, soulevant la question de l'articulation du *policy-mix*, ou dosage macroéconomique.

Dans l'exercice de mes fonctions, j'ai été amené à me pencher de plus en plus fréquemment sur la question de l'intégration des efforts de mitigation du réchauffement climatique dans les scénarios macroéconomiques de moyen et long terme.

Enfin, je suis depuis une quinzaine d'années ce que l'on peut appeler un homme de marchés : je suis très sensible à la manière dont les investisseurs, en particulier internationaux, jugent les décisions de politique économique des États membres de l'Union européenne et interprètent les signaux macroéconomiques.

Je ne suis donc pas un spécialiste au sens strict des finances publiques. Les aspects juridiques de ces questions m'échappent largement, mais d'autres membres du Haut Conseil possèdent ce type d'expertise. Encore une fois, je suis un praticien de l'analyse macroéconomique. Cela me paraît cohérent avec ce qui me semble l'une des missions fondamentales du HCFP : juger du réalisme des prévisions macroéconomiques, non pas simplement dans l'ordre national mais en cohérence avec les engagements européens de notre pays.

**M. Jean-René Cazeneuve, rapporteur général de la commission des finances.** Je vous remercie pour votre présentation. Cette audition se tient conformément aux dispositions de la loi du 6 décembre 2021 portant diverses dispositions relatives au Haut Conseil des finances publiques et à l'information du Parlement sur les finances publiques. Il importe de rappeler également qu'elle survient à la suite de la disparition le 17 décembre dernier de Philippe Martin, que nous avons auditionné le 24 mai 2023.

La riche œuvre académique de Philippe Martin, professeur d'université mais aussi doyen de l'École d'affaires publiques de l'Institut d'études politiques de Paris, comportait notamment de nombreux travaux sur les règles budgétaires et la politique macroéconomique. C'est dire s'il avait sa place au Haut Conseil, et je salue en cette occasion la mémoire de celui auquel M. Moëc s'apprête à succéder. Vous-même, monsieur, avez d'ailleurs rendu hommage à « un macroéconomiste brillant, dont l'élégance de la pensée reflétait l'élégance de l'homme ».

Vous n'en avez pas moins vous aussi, j'en suis certain, votre place au HCFP. Plusieurs points retiennent l'attention dans votre parcours, qui me paraissent autant de raisons susceptibles d'avoir fondé le choix de la présidente de l'Assemblée nationale.

Je note d'abord un équilibre entre service public et carrière dans le secteur privé. Avant d'être l'économiste en chef de grandes institutions bancaires privées, vous avez en effet étudié durant douze ans la macroéconomie au service de l'Insee et de la Banque de France, jusqu'à diriger le service des études macroéconomiques internationales de celle-ci. Pourrez-vous à cet égard nous préciser dans quelle mesure le regard que porte l'économiste d'une grande banque sur l'économie et sur les finances publiques peut être différent ou complémentaire de celui de l'expert d'une institution publique nationale ?

J'ai cru comprendre, ensuite, que vous vous définissiez comme particulièrement intéressé par la politique monétaire. C'est d'actualité, car les marchés et les émetteurs publics et privés de dette retiennent leur souffle lorsque se réunissent le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne ou le Federal Open Market Committee, le comité de politique monétaire de la Réserve fédérale américaine. Les taux directeurs ne semblent plus devoir augmenter dans les temps à venir et la bataille de l'inflation pourrait être remportée, mais chacun s'interroge sur le calendrier et le rythme de la baisse de ces taux. Quelles sont, de ce point de vue, vos hypothèses ? Quel regard portez-vous sur les conséquences de leur évolution sur l'économie et sur nos finances publiques ?

J'ai noté enfin que vous étiez chargé du centre d'investissement responsable d'Axa Investment Managers. Quel regard portez-vous sur la dette verte, particulièrement sur nos

obligations assimilables du Trésor (OAT) vertes ? Dans quelle mesure le souci du redressement des finances publiques peut-il aller de pair avec celui du verdissement de nos économies et de la dépense publique ?

**Mme Stéphanie Rist, rapporteure générale de la commission des affaires sociales.** Je vous remercie, monsieur Moëc, pour vos propos liminaires et vos premières réponses, et je m'associe aux hommages rendus à M. Martin.

Vos expériences successives en tant que chef économiste de grandes institutions financières en Europe et aux États-Unis pourraient se révéler particulièrement précieuses au HCFP, notamment en matière de prévision de la politique monétaire des principales banques centrales. De nombreux analystes estiment probable l'annonce par la Banque centrale, d'ici à l'été, d'une baisse des taux directeurs. Qu'en pensez-vous ? Quel effet une telle baisse aurait-elle sur la situation des finances publiques et sur les finances sociales en particulier ?

Je souhaiterais par ailleurs connaître votre appréciation quant à la place de la sécurité sociale dans la situation d'ensemble des finances publiques. Selon les comptes nationaux récemment publiés par l'Insee, la situation financière de notre système de protection sociale est aujourd'hui contrastée. Les administrations de sécurité sociale présentent un excédent de 12,9 milliards d'euros en 2023, alors que le déficit public atteignait la même année 5,5 % du PIB. Le solde des comptes de la sécurité sociale *stricto sensu* reste néanmoins négatif à hauteur de 10,8 milliards d'euros en 2023, en raison des déficits enregistrés par les branches maladie et vieillesse. En l'absence de nouvelles mesures de rétablissement du solde, un accroissement du déficit devrait être observé au cours des prochaines années ; il serait de nature à remettre en cause la perspective d'un amortissement de la dette sociale à l'horizon 2033.

Le Gouvernement a annoncé de premières mesures et pistes de réflexion tendant à mieux maîtriser les dépenses de sécurité sociale, en particulier dans le champ de l'assurance maladie. Je suis particulièrement sensible à ces enjeux. L'amélioration de l'efficacité des dépenses et le rétablissement des comptes sociaux constituent en effet la condition de la pérennisation de notre modèle social, donc du service rendu aux assurés. Quel regard portez-vous sur la contribution de la sécurité sociale, en particulier de l'assurance maladie, à la réduction de l'endettement et du déficit public ?

**Mme Véronique Louwagie, présidente.** Les dernières annonces relatives aux finances publiques ont fait naître une certaine inquiétude quant au niveau de la dette. Quels signaux cette situation envoie-t-elle selon vous aux marchés financiers ?

**M. Gilles Moëc.** Vous m'avez interrogé sur la complémentarité entre regard public et regard privé. Dans les deux cas, le but est d'aider à la décision – qu'il s'agisse d'une décision de politique économique, lorsque l'on conseille un gouverneur de banque centrale ou un ministre des finances, ou d'un choix d'allocation d'actifs, lorsque l'on intervient dans le secteur privé. On mobilise les mêmes outils et les mêmes informations. Même si un usage différent peut être fait de son jugement, l'économiste a une activité très semblable des deux côtés de la barrière. Ce qui peut différer, c'est le temps : celui de la décision de politique économique n'est pas nécessairement celui de la décision d'un investissement financier, quoique cette dernière ne soit pas toujours une décision de court terme. Dans mes fonctions actuelles, les conseils que je donne portent la plupart du temps sur des décisions d'investissement de long terme. Il existe donc selon moi une complémentarité évidente entre les deux regards, et la distinction que l'on opère entre les deux est parfois forcée. Je n'ai pas l'impression d'avoir complètement changé de métier en quittant le service public.

Vous m'avez demandé, ensuite, si la bataille de l'inflation était gagnée et si l'on se dirigeait vers des baisses de taux. Je réponds plutôt positivement à cette question. Certes, le flux d'informations statistiques est parfois accidenté et peut occasionner des frayeurs quant à la régularité du processus de désinflation. Mais, d'une manière générale, le taux d'inflation converge vers 2 % dans la zone euro, sous l'effet de trois grandes variables.

D'abord, les grands chocs externes liés en particulier à l'énergie se sont résorbés. Il nous faut continuer de porter une grande attention à la situation au Moyen-Orient, où une escalade supplémentaire pourrait se traduire par une tension sur le cours du pétrole, mais rien de tel n'a encore été observé.

Ensuite, les prix des produits manufacturés connaissent un ralentissement général en Europe et aux États-Unis. Cela tient en grande partie au fait que la Chine, qui est le plus gros producteur mondial de biens manufacturés, se trouve depuis près d'un an en situation de quasi-déflation et contribue ainsi à la désinflation des produits manufacturés dans le monde. Je ne crois pas à un renversement rapide de cette tendance.

Enfin, alors que l'on a craint en 2023 la survenue d'un effet de second tour en Europe – l'augmentation des prix de l'énergie et des prix alimentaires se traduisant, au travers des salaires, sur les prix des services –, cette inquiétude est en train de retomber. Les dernières enquêtes montrent que les anticipations des entreprises en matière de prix se sont nettement assagies depuis quelques mois, de même que les chiffres des négociations salariales traduisent un ralentissement des augmentations dans la zone euro depuis le quatrième trimestre de l'année dernière. Il ressort enfin de l'enquête trimestrielle de la Commission européenne que les entreprises citent aujourd'hui la faiblesse de la demande comme première raison les empêchant de produire davantage, alors que jusqu'à l'été dernier elles mentionnaient les difficultés de recrutement. Cela est cohérent avec l'assagissement de l'évolution des coûts salariaux.

Selon moi, la bataille de l'inflation est donc en passe d'être gagnée. Les messages que nous recevons de la Banque centrale européenne sont de plus en plus indicatifs d'une baisse relativement rapide des taux d'intérêt. J'ai pour ma part le sentiment que nous pouvons escompter trois baisses successives en 2024, dont la première interviendrait au mois de juin, pour un total de soixante-quinze points de base.

Cette baisse ne renverserait pas, néanmoins, le durcissement des conditions monétaires observé depuis deux ans. Les banques centrales, qu'il s'agisse de la BCE, de la Réserve fédérale américaine ou de la Banque d'Angleterre, sont devenues très prudentes – probablement conscientes qu'elles n'avaient pas immédiatement pris la mesure du choc inflationniste. Il ne faut pas les en blâmer trop fortement : très peu de gens – pas moi – en avaient pris la mesure à l'époque. Quoi qu'il en soit, les banques centrales souhaitent s'assurer que l'inflation est bel et bien résorbée avant de baisser la garde, ce qui a un impact sur le niveau des taux à long terme, ceux qui sont les plus significatifs pour les finances publiques. Il serait dangereux d'imaginer que la baisse des taux par la BCE provoquera nécessairement une diminution rapide des taux d'intérêt à long terme et donc du coût de refinancement de l'État. Le taux à dix ans est aujourd'hui légèrement inférieur à 3 % ; il pourrait être corrigé mais je ne crois pas du tout que l'on retrouvera les taux d'intérêt très bas que nous avons connus au cours des années ayant précédé la crise du covid.

J'en viens à la question qui m'a été posée sur les OAT vertes. Je voudrais d'abord souligner qu'il existe une demande pour ce type de produit d'épargne, qui a trouvé son public. Il est vrai que l'impact financier de la décarbonation de l'économie est, au moins

transitoirement, un coût. On a pu penser, durant une période irénique, que celle-ci pourrait se faire sans coût supplémentaire, mais on a désormais compris que ce ne serait pas le cas.

Cela nous ramène au sujet de la bataille de l'inflation : alors que pendant deux années, nous avons vu un taux d'inflation de 2 % comme un plafond, il nous faut désormais nous habituer à un monde dans lequel ce taux constitue un plancher. Parmi les forces contribuant au maintien d'une inflation forte, il y a en effet le coût de la transition énergétique.

Vous m'avez interrogé, madame la rapporteure générale, sur le rôle des finances sociales. En tant que macroéconomiste, j'ai tendance à considérer le financement des administrations publiques comme un tout. Les finances sociales ont néanmoins une spécificité, leur dépendance à l'évolution du marché du travail. Nous avons du mal à reconnaître aujourd'hui la chance incroyable que nous avons au regard du chômage de masse des années mille neuf cent quatre-vingt et mille neuf cent quatre-vingt-dix : alors que nous sommes dans une période de basses eaux conjoncturelles – ma prévision de croissance pour 2024 s'établit à 0,5 % seulement –, notre marché du travail résiste bien mieux qu'il ne l'aurait fait il y a dix ou vingt ans. Cet élément doit être pris en compte dans l'appréciation des finances sociales.

En 2023, la productivité a baissé en France – ce qui est très rare –, en grande partie du fait d'une augmentation du taux d'emploi. C'est une situation inusitée pour des analystes habitués à considérer défavorablement toute baisse de la productivité. Dans le cas présent en effet, cette baisse peut paradoxalement rassurer sur l'avenir des finances sociales.

**Mme Véronique Louwagie, présidente.** Avant de céder la parole aux orateurs des groupes, j'aimerais vous poser une question supplémentaire. Pourriez-vous nous en dire plus sur votre prévision de croissance, qui s'établit à 0,5 % ?

**M. Frédéric Cabrol (RN).** Notre groupe est favorable à votre nomination, monsieur Moëc. Votre profil de praticien nous semble susceptible de constituer un atout lorsque le HCFP sera saisi de futurs projets de lois de programmation ou de finances.

L'annonce récente d'un déficit public atteignant 5,5 % du PIB en 2023 conduit le Gouvernement à annoncer des économies supplémentaires de 10 milliards d'euros en 2024, tandis qu'une note du Trésor table sur 30 milliards d'euros d'économies au total. Les dépenses sociales sont dans le viseur. M. Le Maire veut revoir en priorité, dit-il, celles liées aux arrêts de travail, et il évoque une nouvelle réforme de l'assurance chômage.

La taxation des superprofits, que nous défendons, est repoussée pour l'instant. Seule la contribution réclamée aux producteurs d'électricité semble envisagée. Cette semaine, le ministre de l'économie, des finances et de la souveraineté industrielle et numérique doit convoquer le Haut Conseil des finances publiques locales pour faire contribuer les collectivités locales à l'effort d'économies. Le 17 avril, le Gouvernement présentera à Bruxelles la révision de sa trajectoire budgétaire dans le cadre du programme de stabilité, avec pour objectif de ramener le déficit public sous la barre des 3 % en 2027. La France, cependant, se trouve sous la menace du mécanisme européen de correction budgétaire.

Quelles pourraient être selon vous les conséquences sur les marchés financiers d'une telle procédure de correction budgétaire à l'encontre de la France ? Comment apprécier la probable dégradation par les agences de notation de la note de la dette française ?

**M. Patrick Hetzel (LR).** Quelle perception avez-vous aujourd'hui, monsieur Moëc, de nos finances publiques ? Sans remettre en cause votre intégrité, j'aimerais par ailleurs savoir comment vous comptez vous assurer de votre indépendance vis-à-vis de votre employeur actuel, le groupe Axa.

**M. Philippe Vigier (Dem).** J'ai lu attentivement la description de votre parcours, monsieur Moëc, et il me semble vous qualifier parfaitement pour la mission que vous souhaitez assumer. Pourriez-vous partager avec nous votre vision de l'évolution des finances publiques ? La trajectoire de réduction du déficit vous paraît-elle solide ? Privilégieriez-vous plutôt la réduction des dépenses, l'augmentation des recettes ou une combinaison des deux ?

Comment envisagez-vous l'évolution de la notation française par les agences, au regard notamment de la situation de nos voisins du Sud de l'Europe et des expériences intéressantes conduites ces dernières années au Portugal et en Espagne – on parle, par exemple, du « miracle portugais » ?

Le dogme bruxellois des 3 % – dont certains cherchent à se libérer – vous paraît-il encore assez solide pour maîtriser l'inflation dans les prochaines années, sachant que les États-Unis se livrent à une concurrence déloyale en laissant dériver leur déficit public et en soutenant massivement leur économie ?

**M. Philippe Brun (SOC).** Ma question porte sur d'éventuels conflits d'intérêts. Certes, le travail du Haut Conseil est en grande partie consacré à la prévision économique et votre métier est d'être prévisionniste : votre nomination peut donc tout à fait se comprendre. Par le passé, seuls quelques membres du Haut Conseil travaillaient dans le secteur privé. Vous-même avez vocation à remplacer un universitaire rattaché à l'Institut d'études politiques de Paris.

Si le risque ne me paraît pas très important, je vois tout de même une possibilité de conflit d'intérêts. Axa achète et revend des obligations souveraines, et vous pourriez avoir connaissance d'informations confidentielles de nature à faire monter ou descendre le cours de ces obligations. Existe-t-il des mécanismes de déport ou, du moins, de contingentement des informations auxquelles vous pourriez avoir accès ?

Par ailleurs, même si la fonction est bénévole, la quasi-totalité des membres du Haut Conseil sont rémunérés par l'État d'une manière ou d'une autre, donc par des fonds publics. Pour votre part, vous serez rémunéré par Axa. Comment comptez-vous concilier ces deux activités ?

**M. François Jolivet (HOR).** Vos précédentes fonctions chez Bank of America, Deutsche Bank et Axa font courir le risque de conflits d'intérêts. Pensez-vous que certains sujets vous obligeraient à vous déporter ?

Quelles seraient, selon vous, les conséquences pour l'État et les particuliers de la dégradation probable de la note de la France par les agences de notation ?

Enfin, alors que l'on parle de lever des impôts exceptionnels, de quelles réformes structurelles aurait besoin l'État pour limiter ses dépenses et augmenter ses recettes ?

**Mme Véronique Louwagie, présidente.** En l'absence d'orateurs pour les groupes Écologiste, Gauche démocrate et républicaine et Libertés, Indépendants, Outre-mer et Territoires, je vous propose d'entendre dès maintenant les questions des autres députés.

**M. Jocelyn Dessigny (RN).** Chaque jour, le navire France sombre un peu plus sous le poids de sa dette abyssale de 3 000 milliards d'euros. Emmanuel Macron et Bruno Le Maire, annoncés comme les Mozart de la finance, l'ont creusée à eux seuls d'un tiers en moins de dix ans.

Dans le contexte macroéconomique actuel –ralentissement de l'inflation, desserrement des politiques budgétaires, baisse de la productivité dans la zone euro –, quels pourraient être les leviers à la disposition des TPE-PME pour retrouver une dynamique de croissance ? Quelles seraient les hypothèses de restructuration de la dépense publique les plus rentables et les plus pérennes ?

**Mme Nicole Dubré-Chirat (RE).** Notre pays vit au-dessus de ses moyens depuis de nombreuses décennies, son budget étant rarement à l'équilibre. Si l'augmentation des dépenses publiques lors de la crise sanitaire était nécessaire pour protéger les citoyens et les entreprises, nous sommes désormais confrontés à un déficit de 5,5 % du PIB.

Quelles répercussions aurait, selon vous, une dégradation de la notation de la France au niveau national, européen et même mondial ? Quels leviers faudrait-il actionner pour diminuer le déficit et revenir sous le seuil de 3 % en 2027 ? Cela vous paraît-il réaliste ? Vous semblez être optimiste.

**M. Philippe Juvin (LR).** Je souhaite réagir à votre intervention sur la baisse de la productivité, dont le maintien aurait des conséquences très dommageables sur le pouvoir d'achat et sur l'économie dans son ensemble.

Cette baisse serait, selon vous, principalement due aux politiques de préservation de l'emploi. Une telle explication me paraît pour le moins limitative : ne pensez-vous pas qu'il existe d'autres facteurs plus préoccupants – parce que nous ne savons pas les prendre en charge facilement –, liés à l'entreprise elle-même ? Ainsi, les investissements ont-ils été faits comme ils auraient dû l'être ces dernières années ? Par ailleurs, ne pensez-vous pas que la baisse globale de la qualification de la main-d'œuvre française, attestée par divers indicateurs, ainsi que son vieillissement ont joué un rôle ?

**Mme Fanta Berete (RE).** Vous exercez un métier qui a un effet direct sur nos vies, même s'il paraît très éloigné de notre quotidien. Pourriez-vous nous expliquer comment la prochaine année se déroulera en matière de finances publiques, compte tenu des prévisions dont vous avez connaissance ?

La prévision étant l'un de vos domaines de compétences, j'aimerais savoir si vous aviez véritablement décelé notre décrochage en matière de déficit et de croissance.

Enfin, la réforme de l'assurance chômage annoncée, qui a pour objectif une augmentation du taux d'emploi, sera-t-elle suffisante pour modifier de façon positive et sensible nos perspectives en matière de finances publiques ?

**M. Gilles Moëc.** Concernant la gestion d'éventuels conflits d'intérêts, les discussions sur les finances publiques sont très ouvertes. Je ne pense pas que le Haut Conseil ait connaissance d'informations confidentielles qui échapperaient à la vigilance d'autres investisseurs ou des agences de notation.

Les outils et les concepts que j'utilise dans le secteur privé sont les mêmes que ceux dont je me servais dans le secteur public. Aujourd'hui comme hier, mon employeur n'attend

qu'une seule chose de moi : mon jugement. Celui-ci ne change pas et peut être vérifié car je publie systématiquement, chaque lundi matin, le résultat de mes recherches. Mes vues macroéconomiques sont continuellement mises à jour et à la disposition du public.

Par ailleurs, d'autres membres du Haut Conseil sont dans une position très similaire à la mienne, comme Michala Marcussen, cheffe économiste de la Société générale : je ne crois pas que sa présence ait suscité le moindre conflit d'intérêts. Je comprends que cette question vous vienne naturellement mais, s'agissant de finances publiques, l'information est le plus souvent extrêmement transparente.

Concernant les agences de notation, l'impact de leur jugement sur les marchés a plutôt diminué au cours des quinze dernières années, probablement parce que leur performance n'avait pas été à la hauteur lors de la grande crise financière de 2008-2009. La relation mécanique que l'on pouvait faire entre une dégradation et une réaction forte des marchés s'est ainsi distendue. Cela ne signifie pas qu'il ne faut plus y prêter attention car certains fonds d'investissement ont comme règle de ne pas investir dans des obligations en deçà d'une certaine qualité de crédit. Dans une telle hypothèse, nous pourrions ainsi connaître des événements de marché un peu difficiles. Cependant, ces effets de seuil interviennent surtout lorsque les notes sont beaucoup plus dégradées que celles de la France. Je ne cherche absolument pas à écarter le sujet – il est toujours préférable d'avoir une notation très forte – mais, pour l'instant, les effets de seuil rendent l'impact de marché relativement gérable.

Concernant les perspectives pour 2024 et ma prévision de croissance de 0,5 %, je partirai de ce qu'est probablement la croissance française en vitesse de croisière, c'est-à-dire quand tout va bien, en l'absence de choc extérieur ou lié à une politique économique. Je l'estime aux alentours de 1 % à long terme, tandis que le Gouvernement retient en général un taux de 1,35 %. Je pense que nous ferons moins de 1 % en 2024 parce que nous sommes aujourd'hui probablement au pic de l'impact du durcissement de la politique monétaire. La BCE a certes arrêté de remonter ses taux depuis le mois de septembre dernier, mais la politique monétaire produit ses effets avec retard. C'est donc probablement en 2024 que l'impact sera le plus sensible. On commence à le constater dans les comptes agrégés des entreprises, où le poids des charges d'intérêts dans la valeur ajoutée recommence à augmenter depuis quelques trimestres. Cela a bien évidemment un effet négatif sur les intentions d'investir et, de plus en plus, sur les intentions d'embauche.

Par ailleurs, il faut tenir compte des effets de second tour de la politique budgétaire. Les coupes annoncées dans les dépenses publiques auront fatalement des effets tangibles, qu'on espère les plus légers possible, sur l'activité économique en France en 2024, le tout dans un environnement international qui n'est pas très porteur. J'ai parlé de la Chine, qui est en situation de déflation, ce qui nous arrange plutôt compte tenu de nos soucis inflationnistes, mais notre partenaire commercial le plus important, l'Allemagne, va mal, pour des raisons tant conjoncturelles que structurelles – elle a par exemple subi plus fortement que nous le choc énergétique. Lorsque votre principal partenaire commercial souffre, vos exportations et votre tissu industriel en pâtissent. C'est malheureusement l'un des facteurs qui me conduisent à être prudent sur la croissance française en 2024.

Concernant l'emploi et la productivité, il y a vingt ans, le taux de chômage connaissait une forte augmentation dès que le taux de croissance passait en dessous de 2 %. Aujourd'hui, la hausse du chômage reste très mesurée en raison des changements structurels qui sont intervenus.

La baisse de la productivité n'est pas systématiquement négative, notamment pour les finances sociales : si la productivité baisse, cela signifie que l'on a une croissance plus riche en emplois et que le produit des finances sociales, fondé en général sur la masse salariale, tend à mieux résister. Sous l'angle des finances sociales, la baisse de la productivité permet donc paradoxalement d'amoindrir le choc.

Ce n'est toutefois pas une bonne nouvelle à moyen et à long terme. En effet, la productivité mesure l'efficacité de l'économie : si celle-ci baisse, ce n'est pas une bonne nouvelle, ne serait-ce que pour la soutenabilité de la dette, qui dépend d'une croissance minimale de notre PIB.

Y a-t-il d'autres éléments que la hausse du taux d'emploi dans cette baisse de productivité ? La réponse est certainement oui. Il faut être extrêmement prudent dans l'analyse en temps réel de ce genre de choses, ne serait-ce que parce que les données de productivité sont très souvent révisées de manière profonde : nombre d'économistes, dans le passé, ont été emportés par des conclusions qui se révélaient statistiquement fausses quelques mois plus tard.

De nombreuses différences économiques ont vu le jour entre la zone euro et les États-Unis ces dernières années, en particulier un décalage très net dans l'effort d'investissement dans les nouvelles technologies. Depuis 2015, les États-Unis ont connu une accélération très marquée de l'investissement dans les logiciels et dans la propriété intellectuelle, qui a été multiplié par deux en sept ans. L'Europe a complètement raté cette évolution, à une exception près : la France. Il faut donc se garder d'avancer des explications trop simples.

En revanche, d'autres éléments pèsent sur la productivité, comme l'absentéisme : celui-ci a fortement augmenté depuis la crise du covid. Nous espérons tous que cela se normaliserait après la pandémie ; or cela n'a pas été le cas. L'absentéisme, mécaniquement, a un effet sur la productivité car des personnes comptabilisées en emploi ne participent pas, au moins provisoirement, à l'effort de production. Cette montée de l'absentéisme a certainement joué un rôle.

Concernant la faiblesse des qualifications, j'avoue mon ignorance : je ne sais pas si l'on a déjà pu mettre en évidence les conséquences d'une dégradation du niveau général en mathématiques, par exemple, dans la productivité au travail. Je ne sais pas s'il existe des travaux académiques conclusifs en la matière.

Plusieurs d'entre vous m'ont interrogé sur l'image que l'on peut se faire de la trajectoire des finances publiques à ce stade. Nous sommes sur une ligne de crête. La question fondamentale est celle de la soutenabilité de la dette publique. Celle-ci est le produit d'un très petit nombre de variables : le taux d'intérêt, le montant des déficits primaires et la croissance du PIB. Même si la BCE va sans doute baisser ses taux à partir du mois de juin, je ne pense pas que le taux d'intérêt central pour les finances des administrations publiques, à savoir le taux à dix ans, baissera notablement. En effet, même si elle revient vers les 2 %, l'inflation ne repassera sans doute pas en deçà en raison de forces structurelles inflationnistes. Ainsi, la BCE est en train de remettre sur le marché des obligations qui, jusqu'à présent, avaient été d'une certaine manière stérilisées dans son propre bilan.

Prenons l'hypothèse d'un taux d'intérêt à dix ans aux alentours de 3 %. Si nous maintenons un déficit primaire inchangé, nous devons comparer ce taux d'intérêt au taux de croissance tendanciel de notre économie, lequel se situe donc entre 1 % et 1,35 %. L'inflation

tendancielle étant à 2 % – cela correspond à l’objectif de la BCE et nous n’avons aucune raison de douter de sa crédibilité –, la croissance tendancielle du PIB nominal serait de 3 %. Autrement dit, nous sommes seulement en situation d’éviter un emballement de la dette publique. Pour parvenir à sécuriser la dette publique, il faut donc réduire les déficits primaires – bien rares seront ceux qui s’opposeront à cette idée !

L’objectif de 3 % de déficit a été réaffirmé dans les négociations européennes sur la réforme du programme du pacte de stabilité et de croissance. C’est un point d’ancrage important, qui est scruté par les marchés. Ceux-ci ne s’attendent pas nécessairement à ce que l’on converge rapidement vers ce taux, mais je pense que l’abandon de cet objectif aurait un coût pour la crédibilité des finances publiques et serait immédiatement sanctionné par les marchés. Je ferai le parallèle avec l’objectif d’une inflation à 2 % : celui-ci peut paraître difficile à atteindre mais l’abandonner ouvrirait la porte à une inflation excessive et nous exposerait à un risque de rétorsion par le marché.

Je ne crois pas au dogme absolu du retour rapide au seuil de 3 % de déficit, mais il faut savoir doser les conséquences macroéconomiques. La dette est soutenable tant que vous trouvez des investisseurs prêts à vous l’acheter à un taux d’intérêt qui n’est pas trop toxique pour votre économie. Pour cela, il faut indiquer une trajectoire générale qui rassure sur la soutenabilité de cette dette.

**Mme Véronique Louwagie, présidente.** Il ne nous reste plus qu’à vous remercier pour la vision que vous venez de partager avec nous et à vous souhaiter un apport fructueux aux travaux du Haut Conseil des finances publiques.

\*

\*           \*

Membres présents ou excusés

**Réunion du mardi 2 avril 2024 à 16 heures 30**

**Commission des finances, de l'économie générale et du contrôle budgétaire**

*Présents.* - M. Philippe Brun, M. Frédéric Cabrolier, M. Jean-René Cazeneuve, Mme Marie-Christine Dalloz, M. Jocelyn Dessigny, Mme Stella Dupont, M. Patrick Hetzel, M. François Jolivet, Mme Véronique Louwagie, M. Christophe Plassard

*Excusés.* - M. Christian Baptiste, M. Karim Ben Cheikh, M. Manuel Bompard, M. Éric Coquerel, M. Emmanuel Lacresse, M. Tematai Le Gayic, Mme Lise Magnier, M. Bryan Masson, M. Jean-Paul Mattei, Mme Christine Pires Beaune, M. Charles Sitzenstuhl

**Commission des affaires sociales**

*Présents.* – Mme Fanta Berete, Mme Nicole Dubré-Chirat, M. Olivier Falorni, M. Philippe Frei, M. Philippe Juvin, Mme Charlotte Parmentier-Lecocq, Mme Stéphanie Rist, M. Philippe Vigier

*Excusés.* – M. Elie Califer, M. Marc Ferracci, Mme Caroline Fiat, Mme Justine Gruet, Mme Caroline Janvier, Mme Sandrine Josso, M. Didier Le Gac, M. Jean-Philippe Nilor, M. Jean-Hugues Ratenon, Mme Isabelle Valentin