

Les taux ne vont pas remonter vite, il faut en profiter !

Alors qu'en septembre, l'Etat français empruntait à 0,2 % à 10 ans, il lui faut maintenant déboursier presque 0,8 % pour emprunter à la même échéance. Jusqu'où les taux vont-ils remonter ? Avec toute la prudence qui s'impose, la dernière note du Conseil d'analyse économique considère que, sauf information nouvelle majeure, les taux ont peu de chances de retrouver rapidement les niveaux d'avant-crise.

Ce mercredi soir, la Réserve fédérale américaine pourrait certes décider de relever son taux directeur, mais la politique monétaire ne suffit pas à expliquer les faibles taux observés au niveau mondial. La baisse des taux s'est amorcée dès les années 1980, donc bien avant la crise de 2008 ; les politiques expansionnistes des banques centrales qui ont suivi n'ont fait que réagir à une situation macroéconomique qui réclamait des taux négatifs.

Qu'est-ce qui a changé depuis les années 1980 ? D'abord, l'irruption de la Chine dans le système financier mondial. L'excès d'épargne en Chine avait peu d'impact tant que le pays pesait peu dans l'économie mondiale ; ce n'est plus le cas aujourd'hui. Durant cette période d'expansion, l'épargne chinoise a été en grande partie gérée par la banque centrale du pays, qui l'a investie massivement dans des actifs « sûrs » – essentiellement des titres de la dette publique américaine –, ce qui a accentué son impact sur les taux d'intérêt mondiaux. La crise asiatique de 1997 a renforcé l'accumulation de ces actifs par les banques centrales des économies émergentes, ces dernières ayant

souhaité s'auto-assurer contre de nouvelles crises en accumulant un matelas de réserves. Enfin, la régulation bancaire consécutive à la crise de 2008 a encore renforcé la demande pour les actifs sans risque, cette fois de la part des banques commerciales.

Quoi que décide la Fed, ces facteurs structurels ne disparaîtront pas du jour au lendemain. L'offre d'actifs sans risque va être soutenue dans les années à venir par la relance budgétaire américaine. Une reprise rapide de l'investissement privé n'est pas non plus évidente, compte tenu du ralentissement observé de la productivité. En somme, le retour brutal des taux à leurs niveaux d'avant-crise reste peu probable aujourd'hui.

Dans un tel environnement, un gouvernement rationnel devrait investir davantage. Le hic, c'est que la France s'est engagée à réduire son déficit. Alors, comment faire ? Les auteurs de la note du CAE suggèrent d'investir dans la modernisation des administrations, en particulier au niveau local, et de gager cet investissement sur des réductions de dépenses courantes à venir. La « numérisation » des services publics, la fusion des régions, la reconversion des personnels sont des investissements rentables dès lors qu'ils rendent les services publics plus économes. Pour aller plus loin, il faudrait desserrer les contraintes du Pacte de stabilité, en offrant un traitement particulier à certaines dépenses d'avenir (telles que la transition énergétique ou l'investissement dans le capital humain), en échange de règles plus strictes sur le reste des dépenses.

Lorsque les taux sont très faibles, le rendement de l'épargne vient

principalement... des dispositifs de défiscalisation ! Tout est fait en France pour pousser les ménages vers l'immobilier ou l'épargne liquide et sans risque (livret A, fonds euro de l'assurance-vie). En privilégiant l'épargne liquide, on dessert l'intérêt général, tout en se privant de rendements plus élevés offerts par l'allongement de l'horizon. Il est donc urgent de revoir la réglementation et la fiscalité de manière à ce qu'une gamme plus large de produits d'épargne, mieux adaptés aux différents besoins, puisse se développer.

Agnès Bénassy-Quéré
professeur à Paris 1 et à PSE, membre
du Cercle des économistes

Kevin Beaubrun-Diant
maître de conférences à l'université
Paris-Dauphine