

La mécanique de l'épargne tourne à l'envers

 lesechos.fr/idees-debats/editos-analyses/la-mecanique-de-lepargne-tourne-a-lenvers-1137806

Jean-Marc Vittori, *Les Echos*, 7 octobre 2019



Par Jean-Marc Vittori

Publié le 7 oct. 2019 à 7h30

Mis à jour le 7 oct. 2019 à 9h39

Pourquoi les Français sont les champions de l'épargne ?

Et si la baisse des taux d'intérêt encourageait l'épargne ?

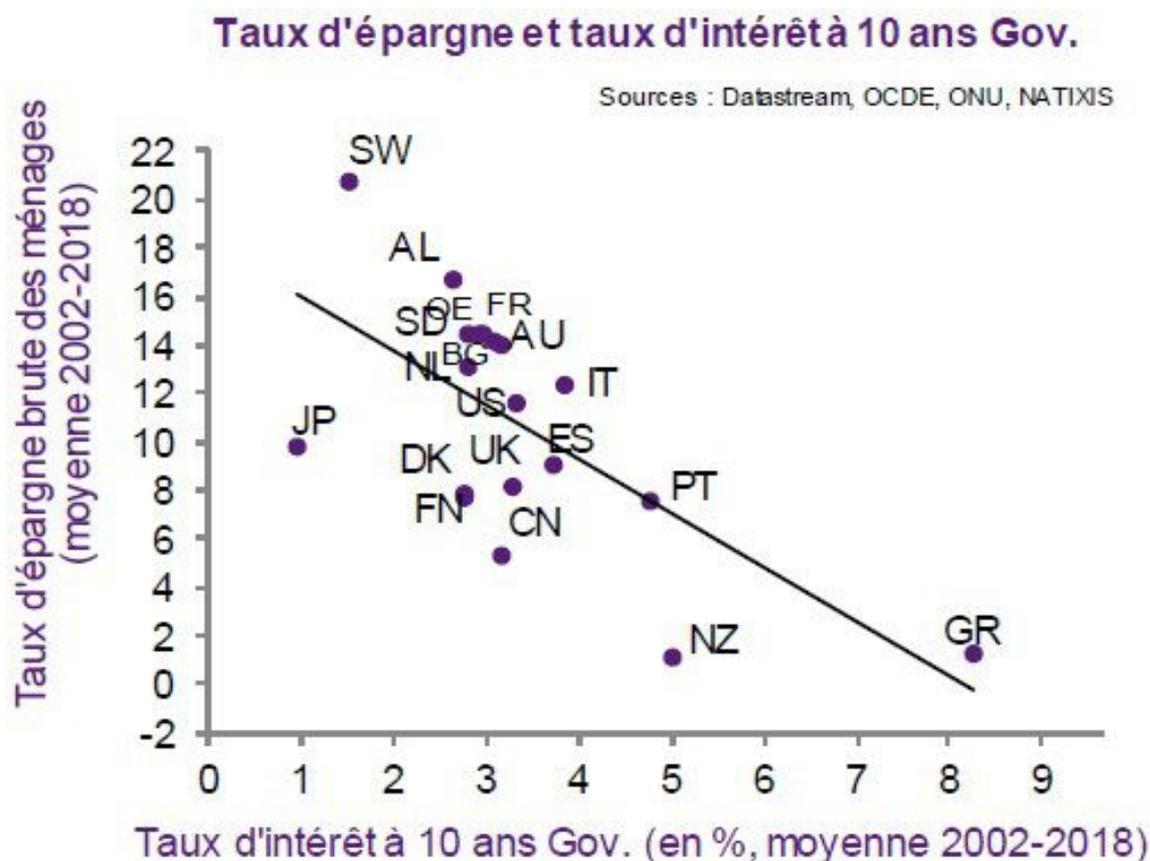
Cette proposition ne vous paraît peut-être pas choquante. Après tout, c'est bien ce qui se passe aujourd'hui. Les Français épargnent plus de 15 % de leurs revenus, un niveau historiquement très élevé, alors que cette épargne ne rapporte pratiquement plus rien. Le livret A dépasse les 300 milliards d'euros d'encours, alors qu'il ne rapporte que 0,75 % d'intérêts (moins que l'inflation), et que la baisse de ce taux est dans les tuyaux. En Allemagne, le mouvement est encore plus fort.

Une taxe nommée taux négatif

Mais pour maints économistes, cette proposition est profondément troublante. La première leçon d'économie, au moins chez les Anglo-Saxons, c'est que la baisse d'un prix stimule la demande et pèse sur l'offre. Si le kilo de carottes vaut moins cher, les acheteurs voudront en acheter davantage mais les agriculteurs en planteront moins.

La deuxième ou troisième leçon bascule le raisonnement dans la finance. Si le taux d'intérêt baisse, les entreprises voudront emprunter davantage pour investir, mais les épargnants mettront moins de côté. Si l'argent ne rapporte rien, autant le dépenser. Et même le plus vite possible s'il est soumis à une taxe nommée taux négatif.

Sauf que l'inverse se passe aujourd'hui. Alors que les taux sont extraordinairement bas, la Suède, l'Allemagne, la France, la Belgique, l'Autriche, la Suisse et l'Australie ont un taux d'épargne anormalement élevé, selon les calculs de Patrick Artus, l'économiste en chef de la banque Natixis.



A taux faible, épargne élevée. Source : Patrick Artus (Natixis)

Aujourd'hui, les taux d'intérêt semblent donc tourner à l'envers. C'est un peu comme si les physiciens découvraient soudain que les pommes détachées de l'arbre montaient au ciel au lieu de s'écraser. Renonçant à leurs certitudes passées, certains économistes cherchent à comprendre. Voici leurs premières pistes.

Provisions de retraite à regonfler

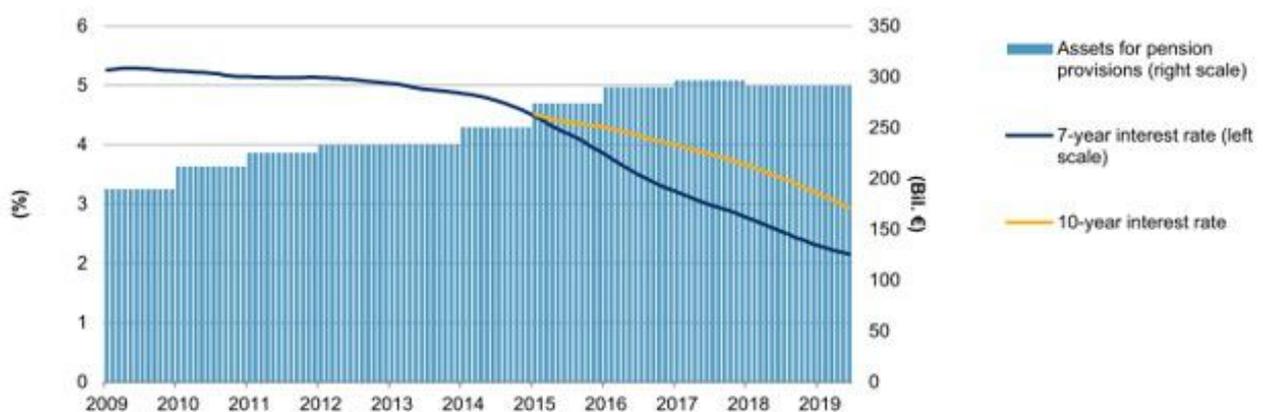
D'abord, le taux d'intérêt ne détermine pas seulement le choix entre épargne et consommation. Il détermine aussi ce que rapportera cette épargne. Un « effet revenu » auxquels sont très sensibles les particuliers ayant leur retraite en ligne de mire. Comme ils veulent préserver leur futur niveau de vie, « *quand les taux d'intérêt sont plus bas, ils épargnent plus et non moins. Des taux plus bas font baisser la demande* », suppose dans un tweet Olivier Blanchard, l'ancien économiste en chef du FMI.

A question, in case somebody has done work or knows of work. I have a sense that many people are target savers, having in mind a target wealth they feel they need when retiring. When interest rates are lower, they save more, not less. Lower rates decrease demand. Any evidence?

— Olivier Blanchard (@ojblanchard1) [September 16, 2019](#)

Cette mécanique semble à l'oeuvre en Allemagne du côté des entreprises. Elles accumulent en effet des provisions pour payer les pensions de leurs futurs retraités. Suite à la baisse des taux d'intérêt, un quart des entreprises de plus de 1.000 salariés ont dû réduire leurs investissements pour regonfler ces provisions, soulignent Sarah Limbach et Marion Amiot, deux économistes de l'agence de notation Standard & Pooors. La baisse des taux fait bien baisser la demande.

Lower Discount Rates Have Increased Pension Provisions By 25% Since End-2013



Allemagne : provision des entreprises pour les retraites. Source : S&P Global Ratings

Cet « effet revenu » est moins convaincant du côté des jeunes. D'où une deuxième explication avancée par Michala Marcussen, l'économiste en chef de la Société Générale. Avec des taux d'intérêt plus élevés, il pouvait y avoir arbitrage entre location et achat d'un logement. Le locataire payait moins cher et investissait dans des placements financiers. Avec des taux ridiculement bas, ce choix a disparu. La priorité pour les jeunes, c'est alors d'épargner davantage pour constituer leur apport personnel.

L'écho de Recep Erdogan

La troisième explication est de celles dont les économistes raffolent même si elle repose sur des hypothèses hallucinantes. Stephen Williamson, un ancien économiste de la Réserve fédérale de Saint-Louis, imagine ainsi « *un monde dans lequel il n'y a aucune incertitude et où tout le monde sait ce que sera la future inflation* ». Dans ce cas, une baisse des taux par la banque centrale conduit les consommateurs à anticiper une baisse des prix, les incitant à reporter leurs achats et donc à épargner en attendant. Un scénario imaginé par un économiste américain de la première moitié du XXe siècle, Irving Fisher, d'où l'étiquette de « *néo-fishérien* » - même si Fisher l'a ensuite réfuté.

Ce scénario pose deux problèmes politiques. D'une part, le seul gouvernant qui ait semblé y croire est le président turc Recep Erdogan. « *Si vous n'abaissez pas des taux d'intérêt élevés, alors l'inflation élevée ne baissera pas* », affirmait-il en juin dernier . Mais il n'incarne pas précisément une politique économique exemplaire.

Dettes très élevées

D'autre part, ce scénario induit une politique monétaire audacieuse. Pour soutenir la demande et faire baisser l'épargne, il faudrait augmenter les taux d'intérêt et non les réduire encore, comme le font nombre de banques centrales. Sur des marchés où la dette n'a jamais été aussi élevée, où les investisseurs adorent jouer la nervosité pour faire pression sur les autorités monétaires, il paraît peu probable que les banquiers centraux s'engagent dans pareille voie. Du moins tant que les économistes n'ont pas apporté d'arguments plus définitifs pour dissiper les mystères de l'épargne.

Jean-Marc Vittori