



Paris, le 7 décembre 2016

TAUX D'INTÉRÊT TRÈS BAS : SYMPTÔME ET OPPORTUNITÉ

À l'automne 2016, l'État français emprunte à taux nominaux négatifs à 5 ans et à des taux très faibles à horizons plus longs. La situation, commune à tous les pays développés, est inédite car la faiblesse des taux réels s'accompagne d'une inflation très faible. Elle s'explique par des facteurs structurels, comme la démographie ou le développement chinois, auxquels s'ajoute une dimension conjoncturelle avec les politiques des banques centrales. Souhaitables dans une économie déprimée, des taux durablement faibles ne sont toutefois pas sans risques financiers : formation de bulles spéculatives, fragilisation des institutions financières. Dans cette nouvelle *Note du CAE*, les auteurs, **Xavier Ragot**⁽¹⁾, **Christian Thimann**⁽²⁾ et **Natacha Valla**⁽³⁾, soulignent tout d'abord que la politique économique française a peu de prise sur les taux à court terme. Ils font ensuite des propositions pour transformer les taux d'intérêt bas en une opportunité afin de réorienter la dépense publique vers le long terme et de réformer les politiques de l'épargne, aussi bien au niveau français qu'europpéen.

En Europe : tourner les politiques macroéconomiques vers la croissance.

Le niveau bas des taux d'intérêt résulte de la politique monétaire courante et anticipée, mais la situation macroéconomique en est la cause profonde : une demande agrégée déprimée, elle-même liée en partie à des perspectives de croissance médiocres à long terme. Ce phénomène mondial est accentué dans la zone euro avec un excédent important de la balance courante agrégée. Si la politique monétaire ne peut en faire davantage, il convient de mobiliser au mieux les politiques budgétaires et structurelles afin que les pays en excédent d'épargne soutiennent la demande agrégée tandis que ceux déficitaires se concentrent sur leur compétitivité. Au-delà de la politique budgétaire, la Commission peut formuler des recommandations de politique économique aux États membres mais l'instrument utilisé – la Procédure pour déséquilibre macroéconomique – ne fait pas le poids devant le Pacte de stabilité.

Recommandation 1. Simplifier la procédure pour déséquilibre macroéconomique en la reliant davantage à la situation agrégée de la zone euro. Lui donner une importance égale à celle du Pacte de stabilité.

Pour relever l'investissement de long terme, une réponse européenne a été apportée à travers le « Plan Juncker », qui vise à soutenir des projets plus risqués que ceux que finance habituellement la Banque européenne d'investissement. L'approche initiale du Plan, décentralisée, gagnerait à être complétée par une orientation stratégique autour d'objectifs-clefs. Le premier serait la transition énergétique, le Plan Juncker venant accompagner (et non se substituer à) un signal prix carbone crédible sur longue durée, seul susceptible de déclencher les investissements privés. Le second touche au capital humain (universités d'excellence, métiers en tension, marché de prêts étudiants...)

(1) Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE), CNRS et École d'économie de Paris (PSE), membre du CAE.

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

(3) Division Politique et stratégie à la BEI, membre du CAE.

où la réponse apportée au niveau européen s'impose de plus en plus compte tenu de la mobilité internationale des travailleurs qualifiés.

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.

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

Finances publiques : plus de dépenses d'avenir et moins de dépenses courantes

Quelles sont les options pour la politique budgétaire ? Investir dès lors que le rendement dépasse le taux d'intérêt ou profiter de la baisse des charges pour réduire la dette ? Ces options renvoient implicitement à la question du « bon » niveau de la dette qui s'analyse au regard de plusieurs critères, notamment notre capacité à respecter les engagements européens. Les auteurs considèrent que les taux bas offrent une opportunité pour financer des pans de modernisation des administrations (réorganisation, fusion de services, déploiement du numérique..) permettant à terme de les rendre plus efficaces et de dégager de réelles économies de fonctionnement. Deux des trois auteurs proposent d'aller plus loin dans cette logique, en adaptant les règles budgétaires européennes afin d'encourager la substitution des dépenses d'investissement aux dépenses courantes.

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.

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

En France, l'épargne est massivement investie dans l'immobilier et dans des placements liquides peu risqués. Cette allocation, guidée en grande partie par des considérations fiscales, n'est pas optimale : elle ne répond pas bien au motif d'épargne retraite qui devrait tirer profit de l'horizon de long terme ; et elle ne favorise pas le financement des investissements productifs. Il serait souhaitable d'élargir la palette de produits financiers proposant des arbitrages clairs entre liquidité, rendement et sécurité, et de rendre la fiscalité sur tous ces produits plus neutre.

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.

Retrouvez les *Notes du CAE* sur www.cae-eco.fr

À propos du Conseil d'analyse économique

Placé auprès du Premier ministre, le Conseil d'analyse économique a pour mission d'« éclairer, par la confrontation des points de vue et des analyses, les choix du gouvernement en matière économique ». Il est composé d'économistes universitaires et de chercheurs reconnus et réalise en toute indépendance ses travaux qu'il rend publics. Les opinions exprimées dans les *Notes du CAE* sont celles de leurs auteurs et n'engagent ni le Conseil, ni le Président délégué, ni bien entendu le Premier ministre.

Contact Presse
Christine CARL

01 42 75 77 47

Suivez **@CAEinfo** sur Twitter



christine.carl@pm.gouv.fr

Courriel nomade : christine.carl@cae-eco.fr