

Taux d'intérêt très bas : symptôme et opportunité

Les notes du conseil d'analyse économique, n° 36, Décembre 2016

Si les taux d'intérêt sont aujourd'hui très bas en France, les causes en sont largement mondiales et européennes : politique monétaire, ralentissement de la productivité, excès de demande pour les actifs « sans risque ». Elles ne datent pas de la crise et pourraient durer. Dans une économie caractérisée par une demande atone, de faibles taux d'intérêt sont souhaitables pour encourager la consommation et l'investissement et limiter les problèmes d'endettement. Mais cela n'est pas suffisant pour remettre l'économie européenne sur le chemin de la croissance. Par ailleurs, si la situation devait se prolonger, les taux bas entraînent des risques financiers : risque de formation de bulles spéculatives d'une part, *via* la hausse des prix des actifs nourrie par les politiques monétaires non conventionnelles et, d'autre part, risque de fragilisation du secteur financier, qui voit sa marge d'intermédiation se réduire. Les institutions financières sont prises en étau entre la faible rémunération de leurs actifs et, au passif, la rigidité des rémunérations des dépôts de leurs clients. À cela s'ajoute, en France, la concurrence de l'épargne réglementée. Cette situation, sans être alarmante aujourd'hui, mérite une surveillance attentive des superviseurs.

La baisse des taux d'intérêt depuis 2007 a bénéficié aux administrations publiques françaises et, dans une moindre mesure, aux entreprises non financières – deux secteurs débiteurs nets. Elle a en revanche coûté aux entreprises financières et aux ménages dans leur ensemble, qui sont créanciers nets. Parmi ces derniers, les écarts de richesse

se sont creusés, mais la capacité d'accès à la propriété immobilière pour les primo-accédants a retrouvé à la fin de 2015 son niveau de la fin des années 1990.

Les taux d'intérêt très bas sont à la fois le symptôme d'une économie européenne en panne de croissance et une opportunité à saisir en France pour réorienter la dépense publique vers le long terme et réformer les politiques de l'épargne.

Au niveau européen, cette *Note* propose de simplifier et renforcer la Procédure pour déséquilibres macroéconomiques afin que les pays en excédent d'épargne soutiennent plus activement la demande agrégée tandis que ceux qui, comme la France, affichent un déficit, se concentrent sur leur compétitivité. Elle propose aussi d'étendre le Plan Juncker au financement de l'investissement en capital humain et de renforcer les incitations à investir dans la transition énergétique *via* une tarification lisible des émissions de CO₂.

Au niveau français, la période de taux bas pourrait être mise à profit pour financer des plans de modernisation des administrations publiques, en commençant par les collectivités territoriales, en encadrant ces plans par une gouvernance solide et indépendante. La période de taux bas met aussi en évidence la nécessaire adaptation des politiques publiques de l'épargne, afin de permettre au système financier de proposer des combinaisons plus équilibrées entre rendement, liquidité et sécurité.

Cette note est publiée sous la responsabilité des auteurs et n'engage que ceux-ci.

^a OFCE, Sciences po, CNRS et membre du CAE.

^b AXA, École d'économie de Paris (PSE) et correspondant du CAE.

^c Division Politique et stratégie à la BEI et membre du CAE.

À l'automne 2016, l'État français emprunte à taux négatif sur les marchés jusqu'à cinq ans inclus et à taux très faibles à horizons plus longs. De grandes entreprises françaises parviennent elles aussi à emprunter à taux négatifs sur les marchés, tandis que les ménages empruntent (ou renégocient leurs emprunts passés) à des taux inférieurs à 2 %. Une telle situation est-elle durable ? Est-elle pathologique, ou bien offre-t-elle une opportunité pour l'économie française ?

Les déterminants des taux d'intérêt sont largement européens et mondiaux : politiques monétaires, ralentissement de la productivité et excès d'épargne. À court terme, la politique économique française a peu de prise sur les taux, tandis que la politique monétaire européenne joue un rôle important. À plus long terme, les taux des emprunts publics dépendent naturellement de la signature de l'État français, mais tant que celle-ci n'est pas remise en cause, ces taux restent essentiellement déterminés par des facteurs mondiaux et européens¹. Au niveau européen, les taux d'intérêt extrêmement bas sont le symptôme d'une économie déprimée dans plusieurs pays de la zone euro, qu'il s'agisse de la demande agrégée à court terme ou des perspectives de croissance à long terme. Pour la France, toutefois, les taux bas constituent une opportunité historique pour accélérer la transformation des administrations publiques et réexaminer les politiques relatives à l'épargne des ménages.

La faiblesse des taux réels : un phénomène mondial et européen

La France a déjà connu par le passé des épisodes de taux d'intérêt réels bas, voire négatifs (graphique 1). Toutefois, c'est la première fois depuis deux siècles que la faiblesse du taux d'intérêt réel s'accompagne d'une inflation très faible, et non d'une poussée inflationniste. La baisse simultanée, depuis le début des années 1990, des taux d'intérêt nominaux, des taux d'inflation et des taux d'intérêt réels n'est ni spécifique à la France ni à la zone euro (graphique 2). Les causes de ce phénomène sont avant tout mondiales et ne datent pas de la crise de 2008.

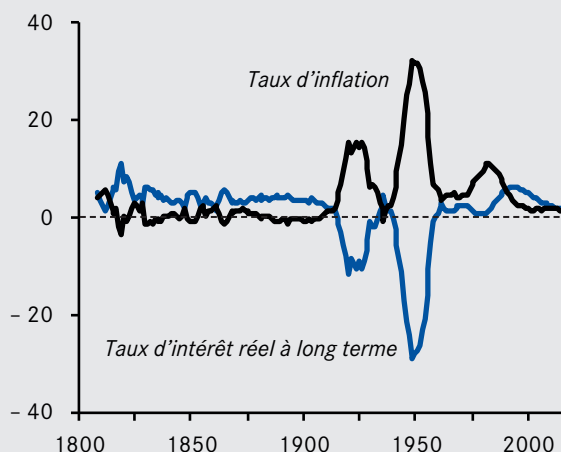
Le taux d'intérêt réel réalise théoriquement l'équilibre entre l'offre d'épargne et la demande de fonds pour l'investissement privé et public. Du fait de la mobilité internationale des capitaux, cette confrontation se fait au niveau mondial. Le phénomène structurel marquant depuis les années 1990, et plus particulièrement depuis la crise de 2008, est l'excès de demande des actifs considérés comme « sûrs » conduisant à un taux d'intérêt réel « neutre » faible, voire négatif, en zone euro (encadré 1)².

Les auteurs remercient Aurélien Eyquem et, tout particulièrement, Kevin Beaubrun-Diant, conseillers scientifiques au CAE, pour leur aide précieuse lors de la rédaction de cette Note. Ils remercient également Amélie Schurich-Rey, assistante de recherche au CAE pour son apport en documentation, Jean Boissinot pour ses avis, ainsi que Vivien Levy-Garboua et Éric Monnet pour la mise à disposition de séries longues.

¹ Nous ne nous intéressons pas dans cette Note aux différents taux appliqués aux entreprises en fonction du risque, dont la logique est différente.

² Le taux d'intérêt réel « neutre » est celui qui égalise l'offre et la demande de fonds à un niveau correspondant au plein emploi. Holston *et al.* (2016) estiment qu'il est négatif pour la zone euro dans son ensemble depuis 2012, alors qu'il est d'environ 0,5 % aux États-Unis et de 1,5 % au Royaume-Uni, cf. Holston K., T. Laubach et J. Williams (2016) : « Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants » in *NBER International Seminar on Macroeconomics 2016*.

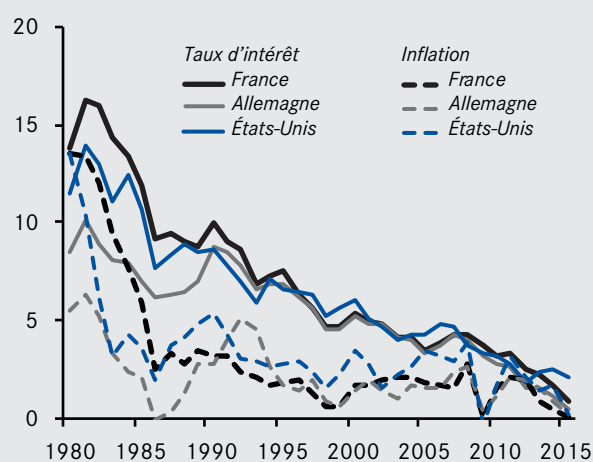
1. Taux d'intérêt réel et inflation, France, 1800-2015, moyenne mobile sur 10 ans, en %



Lecture : Le taux d'intérêt réel est le taux d'intérêt nominal sur les emprunts publics à 10 ans déflaté par l'inflation annuelle des prix à la consommation.

Source : Levy-Garboua V. et É. Monnet (2016) : « Les défis d'une économie à taux zéro », *Revue Trimestrielle de l'Association d'Économie Financière*, n° 121, mars.

2. Taux d'intérêt nominaux à 10 ans et inflation en %



Source : OCDE (2016).

Pour éviter la déflation et ancrer les taux d'intérêt nominaux courts et longs à des niveaux très bas (voire négatifs), les banques centrales ont alors réagi par des politiques monétaires très expansionnistes, d'abord en diminuant leurs taux d'intérêt, puis en mettant en œuvre différentes politiques non conventionnelles dont les effets s'étendront au-delà de

1. Les déterminants mondiaux des taux d'intérêt réels

Au-delà des effets des politiques monétaires, les facteurs structurels ayant pu affecter l'offre et la demande de fonds depuis les années 1990 dans le monde, ainsi que leur effet sur les taux d'intérêt réels sont résumés ici. Le ralentissement de la productivité dans les économies avancées depuis les années 1990 a réduit mécaniquement le rendement de l'investissement productif, et donc son volume. Le caractère durable de cette évolution est toutefois controversé^a. La baisse de l'investissement dans les économies avancées a été compensée par une hausse dans les économies émergentes et en développement, de sorte que l'investissement dans le monde est resté relativement stable, autour de 25 % du PIB mondial^b. L'épargne mondiale a de son côté été soutenue par la hausse de la part de la population mondiale en âge d'épargner, l'insertion dans l'économie mondiale d'une zone émergente à forte épargne, particulièrement après la crise asiatique de 1997, la hausse des inégalités dans le monde ainsi que l'augmentation de l'incertitude face à laquelle les épargnants ajustent leurs comportements (notamment après la crise). Toutefois, l'endettement mondial (tous secteurs et pays confondus) n'a pas diminué. L'hypothèse d'un excès durable d'épargne au niveau mondial paraît donc fragile.

Les déterminants de long terme des taux d'intérêt réels des actifs « sans risque »

Demande de fonds (de la part des emprunteurs)	Effet sur les taux	Offre de fonds (de la part des épargnants)	Effet sur les taux
Ralentissement de la productivité	↓	Accroissement de l'incertitude	↓
Désendettement privé	↓	Vieillesse de la population	↓
Hausse des dettes publiques	↑	Intégration financière des émergents	↓
Moins de débiteurs « sûrs »	↓	Augmentation des inégalités	↓
		Re-réglementation financière	↓

Source : Auteurs.

En revanche, les années récentes ont vu s'accroître la demande d'actifs « sûrs » (d'abord de la part des banques centrales, puis du secteur financier suite à la mise en place des nouvelles réglementations), alors même que l'offre pour ces actifs se réduisait^d.

^a Entre les tenants d'une « stagnation séculaire », comme l'économiste Robert Gordon, et ceux pour qui la révolution numérique sera source de productivité.

^b Voir FMI (2016) : *Perspectives économiques mondiales*, octobre.

^c Buttiglione L., P.R. Lane, L. Reichlin et V. Reinhart (2015) : *Deleveraging? What Deleveraging?*, ICMB Report.

^d Voir Caballero G. et E. Farhi (2016) : *The Safety Trap*, Mimeo, Harvard. On appelle actif « sûr » un actif dont la valeur ne baisse pas (voire augmente) en cas de crise. Sauf surendettement patent, les dettes publiques des économies avancées sont des actifs « sûrs ». Suite à la crise financière de 2008, le volume d'actifs « sûrs » serait passé de 37 % du PIB mondial en 2007 à 18 % en 2011. Voir Gavin M., P. Ghezzi, S. Brown et A. Gregory (2012) : « The Equity Risk Premium: Cheap Equities or Expensive Bonds », Chapter 1, in *Equity Gilt Study*, Barclays.

la durée d'un cycle économique traditionnel (encadré 2). Ces actions vigoureuses ont contribué à faire baisser les taux d'intérêt nominaux pour toutes les maturités. Il est difficile d'avancer une durée sur laquelle les taux pourraient rester très faibles. Si les causes structurelles ainsi que la politique monétaire européenne auront des effets durables, une remontée des taux aux États-Unis pourrait se transmettre partiellement et graduellement en Europe, notamment pour ce qui concerne les taux à long terme³.

Les banques centrales en ont-elles trop fait ? Pour comprendre leurs décisions, il faut rappeler que toutes ont pour mandat de maintenir l'inflation à un niveau faible mais positif. Dans le cas de la Banque centrale européenne (BCE), la stabilité des prix est clairement l'objectif principal. Elle est inscrite dans le traité européen et interprétée par la BCE comme « une inflation annuelle inférieure, mais proche de 2 % à moyen terme ». L'expérience japonaise montre que lorsque

l'inflation décroche, il n'est pas facile de la faire remonter, en particulier parce que des mécanismes de déflation par la dette se mettent en place⁴. Or, le taux d'inflation agrégé de la zone euro est inférieur à 1 % depuis novembre 2013.

Des taux d'intérêt bas sont souhaitables dans une économie déprimée. En effet, le taux d'intérêt constitue la rémunération annuelle de l'épargne mais aussi le coût annuel de l'endettement. Plus il est bas, moins l'épargne est rémunérée et plus il est facile pour les emprunteurs de faire face à leurs engagements ou demander un nouveau crédit. Ces deux phénomènes devraient, en principe, stimuler la demande de biens et services de consommation et d'investissement – immobilier et productif.

Toutefois, plusieurs éléments peuvent entraver ce mécanisme vertueux. Le premier est le manque d'inflation, qui maintient le taux d'intérêt réel à un niveau positif en dépit de

³ Obstfeld M. (2015) : « Trilemma and Trade-Offs: Living with Financial Globalization », *BIS Working Paper*, n° 480, janvier.

⁴ Une inflation nulle ou négative élève le poids des dettes existantes par rapport aux revenus, si les taux d'intérêt réels sont positifs. Les débiteurs sont alors contraints de se désendetter et donc d'épargner davantage. Il en résulte une baisse de la demande de biens et services qui fait à son tour pression à la baisse sur les prix, voir Fisher I. (1933) : « The Debt-Deflation Theory of Great Depressions », *Econometrica*, vol. 1, n° 4, pp. 337-57.

2. Les politiques d'assouplissement de la BCE depuis 2008

Depuis 2008, La Banque centrale européenne (BCE) a déployé une palette d'instruments d'assouplissement monétaire. Elle a baissé son taux principal de refinancement de 4 % au début de 2008 à 0 % en mars 2016 (hormis une brève remontée au début de 2011). Le taux des facilités de dépôts est devenu négatif en juin 2014 (- 0,4 % en novembre 2016). La BCE a accordé des prêts pour une durée de trois ans aux banques commerciales européennes en décembre 2011 et février 2012, pour un total de 1 100 milliards d'euros à des taux proches de zéro (*long term refinancing operations*, LTRO). Elle a ensuite accordé des prêts ciblés aux banques commerciales sur une période de quatre ans à des taux négatifs (*targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO). Introduits en 2014, les TLTRO ont été reconduits jusqu'en mars 2017, afin de renforcer l'activité de prêts bancaires (hors prêts au logement) au secteur privé non financier de la zone euro. Enfin, la BCE a lancé un vaste programme de rachat d'actifs financiers (*asset purchase programmes*, APP) en mars 2015, qui a été prolongé jusqu'en mars 2017. Le programme inclut les obligations souveraines de la zone euro, les titres obligataires émis par des entreprises non financières européennes, celles émises par les institutions européennes et les banques multilatérales de développement. Le montant des achats mensuels s'élève aujourd'hui à 80 milliards d'euros. Si le programme s'achève comme prévu en mars 2017, la BCE aura acheté pour 1 700 milliards d'euros d'obligations essentiellement publiques, soit 16 % du PIB de la zone euro ou 77 % du bilan consolidé de la BCE à la fin de 2014. La maturité résiduelle moyenne des obligations achetées étant de huit ans et la BCE ayant annoncé qu'elle conserverait les titres jusqu'à leur échéance, on peut anticiper que le bilan de la BCE ne se dégonflera que très progressivement.

taux nominaux très bas. Dans certains secteurs (industrie), les prix baissent, ce qui renchérit le taux d'intérêt réel pour les entreprises. Le deuxième, ce sont des obstacles structurels qui empêchent une augmentation de l'investissement malgré les taux favorables. Troisièmement, l'effet stimulant d'un taux d'intérêt très bas peut être neutralisé par les incertitudes sur l'avenir, par exemple si les ménages réagissent aux taux bas en épargnant davantage (dans l'objectif de se constituer un revenu donné en cas de perte d'emploi - chômage, retraite). Le risque, enfin, est que les politiques non conventionnelles affectent moins les prix à la consommation que les prix des actifs, notamment immobiliers ; ou bien qu'elles ne fragilisent le système financier (voir *infra*). Si le risque de bulle spéculative ne semble pas encore avéré en France pour l'immobilier résidentiel, le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) s'est inquiété des prix de l'immobilier de bureaux⁵. La politique ultra-accommodante de la BCE rend nécessaire une politique macro-prudentielle attentive visant notamment

à brider le crédit et limiter les comportements de recherche de rendement excessif lorsque cela sera nécessaire.

Constat 1. En zone euro, la conjonction de taux d'intérêt nominaux et réels bas pourrait durer compte tenu de la hausse structurelle de la demande pour les actifs « sûrs » et de la politique monétaire de la BCE.

Conséquences des taux bas pour les différents acteurs de l'économie

Une baisse des taux d'intérêt entraîne mécaniquement un transfert de revenu des créanciers vers les débiteurs, une revalorisation des actifs à taux fixes et une réduction des marges d'intermédiation des banques. Les deux premiers canaux sont recherchés car ils permettent de relancer la demande, mais ils peuvent soulever des questions (la retraite par capitalisation ou les inégalités entre ménages). Le dernier est un effet secondaire indésirable qui peut poser problème à terme.

Les administrations publiques favorisées par la baisse des taux

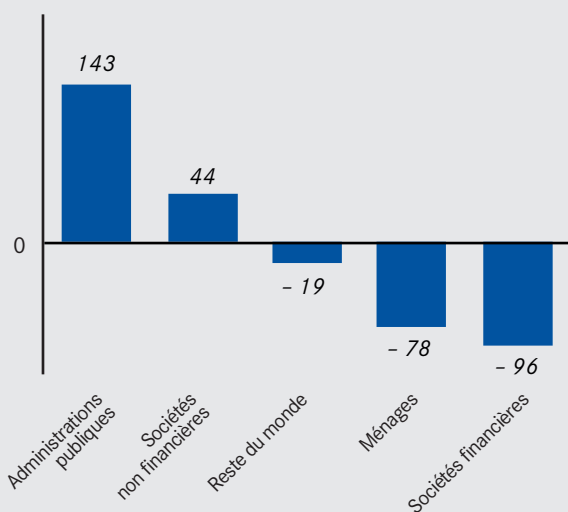
Le graphique 3 présente les effets redistributifs liés à la baisse des taux d'intérêt en cumulant les gains/pertes de revenus nets d'intérêts (ou équivalent) entre 2007 et 2014, par grand secteur institutionnel. Il suggère que la baisse des taux enregistrée sur la période a « déplacé » près de 190 milliards d'euros des secteurs créanciers nets (sociétés financières, ménages et reste du monde) vers les secteurs débiteurs nets (administrations publiques et sociétés non financières). Ces calculs, qui ne prétendent offrir que des ordres de grandeur, peuvent être considérés comme robustes dans la mesure où ils reposent sur l'évolution des taux apparents (intérêts véritablement versés et reçus, rapportés aux dettes et actifs correspondants). Ils reflètent l'évolution des conditions financières moyennes s'appliquant aux actifs et dettes des agents, et non pas simplement les nouvelles opérations contractées dans l'année⁶.

Le taux apparent de la dette publique a été divisé par deux entre 2007 et 2014. Dans le même temps, l'encours de la dette, s'élevant à 2 000 milliards d'euros en 2014, a augmenté de plus 60 %. Le « gain » estimé pour les administrations publiques correspond aux intérêts effectivement versés en 2014 comparés à ce qu'il aurait fallu payer si les taux d'intérêt s'étaient maintenus au niveau de 2007. Au total, le « gain » pour les administrations publiques françaises est d'environ 7 points de PIB en cumulé sur sept ans.

⁵ Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) (2016) : *Résultats de la consultation sur le marché de l'immobilier commercial en France*, rapport annuel.

⁶ Le taux apparent de l'année *N* dépend des taux de tous les emprunts émis jusqu'à l'année *N* (en partie renégociés pour ce qui concerne les crédits immobiliers des ménages) et qui n'ont pas encore été totalement remboursés. Ainsi la baisse des taux d'intérêt des nouveaux emprunts se répercute progressivement dans le taux apparent qui couvre l'ensemble des emprunts. Des résultats comparables ont été obtenus par McKinsey, voir, Dobbs R., S. Lund, T. Koller et A. Shwayder (2013) : *QE and Ultra-Low Interest Rates: Distributional Effects and Risks*, McKinsey Global Institute Report, novembre.

3. Gains/pertes estimés en cumul sur la période 2007-2014, en milliards d'euros



Sources : INSEE (2016) : *Comptes financiers et non financiers annuels* et calculs des auteurs.

Constat 2. La baisse des taux d'intérêt a profité essentiellement aux administrations publiques et aux entreprises, au détriment des ménages, des sociétés financières et du reste du monde.

Les effets redistributifs entre ménages

En France, près de la moitié du patrimoine des ménages est détenue par les 10 % les mieux dotés en patrimoine, tandis que la dette des ménages – essentiellement liée à l'acquisition de la résidence principale, touche largement les classes moyennes⁷. L'impact des taux bas pour les ménages est donc hétérogène : ils desserrent la contrainte financière des ménages fortement endettés. Ceux au patrimoine élevé voient en revanche baisser les revenus de la propriété, mais ils bénéficient d'une revalorisation potentiellement importante de leurs actifs⁸.

Entre 2011 et 2014, le marché immobilier résidentiel français a connu une phase d'ajustement modéré et progressif, puis un redémarrage des volumes suivi des prix depuis 2015. Au total, la capacité d'achat des primo-accédants, qui s'était largement érodée avec la forte progression des prix de l'immobilier avant la crise, a retrouvé fin 2015 son niveau de la fin des années 1990⁹. La baisse des taux d'inté-

rêt réels depuis vingt ans semble donc avoir accru les inégalités de patrimoine sans effet significatif sur la capacité d'accès à la propriété, même s'il faudrait affiner le constat selon les zones géographiques. Les plus-values tirées d'une revalorisation des actifs restent naturellement virtuelles tant que les ménages ne les revendent pas, ce qui est généralement le cas pour la résidence principale. Ces plus-values latentes peuvent en outre être transitoires, dans la mesure où un retournement ultérieur de la politique monétaire pourrait faire baisser les prix des actifs.

S'agissant des inégalités de revenu, l'analyse doit tenir compte de ce que les taux bas soutiennent l'activité et limitent donc les pertes de revenus du travail. À partir de données américaines sur la période 1980-2008, Coibion et al. (2012) concluent qu'une expansion monétaire réduit les inégalités de revenu, une conclusion corroborée par Claeys et al. (2015) dans le cas des politiques ultra-expansionnistes des années récentes¹⁰.

Constat 3. La situation des ménages est hétérogène face à l'environnement des bas taux d'intérêt. Dans l'ensemble, les taux bas réduisent les inégalités de revenus mais accroissent les inégalités de patrimoine.

Secteur financier : nuages à l'horizon

La baisse des taux d'intérêt et l'aplatissement de la courbe des taux entraînent, conjointement avec le relèvement des exigences prudentielles¹¹, un resserrement des marges d'intermédiation des banques. Le phénomène est cumulatif dans la mesure où les anciens actifs sont progressivement remplacés dans les portefeuilles par des actifs moins bien rémunérés. Il touche aussi bien les banques que le secteur de l'assurance-vie dont les contrats « en euros » ne peuvent, compte tenu des garanties offertes, être investis dans des actifs plus risqués ou moins liquides et donc mieux rémunérés. Selon le Haut Conseil de stabilité financière¹², la marge nette d'intermédiation des grandes banques françaises, en augmentation de 0,5 point entre 2007 et 2011, a diminué de 0,2 point de 2011 à 2015. Sur 2007-2015, le rendement moyen des actifs (résultat net/actif total) n'affiche pas de baisse tendancielle, tandis que, au-delà des évolutions conjoncturelles, la baisse de la rentabilité du capital (résultat net/fonds propres) s'explique principalement par les nouvelles exigences en fonds propres.

⁷ Voir Lamarche P. et L. Salembier (2012) : « Les déterminants du patrimoine : facteurs personnels et conjoncturels », *INSEE Références*.

⁸ Adams K. et P. Tzamourani (2015) : « Distributional Consequences of Asset Price Inflation in the Euro Area », *CEPR Discussion Paper*, n° 10897.

⁹ La capacité d'achat est mesurée par le taux d'effort d'une acquisition standardisée d'un bien financé par emprunt, aux prix et conditions de marché (achat d'une surface de 50 m², pour un taux d'apport nul et une maturité constante de 25 ans), cf. Rapport annuel du HCSF (2016) *op. cit.*

¹⁰ Coibion O., Y. Gorodnichenko, L. Kueng et J. Silvia (2012) : « Innocent Bystanders: Monetary Policy and Inequality in the US », *NBER Working Paper*, n° 18170. Claeys G., Z. Darvas, A. Leandro et T. Walsh (2015) : « The Effect of Ultra-Loose Monetary Policies on Inequality », *Bruegel Policy Contribution*, n° 2015/09, juin.

¹¹ CRD4 (*Capital Requirement Directive*, Directive sur les exigences de fonds propres) pour les banques, Solvabilité 2 (amendée par la directive Omnibus II) pour les assurances. Ces nouvelles réglementations conduisent le secteur financier à détenir davantage d'obligations souveraines dont la rémunération diminue.

¹² HCSF (2016) *op. cit.*, pp. 24-26.

Jusqu'en 2015, la faiblesse des taux d'intérêt semble donc avoir été bien absorbée par les banques qui, en réponse, ont augmenté leurs revenus tirés de commissions¹³. Toutefois, le coût des fonds propres (la rémunération exigée par les actionnaires) a cessé de diminuer en 2015 et se situe nettement au-dessus du rendement des fonds propres¹⁴, ce qui traduit une inquiétude des actionnaires sur la pérennité des modèles d'affaires actuels compte tenu de l'environnement financier et des évolutions à venir de la réglementation.

Jusqu'en 2012, le secteur de l'assurance-vie a entièrement répercuté la baisse des taux d'intérêt sur la rémunération des contrats « en euros ». Depuis lors, cependant, les rendements servis ne se sont pas complètement ajustés et les sociétés d'assurance ont puisé dans leurs réserves pour soutenir le rendement. À titre d'illustration, en 2015, le rendement des fonds en euros était en moyenne de 2,3 %, contre moins de 1 % pour les obligations assimilables du Trésor (OAT) à 10 ans (HCSF, *op. cit.*). Ces contrats constituant encore environ 85 % des en cours d'assurance-vie, le secteur s'expose à un risque de décollecte lorsque les taux de rémunération des contrats devront s'aligner à la baisse (si les taux d'intérêt restent durablement bas). Si les taux venaient à remonter brutalement, le risque est de se trouver dans l'incapacité à relever les rémunérations avec, en parallèle, une accumulation de moins-values latentes dans le bilan des sociétés d'assurance¹⁵. Pour limiter ces risques et protéger les épargnants, la loi « Sapin 2 »¹⁶ ouvre la possibilité, pour le HCSF, de mettre en œuvre des mesures macro-prudentielles préventives (provisionnement contracyclique) ou correctrices (blocage temporaire des fonds ou des dividendes en cas de déstabilisation du secteur) à l'échelle du secteur. De manière générale, l'environnement de taux bas appelle à une politique micro et macro-prudentielle particulièrement attentive en France comme dans les autres pays européens¹⁷. Il nécessite également un dialogue entre les institutions financières et les régulateurs sur les adaptations à réaliser. Les institutions financières sont en effet incitées à investir des actifs plus risqués et à allonger leur horizon d'investissement afin d'améliorer les rendements : relâchement des conditions d'octroi des prêts aux ménages et aux entreprises, expositions importantes, directes ou indirectes, à certains secteurs comme l'immobilier, les obligations d'entreprises, les infrastructures, le *private equity*. S'il n'apparaît pas à ce stade de risque avéré chez les intermédiaires financiers en France, celui-ci ira croissant si la période de taux bas se prolonge.

Une particularité française est l'existence d'une épargne liquide, sans risque et réglementée dont les taux de rémunération sont administrés. En juillet 2016, cette épargne représentait un encours total de 613 milliards d'euros, soit environ le double de l'encours de des dépôts à vue des ménages (373 milliards). Au 1^{er} août 2016, les taux du livret A et du livret de développement durable, qui constituent l'essentiel de l'épargne réglementée liquide, étaient maintenus à 0,75 % (le taux en vigueur depuis le 1^{er} août 2015) alors que l'application stricte de la règle de fixation du taux aurait dû conduire à l'abaisser à 0,50 %¹⁸. Au regard des taux de marché, un rendement de 0,75 % demeure élevé pour une épargne liquide et de surcroît défiscalisée. Dans ces conditions, les coûts de financement des banques ne s'ajustent que très imparfaitement à la politique monétaire de la BCE et plus généralement à l'environnement de taux bas¹⁹. Par ailleurs, le fonds d'épargne de la Caisse des dépôts et consignations, qui finance le logement social à partir de l'épargne réglementée, se trouve paradoxalement pénalisé par le niveau élevé des rémunérations, alors qu'il pourrait aujourd'hui emprunter à taux faibles sur les marchés.

Constat 4. Le contexte de taux d'intérêt très bas, combiné aux rigidités à la baisse de la rémunération des dépôts, place les institutions financières dans une situation qui, sans être alarmante aujourd'hui, mérite une surveillance attentive.

Quelles politiques publiques ?

On l'a vu, le niveau bas des taux d'intérêt résulte de la politique monétaire courante et anticipée, mais la situation macroéconomique en est la cause profonde : le taux d'intérêt « neutre » est faible, voire négatif, en raison d'une demande agrégée déprimée, elle-même liée en partie à des perspectives de croissance médiocres à long terme. Ce phénomène mondial s'est accentué dans la zone euro depuis la crise. L'écart de production reste négatif tandis que le solde extérieur courant est de plus en plus excédentaire au niveau agrégé²⁰. La politique monétaire pouvant difficilement en faire davantage, il revient aux gouvernements d'améliorer les perspectives de croissance à long terme par les réformes adéquates afin d'accroître la productivité et stimuler l'investissement, mais

¹³ Les commissions nettes des banques françaises sont en moyenne supérieures à celles des autres banques européennes, tandis que les marges nettes d'intérêt sont plus faibles, voir ACPR (2016) : « La situation des grands groupes bancaires français à fin 2015 », *Analyses et Synthèses*, n° 63, mai.

¹⁴ Selon l'ACPR (*op. cit.*), le rendement médian des fonds propres s'est établi à 6,2 % en 2015, alors que le coût des fonds propres était d'environ 10 %.

¹⁵ Le régime fiscal de l'assurance-vie (en particulier, l'exemption des droits de succession) constitue un frein aux sorties prématurées mais ne protège pas contre une éventuelle désaffection des nouveaux souscripteurs.

¹⁶ La loi relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique, adoptée le 8 novembre 2016.

¹⁷ Voir le rapport du Conseil des Sages allemand de 2015-2016, chapitre 5.

¹⁸ La règle de calcul repose sur deux formules combinant taux d'inflation et taux interbancaires (le résultat le plus élevé étant retenu). Le taux de 0,75 % restera en vigueur jusqu'à février 2017 ; une nouvelle règle s'appliquera alors, alignant le taux du livret A sur l'inflation moyenne des six derniers mois lorsque celle-ci s'écarte de plus de 0,25 point de pourcentage par rapport au taux du marché monétaire.

¹⁹ Les banques françaises n'ont pas, sauf exception (certains grands comptes), répercuté les taux négatifs des actifs liquides sur leurs déposants. L'article 1932 du Code civil stipule que « le dépôt des sommes monnayées doit être rendu dans les mêmes espèces qu'il a été fait, soit dans le cas d'augmentation, soit dans le cas de diminution de leur valeur » (Code civil, Livre III, Titre XI, Chapitre II, art. 1932).

²⁰ L'excédent courant de la zone euro est égal comptablement à l'excès d'épargne par rapport à l'investissement, tous pays et secteurs confondus.

aussi de relancer la demande agrégée à court terme dans les pays de la zone euro où cette demande s'avère insuffisante²¹.

En Europe, des politiques macroéconomiques davantage tournées vers la croissance

Les pays membres de la zone euro conservent la responsabilité des politiques budgétaires et structurelles. Depuis 2011, la coordination a été renforcée par l'introduction du « semestre européen » au cours duquel les politiques nationales sont discutées avec la Commission européenne et au sein du Conseil européen. En particulier, la procédure pour déséquilibre macroéconomique permet à la Commission de repérer les déséquilibres autres que budgétaires et de formuler des recommandations aux États membres, qu'il s'agisse de corriger des distorsions de marché, d'encourager l'investissement ou de redresser la compétitivité.

Cependant, les recommandations sont peu suivies en pratique²². Une raison à cela est l'excessive complexité de la procédure et son caractère « attrape-tout », les recommandations étant à la fois mal reliées au diagnostic global sur la zone euro et dispersées sur des enjeux très divers. Pour redonner sens et puissance à la Procédure pour déséquilibre macroéconomique, il faudrait la simplifier, mieux la relier au diagnostic porté sur la zone euro et, enfin, lui donner une importance égale à celle du Pacte de stabilité²³. Pour les États membres, contribuer à l'équilibre macroéconomique d'ensemble et à la prospérité de la zone euro est tout aussi nécessaire que la soutenabilité des finances publiques. Soutenir la demande agrégée dans les pays en fort excédent extérieur passe par l'utilisation des marges de manœuvres laissées par le Pacte de stabilité, mais aussi par la suppression de distorsions économiques défavorables à la demande²⁴. Quant aux pays en déficit, leur contribution passe essentiellement par une amélioration des perspectives de croissance à long terme à travers les réformes et investissements adéquats²⁵.

Recommandation 1. Pour contribuer à sortir de la trappe à taux bas, rendre la Procédure pour déséquilibre macroéconomique plus efficace en la simplifiant et en la reliant davantage à la situation agrégée de la zone euro. Lui donner une importance égale à celle du Pacte de stabilité.

Face à la pénurie de soutien à la croissance potentielle future du fait d'un manque d'investissements de long terme en Europe, une réponse européenne a été apportée à travers le plan d'investissement pour l'Union européenne dit « Plan Juncker ». Il prévoit d'apporter 60 milliards d'euros de financements sur trois ans (2015-2017) au titre du Fonds européen d'investissement stratégique (FEIS), logé à la Banque européenne d'investissement (BEI). Par un effet d'entraînement sur l'investissement privé, l'objectif est de susciter des investissements à hauteur d'au moins de 315 milliards d'euros. En septembre 2016, un doublement du plan a été annoncé lors du discours du Président de la Commission européenne sur l'Union²⁶.

L'idée de départ était de financer des projets plus risqués que ceux habituellement financés par la BEI, en se positionnant sur la tranche la plus risquée des projets et laissant le secteur privé financer le reste²⁷. En juillet 2016, le total des investissements liés aux opérations approuvées au titre du FEIS s'élevait à près de 116 milliards d'euros. La valeur ajoutée et l'impact macroéconomique du plan ne pourront être mesurés qu'après plusieurs années. Pour se faire une première idée, on peut toutefois examiner l'impact de l'augmentation en capital de la BEI décidée en 2012 : entre 2012 et 2015, la BEI a ainsi pu contribuer pour 60 milliards d'euros supplémentaires (l'équivalent du Plan Juncker) à des investissements dont le total (y compris secteur privé) est évalué à 372 milliards²⁸. Dans le cas du Plan Juncker, les projets financés sont plus risqués, ce qui pourrait majorer l'impact macroéconomique. Le FEIS a ainsi permis à la BEI de quasiment quadrupler son volume d'opérations dites « spéciales », auparavant limitées à environ 4 milliards d'euros par an. L'additivité de ces nouveaux investissements et leur impact sur l'activité sont en cours d'évaluation²⁹. L'approche retenue jusqu'ici, consistant à financer des projets présentés de manière décentralisée, pourrait cependant s'avérer insuffisante. Elle gagnerait à être complétée par une approche plus stratégique autour d'objectifs clés comme la transition énergétique ou l'investissement dans le capital humain.

Selon la Commission européenne, des investissements d'au moins 200 milliards d'euros chaque année et jusqu'en 2030 seraient nécessaires dans les domaines de l'efficacité énergétique, les énergies renouvelables et autres énergies vertes

²¹ Les excédents extérieurs courants de l'Allemagne et des Pays-Bas ont atteint 8,8 et 9,2 % de leurs PIB respectifs en 2015, soit 2,5 et 0,6 % du PIB agrégé de la zone euro (cf. AMECO). À l'inverse, le déficit extérieur persistant en France (- 1,5 % du PIB en 2015) suggère que la faiblesse de l'économie française ne vient pas principalement d'un manque de demande mais plutôt d'une inadéquation de l'offre.

²² Voir Gros D. et C. Alcidi (2015) : « Economic Policy Coordination in the Euro Area under the European Semester », *CEPS Special Report*, n° 123, décembre.

²³ Voir Bénassy-Quéré A. (2015) : « Economic Policy Coordination in the Euro Area Under the European Semester », *Report for the European Parliament (ECON)*, n° PE 542.676, novembre.

²⁴ Par exemple, un rééquilibrage du financement de la transition énergétique en Allemagne au profit des ménages, voir Girardé M., P. Musseau et C. Schramm (2014) : « La transition énergétique allemande », *Terra Nova*, juin, p. 7 ; aux Pays-Bas, de meilleures incitations à développer les contrats de travail à durée indéterminée et une meilleure protection sociale des travailleurs indépendants (voir la recommandation 2 du Conseil européen aux Pays-Bas, 12 juillet 2016, 2016/C 299/10).

²⁵ Voir Thimann C. (2015) : « The Microeconomic Dimension of the Eurozone Crisis », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 29, n° 3.

²⁶ *Débat sur l'état de l'Union 2016*, Séance plénière, 14 septembre 2016, communiqué de Presse disponible sur www.europarl.europa.eu/pdfs/news/expert/infopress/20160909IPR41712/20160909IPR41712_fr.pdf

²⁷ Cette approche fait cependant l'objet de critiques mentionnant l'éviction potentielle de l'investissement privé sur la tranche risquée.

²⁸ Des simulations suggèrent environ 830 000 emplois créés à l'horizon 2017 et 1,4 million à l'horizon 2030, et un impact sur le PIB de l'Union européenne de 0,8 % en 2017 et 1,1 % à l'horizon 2030. Voir Rees M. (2016) : « EIB Impact: The Story of a Simple Answer on GDP and Jobs », cf. blog www.eib.org.

²⁹ La Commission européenne obtient une augmentation de 4 10 milliards d'euros au PIB de l'Union européenne pour 1,3 million d'emplois créés ; Oxford Analytica, 1,4 % de PIB, et le BIT 1,8 million d'emplois (www.oxan.com). Ces différents chiffres résultent toutefois de simulations de modèles et non d'évaluations *ex post*.



pour atteindre les objectifs en matière climatique³⁰. Une part de ces investissements se substituant à des investissements non « verts » (comme la construction de centrales à charbon), l'investissement supplémentaire est évalué à environ 38 milliards d'euros par an³¹. Le très faible niveau des taux d'intérêt à long terme devrait être propice à l'investissement vert du fait de son horizon de rentabilité sur une longue période. Cependant, les incitations sont au plus bas, avec un prix du pétrole faible, des surcapacités électriques en Europe et un prix du CO₂ à environ 5 euros/tonne sur le marché des permis d'émission³². Outre les conditions de financement favorables, il est essentiel d'avoir un signal-prix cohérent et prévisible pour mobiliser des investissements verts³³.

La France a introduit en 2014 une composante carbone dans la Taxe intérieure de consommation sur les produits énergétiques (TICPE). Initialement fixée à 7 euros/tonne, l'objectif est de monter à 56 euros en 2020 et 100 euros en 2030. Plutôt qu'une action dispersée, la coordination européenne serait la voie la plus efficace dans ce domaine, le Plan Juncker venant accompagner le renforcement progressif du signal-prix. Cela pourrait passer par l'établissement de corridors de prix pour le marché ETS (*Emission Trading Scheme*, système communautaire d'échange de quotas d'émission) et, pour les autres secteurs, des taxes et/ou un ajustement des normes permettant une convergence du prix implicite des émissions (aussi bien entre pays qu'entre les différentes sources d'émissions au sein de chaque pays)³⁴. L'initiative pourrait être prise dans le cadre d'une coopération renforcée, voire dans un premier temps sous la forme d'une coopération *ad hoc* entre États volontaires. Une telle politique, si elle est progressive, minimisera l'impact négatif de court terme sur la compétitivité tout en incitant les acteurs à réaliser les investissements nécessaires à la réalisation des objectifs de réduction des émissions³⁵.

En complément, il serait utile de favoriser l'émergence d'instruments de financement adaptés à ces investissements à l'instar du marché des obligations « vertes » sur lequel le renforcement des standards doit être encouragé. Si les acteurs de marché ont commencé à édicter eux-mêmes des bonnes

pratiques, la standardisation reste lacunaire sur certains aspects (investissements éligibles) tandis que la documentation des impacts pourrait être améliorée. L'intervention publique peut s'avérer nécessaire notamment lorsque le rendement des investissements est à très long terme³⁶. Ces problèmes nous paraissent cependant secondaires par rapport à la question du prix du carbone.

Recommandation 2. Favoriser l'investissement « vert » au niveau européen en renforçant graduellement le signal-prix sur les marchés selon un calendrier prédéfini, le Plan Juncker venant accompagner la transition.

La seconde source d'investissement encore insuffisamment exploitée est l'investissement en capital humain. L'Union européenne souffre d'un déficit récurrent de compétences dans certaines professions, tandis que ses universités (surtout sans le Royaume-Uni) ont du mal à rivaliser avec les États-Unis et, de plus en plus, l'Asie. La mobilité croissante du capital humain au sein de l'Union européenne et entre l'Union européenne et le reste du monde appelle une réponse européenne³⁷. Le Plan Juncker pourrait être étendu au financement du capital humain de deux manières complémentaires. D'une part, il pourrait financer des programmes dans des universités d'excellence et dans des écoles spécialisées sur les métiers en tension, les établissements étant financés par appels d'offres et évalués sur leurs résultats. Les établissements présenteraient des plans de financement prévoyant le mode de remboursement des emprunts par contribution des entreprises et/ou des étudiants diplômés. On pourrait aussi imaginer une composante de subvention forfaitaire par étudiant diplômé dans une liste restrictive et évolutive de domaines en tension. Le second mode d'intervention serait plus classiquement la garantie de prêts étudiants. L'accès des étudiants européens à des prêts pour financer leurs études varie considérablement entre le nord et le sud de l'Europe, et il ne favorise pas la mobilité internationale³⁸. Le

³⁰ European Commission (2015) : *A Framework Strategy for a Resilient Energy Union with a Forward-Looking Climate Change Policy*. Les objectifs européens de réduction des émissions de CO₂ devront être renforcés si l'objectif de la COP21 de plafonner le réchauffement climatique à 2°C est confirmé. Voir Auverlot D. et E. Beeker (2016) : « Climat : comment agir maintenant ? », *France Stratégie*, Collection 17-27, avril.

³¹ http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-40_en.htm

³² Pour mémoire, en 2009, le « rapport Quinet » plaçait la valeur tutélaire du carbone à 100 euros/tonne à l'horizon 2030 (et 32 euros/tonne dès 2010), voir Quinet A. (2009) : « La valeur tutélaire du carbone », Rapport de la Commission présidée par Alain Quinet, *Centre d'analyse stratégique, coll. Rapports et documents*, n° 16.

³³ Eyraud *et al.* (2011) identifient cinq principaux facteurs influençant l'investissement « vert » dans un pays : le PIB réel, le taux d'intérêt réel à long terme, le cours relatif du pétrole brut sur les marchés internationaux, l'adoption de tarifs de rachat garantis pour l'électricité et une tarification du carbone, voir Eyraud L., A. Wane, Changchang Zhang et B. Clements (2011) : « Who's Going Green and Why? Trends and Determinants of Green Investment », *IMF Working Paper*, n° 11/296. Les différents pays européens (Irlande, Royaume-Uni et pays scandinaves) ayant adopté des taxes carbone semblent avoir réussi à stimuler les investissements pour la transition énergétique sans impact négatif sur l'activité, notamment lorsque le produit des taxes a été redistribué de manière forfaitaire ou proportionnelle à l'emploi. Voir Elbeze J. et C. de Perthuis (2011) : « Vingt ans de taxation du carbone en Europe : les leçons de l'expérience », *Les Cahiers de la Chaire Économie du Climat*, n° 9.

³⁴ Voir Canfin P., A. Grandjean et G. Mestrallet (2016) : *Propositions pour des prix carbone alignés avec les accords de Paris*, Rapport pour la Présidente de la COP21, 12 juillet.

³⁵ Voir Bureau D., L. Fontagné et P. Martin (2013) : « Énergie et compétitivité », *Note du CAE*, n° 6, mai.

³⁶ Voir Aglietta M. et N. Valla (2016) : « Taux d'intérêt négatifs : décryptage d'une anomalie », *L'Économie Politique*, n° 2, pp. 8-26 et Boissinot J., D. Huber et G. Lame (2016) : « Finance and Climate: The Transition to a Low-Carbon and Climate-Resilient Economy from a Financial Sector Perspective », *OECD Journal: Financial Market Trends*, vol. 2015, n° 1, pp. 7-23.

³⁷ Voir García-Peñalosa C. et É. Wasmer (2016) : « Préparer la France à la mobilité internationale croissante des talents », *Note du CAE*, n° 31, mai.

³⁸ Voir Guille M. (2002) : « Student Loans: A Solution for Europe? », *European Journal of Education*, vol. 37, n° 4, décembre.

Plan Juncker pourrait jouer un rôle pour réduire le rationnement sur le marché des prêts étudiants, notamment pour ce qui concerne les prêts transfrontières³⁹.

Recommandation 3. Étendre le Plan Juncker au financement de l'investissement dans le capital humain, notamment sous une forme volontariste par appels d'offres.

Finances publiques : plus d'investissement, moins de dépenses courantes

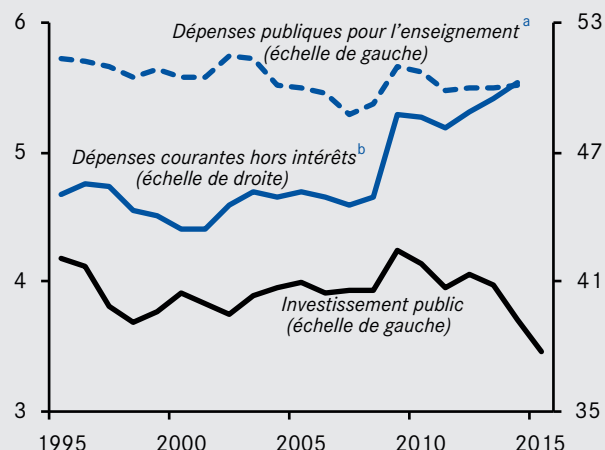
Dans l'environnement de taux d'intérêt très bas, deux grandes options de politique budgétaire sont envisageables : financer de nouveaux investissements dont le rendement (en termes de croissance future) dépasse le taux d'intérêt ou, au contraire, profiter de la baisse des charges d'intérêt pour réduire la dette. Ces deux options renvoient implicitement à la question du « bon » niveau de dette, lequel doit s'analyser au regard de trois critères : la soutenabilité budgétaire (et le risque de crise souveraine), l'impact de l'investissement public sur la croissance à court et à long termes, le respect des engagements européens (voir encadré 3).

Si l'on se place dans le cadre des engagements européens, sauf ralentissement marqué de la croissance dans les trimestres et années à venir, l'ajustement budgétaire doit être poursuivi. Dans ce cadre, le niveau très bas des taux d'intérêt offre une opportunité pour réaliser cet ajustement *via* une modernisation de l'action publique.

Depuis 2008, l'investissement public a diminué en proportion du PIB en France, tandis que les dépenses courantes (hors intérêts de la dette) ont fortement augmenté (graphique 4). Si l'on étend la notion d'investissement à l'éducation (investissement en capital humain), les évolutions ne sont pas fondamentalement différentes. Les dépenses courantes (hors intérêts de la dette) atteignent 50 % du PIB en 2015, contre 42 % en moyenne dans la zone euro. Sur cet écart de 8 points de pourcentage, un point seulement peut être attribué aux budgets comparés de l'éducation. Ceci suggère que le désendettement public devrait, dans les années à venir, reposer sur une baisse des dépenses courantes et non d'investissement.

En période de taux quasi nuls, il importe peu qu'une économie soit réalisée aujourd'hui ou bien dans un avenir défini. L'essentiel est qu'elle ait lieu. Ainsi, les taux d'intérêt très bas ouvrent une fenêtre d'opportunité pour réorganiser les administrations publiques de manière à les rendre plus efficaces

4. Évolution des dépenses publiques en France, en % du PIB



Notes : ^a Le calcul des dépenses publiques pour l'enseignement prend en compte l'ensemble des dépenses des Administrations publiques au titre de l'enseignement ; ^b Y compris les dépenses publiques pour l'enseignement.

Source : INSEE (2016).

et réduire la dépense courante future sans rogner sur la qualité du service public. Alors que les dépenses d'investissement *stricto sensu* entraînent souvent des dépenses récurrentes, les dépenses de transformation de l'administration peuvent être reliées directement à un plan de réduction des coûts, plus facilement vérifiable qu'un effet sur l'activité. Ainsi, les taux faibles élèvent la « rentabilité » des dépenses de transformation administrative, tandis que la nature de ces dépenses garantit la « vérifiabilité » de ce rendement. Or, la France devrait normalement quitter en 2017 le volet correctif du Pacte de stabilité, en affichant un déficit budgétaire total inférieur à 3 % du PIB. Elle pourrait alors bénéficier de la flexibilité du Pacte pour « réforme structurelle »⁴⁰.

Pour illustrer le propos, prenons le cas des collectivités territoriales. Face au risque de voir parfois l'investissement local servir de variable d'ajustement budgétaire, un Fonds de soutien à l'investissement local (FSIL) d'un milliard d'euros a été mis en place en 2016 et reconduit pour 2017⁴¹. Dédié au financement de dépenses d'équipement, ce fonds ne pourrait en l'état couvrir des dépenses de transformation ou de réorganisation de l'administration. Par exemple, la fusion des régions devrait s'accompagner de fusions de services, déménagements, adaptation des systèmes d'information, formation des agents, etc., pour réellement dégager à terme des économies de fonctionnement. De même, le déploiement du numérique dans l'administration offre des opportunités considérables mais exige un investissement initial, des for-

³⁹ Sur l'utilité du développement des financements transfrontières des études supérieures en Europe, voir Poutvaara P. (2004) : « Educating Europe: Should Public Education be Financed with Graduate Taxes or Income-Contingent Loans? », *CEifo Economic Studies*, vol. 50, n° 4/2004, pp. 663-684.

⁴⁰ Voir European Commission (2015) : « Making the Best Use of the Flexibility Within Existing Rules of the Stability and Growth Pact », COM(2015) 12 final provisional, 13 janvier.

⁴¹ Le FSIL est destiné à soutenir l'investissement des communes et des intercommunalités (rénovation thermique, développement des énergies renouvelables, équipements nouveaux...). Les préfets de région sont chargés d'attribuer les enveloppes, voir www.territoires.gouv.fr/le-fonds-de-soutien-a-linvestissement-local-fsil/

3. À quel niveau la dette publique devient-elle dangereuse ?

En théorie, la dette publique d'un pays s'apprécie au regard de sa soutenabilité à long terme. Toutes choses égales par ailleurs, un taux d'intérêt plus faible améliore la soutenabilité à long terme des finances publiques. Dans ce contexte, des dépenses supplémentaires d'investissement se justifient, surtout si elles améliorent les perspectives de croissance à long terme ou si elles permettent de réduire les dépenses publiques à venir grâce à des gains de productivité.

Toutefois, les mesures de soutenabilité sont fragiles car elles reposent sur des hypothèses discutables sur longue période. Par ailleurs, un État peut voir sa situation brutalement se dégrader suite à une crise économique ou à la réalisation d'un risque hors bilan. Enfin, un ratio élevé d'endettement accroît le risque d'une crise auto-réalisatrice, la panique des créanciers se trouvant validée *ex post via* la hausse des taux d'intérêt.

De nombreux travaux empiriques montrent que le risque de défaut souverain et d'attaques spéculatives s'accroît selon le niveau de dette rapporté au PIB, même si l'endettement public est loin d'être l'unique déterminant du risque de défaut souverain^a. Il est toutefois difficile d'identifier le seuil d'endettement à ne pas franchir : il dépend des perspectives de croissance (également fonction du taux d'endettement)^b, mais aussi de la répartition de la dette entre résidents et

non-résidents, entre secteur bancaire et non bancaire, de la monnaie dans laquelle elle est libellée, de la juridiction dans laquelle elle a été émise et de sa maturité moyenne^c.

Jusqu'à présent, la dette publique française a été considérée comme relativement « sûre » par les marchés. Toutefois elle présente trois sources de fragilité : elle est détenue en grande partie par des non-résidents, elle résulte en partie de dépenses courantes passées non financées plutôt que d'investissements et elle est libellée en euros sans possibilité de monétisation (interdite par le Traité de Maastricht). Le fait que la dette publique française s'approche désormais de 100 % de PIB – un seuil psychologique pour les marchés – doit donc inciter à la prudence.

Dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance, la France s'est engagée à rétablir l'équilibre de ses comptes publics. Si le seuil de dette de 60 % du PIB paraît lointain, la pression est immédiate sur la réduction du déficit. Les délais successifs obtenus par le gouvernement français pour procéder à la consolidation budgétaire, pouvant se justifier sur le plan économique, ont contribué à affaiblir la voix de la France dans les débats européens. Le débat sur l'endettement public doit aussi prendre en compte le coût, pour la France, de voir certains dossiers comme l'harmonisation fiscale, l'union budgétaire ou le pilotage du solde extérieur courant lui échapper.

^a Voir Corsetti G., K. Kuester, A. Meier et G. Müller (2013) : « Sovereign Risk, Fiscal Policy, and Macroeconomic Stability », *Economic Journal*, vol. 123 et Hilscher J. et Y. Nosbusch (2010) : « Determinants of Sovereign Risk: Macroeconomic Fundamentals and the Pricing of Sovereign Debt », *Review of Finance*, vol. 14, n° 2.

^b Voir Checherita-Westphal C. et P. Rother (2012) : « The Impact of High Government Debt on Economic Growth and its Channels: An Empirical Investigation for the Euro Area », *European Economic Review*, vol. 56, n° 7, pp. 1392-1405 ; Romero-Avila D. et Strauch R. (2008) : « Public Finances and Long-Term Growth in Europe: Evidence from a Panel Data Analysis », *European Journal of Political Economy*, vol. 24, n° 1, pp. 172-191 ; Panizza U. et A.F. Presbitero (2014) : « Public Debt and Economic Growth: Is There a Causal Effect? », *Journal of Macroeconomics*, n° 41, pp. 21-41.

^c Voir Ostry J.D., A.R. Ghosh et R. Espinoza (2015) : « When Should Public Debt Be Reduced? », *IMF Staff Discussion Note*, n° SDN/14/10.

mations, des réorganisations⁴². Un soutien financier pour de telles dépenses pourrait ainsi faciliter et accélérer la transformation de l'administration publique, comme les différents Programmes d'investissement d'avenir cherchent déjà à le faire dans le domaine de l'enseignement et de la recherche. Ce raisonnement appliqué aux collectivités territoriales pourrait naturellement être étendu à l'ensemble des administrations en lien contractuel avec l'État, voire à la sphère sociale.

Nous proposons de transformer le FSIL pour y intégrer les dépenses de réorganisation et de modernisation des collectivités territoriales. Les collectivités pourraient soumettre à une commission indépendante un programme, en chiffrant les gains attendus selon un calendrier précis. En cas d'acceptation, les fonds seraient alloués, éventuellement en plusieurs tranches, puis une expertise comptable et financière indépendante serait menée pour vérifier la réalité des économies budgétaires. En cas de manquement, la dotation de fonctionnement pourrait être abaissée, temporairement ou définitivement, sur recommandation de la commission indépendante. Le fait que l'État soit structurellement créancier des adminis-

trations locales offre une opportunité pour établir les bonnes incitations et ainsi assurer la crédibilité du dispositif.

Recommandation 4. Transformer le Fonds de soutien à l'investissement local en Fonds de soutien à l'investissement et à la modernisation, et le soumettre à une gouvernance solide et indépendante. Évaluer le dispositif avant de l'étendre éventuellement à tous les opérateurs publics.

Au-delà de la situation française, la question se pose en Europe d'encourager la substitution de dépenses d'investissement aux dépenses courantes. De 2007 à 2015, les dépenses courantes ont augmenté en moyenne de 4 points de PIB dans la zone euro, tandis que les dépenses d'investissement ont diminué de 2 points de PIB. Une solution naturelle serait de substituer une « règle d'or » au pacte de stabilité actuel. L'idée est d'exiger un solde budgétaire à l'équilibre hors investissement public

⁴² Voir Algan Y., M. Bacache et A. Perrot (2016) : « Administration numérique », *Note du CAE*, n° 34, septembre.

net, de manière à autoriser un financement par endettement de l'investissement public qui, s'il est correctement alloué, n'a pas d'effet négatif sur la soutenabilité des finances publiques⁴³.

Les objections classiques à la règle d'or sont les suivantes :

- la règle doit s'accompagner d'un dispositif de contrôle du rendement de l'investissement, ce qui, dans certains cas (investissement local en France), n'est pas possible légalement, sauf éventuellement si l'investissement est subventionné par l'État central (voir recommandation 4) ;
- la règle d'or conduit à privilégier l'investissement en capital physique par rapport à l'investissement en capital humain (compté comme dépense courante), alors même que le rendement du second peut dans certains cas dépasser celui du premier ;
- la distinction difficile à établir entre dépenses courantes et investissements (infrastructures de recherche *versus* salaires des chercheurs...) risque de conduire à des dérives.

Une manière de dépasser ces objections serait de définir une liste restrictive, évolutive et éventuellement temporaire de dépenses incrémentales « d'avenir » au niveau européen, en lien avec la stratégie de croissance (par exemple, transition énergétique, déploiement du numérique, enseignement supérieur et recherche)⁴⁴. Un abattement proportionnel serait appliqué pour tenir compte de la dépréciation du « capital » et d'un plafond de financement par endettement. Les dépenses « nettes » seraient alors extraites de la mesure du déficit, sous le contrôle des conseils budgétaires nationaux (et du Conseil budgétaire européen), et dans la limite d'un plafond pouvant éventuellement évoluer en fonction de la croissance⁴⁵. En contrepartie, la règle de déficit « hors dépenses d'avenir » pourrait être durcie. En proposant à la fois un traitement particulier des dépenses d'avenir et un renforcement des règles sur les dépenses courantes, la France donnerait des gages de sérieux budgétaire tout en relançant le débat sur les politiques de croissance.

Recommandation 5. Proposer au niveau européen l'établissement d'une liste restrictive de dépenses incrémentales « d'avenir » avec un traitement particulier, en échange d'un renforcement de la discipline budgétaire sur le reste des dépenses.

Ménages : mieux épargner sur le long terme

L'épargne des ménages répond à trois grandes motivations : la constitution d'une réserve de précaution face à un futur incertain, le lissage intertemporel de la consommation, (notamment l'épargne pour les vieux jours) et la transmission intergénérationnelle. En pratique, l'épargne des Français est massivement investie sur l'immobilier et des placements liquides peu risqués et bénéficiant d'un traitement fiscal favorable (produits d'épargne réglementés, assurance-vie en fonds en euros)⁴⁶. D'une manière générale et tout particulièrement en période de taux d'intérêt très bas, cette répartition dans laquelle des considérations fiscales jouent un rôle prépondérant ne répond pas bien au motif d'épargne retraite : du fait de l'exigence de liquidité et de garanties sur le capital et les plus-values passées, le rendement versé par les fonds en euros est faible au regard d'une inflation qui reste positive, notamment dans le domaine des services à la personne. De son côté, le patrimoine immobilier n'offre pas la liquidité qui peut s'avérer nécessaire en fin de vie⁴⁷, et sa valorisation est incertaine.

L'assurance-vie en fonds en euros offre une garantie en capital et une garantie de rendement chaque année⁴⁸. Cette garantie incorpore un « effet de cliquet » : la rentabilité passée du contrat est définitivement acquise. L'épargne accumulée est liquide et, pour les contrats de plus de huit ans, elle bénéficie d'une fiscalité avantageuse et d'une franchise importante de droits de succession au moment de la transmission du capital. De son côté, le livret A bénéficie d'une rémunération supérieure au marché pour un produit entièrement liquide et défiscalisé. Les deux produits – fonds en euros et livret A – sont en réalité utilisés en partie pour des motifs d'épargne à long terme, mais l'exigence de liquidité et de sécurité attachée à ces produits ne permet pas de tirer profit de l'horizon de long terme, réduisant ainsi les rendements obtenus *in fine* par les ménages⁴⁹. Pour les ménages épargnant à long terme, la combinaison risque-rendement n'est pas optimale, tandis que pour l'économie, l'orientation de l'épargne vers les actifs non risqués réduit la rentabilité des projets d'investissement nécessairement risqués des entreprises⁵⁰.

Pour permettre aux ménages d'optimiser leurs décisions d'épargne, il faudrait tout d'abord renforcer la lisibilité des futures pensions de retraite issues du système par répar-

⁴³ Voir Blanchard O. et F. Giavazzi (2004) : « Improving the SGP Through a Proper Accounting of Public Investment », *CEPR Discussion Paper*, n° 4220. Le pacte de stabilité actuel pourrait s'apparenter à une règle d'or si le déficit de 3 % autorisé correspondait effectivement à l'investissement net annuel des administrations publiques.

⁴⁴ L'un des auteurs ne s'associe pas à ce paragraphe et à la recommandation 5.

⁴⁵ Certaines dépenses d'investissement font déjà l'objet d'un traitement spécifique dans le cadre du volet préventif du Pacte de stabilité, lorsque ces dépenses sont cofinancées par un dispositif européen et lorsque le PIB du pays concerné diminue ou se situe au moins 1,5 % en dessous de son niveau potentiel. L'idée ici est d'élargir cette « clause d'investissement » du Pacte.

⁴⁶ Voir Accardo J., R. Coppoletta-Solotareff, A. Ferrante et M. Romani (2016) : « La détention d'actifs patrimoniaux début 2015 » in *Les revenus et le patrimoine des ménages*, INSEE Références. Les quinze dernières années ont vu une recomposition du patrimoine financier au profit des contrats d'assurance-vie (37 % en 2015, contre 27 % en 2000), essentiellement des contrats en fonds en euros, présentés comme un placement multifonctions.

⁴⁷ Voir Bozio A., A. Gramain et C. Martin (2016) : « Quelles politiques publiques pour la dépendance ? », *Note du CAE*, n° 35, octobre.

⁴⁸ La garantie actuelle est celle d'un taux non négatif. Elle a été réduite progressivement au cours des vingt dernières années.

⁴⁹ Voir Gollier C. (2015) : « Épargne de long terme : le cas de l'assurance-vie en France », *Revue de Stabilité Financière*, n° 19, Banque de France.

⁵⁰ Voir Garnier O. et D. Thesmar (2009) : « Épargner à long terme et maîtriser les risques financiers », *Rapport du CAE*, n° 86, La Documentation française.



tion afin qu'ils anticipent leurs justes besoins de revenus complémentaires : comme le proposent Bozio et Dormont (2016)⁵¹, au-delà des progrès accomplis, l'information sur les futures retraites pourrait être améliorée *via* un outil de simulation unique couvrant l'ensemble des droits accumulés, une harmonisation des règles d'accumulation des droits des différents régimes et un pilotage consolidé des régimes avec un taux de remplacement transparent et un coefficient d'ajustement démographique.

En parallèle, il serait utile de disposer d'un éventail plus large de produits financiers spécialisés qui proposent des arbitrages clairs sur le triptyque liquidité/rendement/sécurité⁵². Si la mise en place des contrats d'assurance-vie « euro-croissance », un peu moins liquides et avec une garantie de capital à terme, est un pas dans cette direction, leurs perspectives de développement restent modestes du fait des rendements accessibles sur le marché et de l'équité à respecter entre les souscripteurs actuels de fonds en euros. Le développement de produits visant clairement un horizon de long terme (avec engagement contractuel long de l'épargnant)⁵³ et donnant le choix de la sortie (en capital ou en rente) serait sans doute une réponse plus prometteuse. En effet, le passif « visqueux » de l'intermédiaire financier autorise une orientation vers le long terme de son actif, voire même la mise en place de mécanismes de partage intergénérationnel des risques s'il se place dans le cadre d'une gouvernance spécifique⁵⁴. Dans ces conditions, si les mêmes risques doivent être traités de manière cohérente, ces intermédiaires financiers-investisseurs de long terme n'ont pas à être soumis au même régime prudentiel que les sociétés d'assurance et organismes assimilés⁵⁵. Les Plans d'épargne pour la retraite collective

(PERCO), gérés par des sociétés de gestion, répondent à ce besoin. Néanmoins, ils sont encore peu développés et tous les salariés n'y ont pas accès (nécessité d'un accord collectif d'entreprise).

Pour permettre une meilleure spécialisation des différents produits financiers, il importe que la fiscalité qui leur est appliquée (imposition des rendements et des plus-values, droits de succession) ainsi que les taux de l'épargne réglementée ne biaisent pas les choix des ménages en faveur de certains produits⁵⁶. En période de taux très bas, avec une courbe des taux plate, les différences de traitement fiscal comme les « coups de pouce » sur le livret A sont particulièrement visibles pour les épargnants, et sources de distorsions.

Recommandation 6. Revoir les politiques réglementaires et fiscales pour orienter plus efficacement l'épargne vers un horizon de long terme. Rendre la fixation du livret A totalement automatique et transparente.

Les taux d'intérêt très bas offrent une opportunité pour la France pour moderniser à la fois ses administrations publiques et sa politique de l'épargne. Au niveau de la zone euro, une meilleure articulation des politiques permettrait à chaque État membre de contribuer, en fonction de ses propres déséquilibres, au retour de la croissance puis à une normalisation des taux d'intérêt. ●

⁵¹ Bozio A. et B. Dormont (2016) : « Gouverner la protection sociale : transparence et efficacité », *Note du CAE*, n° 28, janvier.

⁵² Voir Thimann C. (2016) : « L'assouplissement quantitatif et le défi pour l'épargne à long terme et la sécurité financière des ménages », *Revue d'Économie Financière*, n° 121, mars.

⁵³ Avec déblocage possible en cas d'événement exceptionnel (chômage de longue durée, invalidité, décès...). L'actuel Plan d'épargne en actions (PEA) ne comporte pas d'engagement long : il permet des sorties défiscalisées au bout de cinq ans seulement.

⁵⁴ Sur le partage du risque et sur la gouvernance, voir notamment Boeri T., L. Bovenberg, B. Cœuré et A. Roberts (2006) : « Dealing with the New Giants: Rethinking the Role of Pensions Funds », *CEPR/ICMB Geneva Report on the World Economy*, n° 8.

⁵⁵ Comme le confirme la directive européenne sur les retraites supplémentaires IORP 2. Le projet de loi « Sapin 2 » prévoit à cet égard la création d'une nouvelle catégorie d'organismes dédiés à la retraite professionnelle supplémentaire (art. 33).

⁵⁶ Voir Garnier et Thesmar (2009) *op. cit.*



**conseil d'analyse
économique**

Le Conseil d'analyse économique, créé auprès du Premier ministre, a pour mission d'éclairer, par la confrontation des points de vue et des analyses de ses membres, les choix du Gouvernement en matière économique.

Présidente déléguée Agnès Bénassy-Quéré

Secrétaire générale Hélène Paris

Conseillers scientifiques

Kevin Beaubrun-Diant
Jean Beuve, Clément Carbonnier,
Manon Domingues Dos Santos,

Assistante de recherche

Amélie Schurich-Rey

Membres Agnès Bénassy-Quéré, Maya Bacache,
Antoine Bozio, Pierre Cahuc, Lionel Fontagné,
Cecilia García-Peñalosa, Élise Huillery,
Corinne Prost, Xavier Rago, Jean Tirole,
Alain Trannoy, Natacha Valla, Reinhilde Veugelers,
Étienne Wasmer, Guntram Wolff

Correspondants

Yann Algan, Anne Perrot, Christian Thimann

Les Notes du Conseil d'analyse économique

ISSN 2273-8525

Directrice de la publication Agnès Bénassy-Quéré

Rédactrice en chef Hélène Paris

Réalisation Christine Carl

Contact Presse Christine Carl

christine.carl@cae-eco.fr Tél. : 01 42 75 77 47