



## L'ÉCLAIRAGE | CHRONIQUE

PAR JEAN-PIERRE PETIT

# Pourquoi des taux si bas ?

En comparant sur les cinq dernières années des ratios tels que le déficit budgétaire, la dette publique, le compte courant, la position extérieure – en pourcentage du produit intérieur brut (PIB) – de la France d'une part, des pays d'Europe du Sud et de l'Irlande d'autre part, il apparaît, à l'aune des primes de risque qu'ont subies les seconds, que la France bénéficie d'un traitement de faveur de la part des marchés. Pourquoi ?

Elle profite de toute une série de soutiens, au premier rang desquels figure sa taille (20 % du PIB de la zone euro, troisième emprunteur souverain, un poids politique majeur) qui lui confère un caractère systémique : un défaut de la France entraînerait mécaniquement l'implosion de l'union monétaire européenne.

En ce sens, on pourrait qualifier sa situation de « privilège exorbitant », expression utilisée depuis les années 1960 à propos des États-Unis, qui continuent de financer leurs déficits jumeaux « sans pleurs ». Cet avantage provient, dans le cas américain, du fait qu'ils émettent la monnaie de réserve internationale. Dans le cas de la France, il est lié au fait qu'elle bénéficie de la crédibilité allemande.

Elle profite aussi d'une base de comparaison favorable. La photographie instantanée de ses fondamentaux est souvent meilleure que celle des pays attaqués par les marchés.

Ainsi, l'Italie, de taille comparable, apparaît plus dégradée. Sa compétitivité structurelle et sa productivité sont plus faibles, le vieillissement de sa population est plus marqué, le stock de sa dette publique est plus élevé. Il y règne aussi une moindre stabilité poli-

tique et la corruption y est plus élevée. Seuls avantages pour la Botte : l'équilibre de la balance courante et une base industrielle et exportatrice plus forte que celle de l'Hexagone.

La France a aussi bénéficié du processus de renationalisation des dettes publiques déclenché à la suite de la crise systémique de 2011. Les investisseurs institutionnels français se sont allégés de leur portefeuille de dette publique périphérique au profit de la dette française. Quant à la détention hors zone euro de dette française, elle reste élevée, comme pour l'Allemagne, au contraire de l'Italie et de l'Espagne. Les flux de capitaux nets ont été positifs pour la dette française.

### Bienveillance de la BCE

La France profite aussi de l'abondance des liquidités internationales et de la bienveillance supposée de la Banque centrale européenne, depuis la mise en place du dispositif OMT (ces opérations monétaires sur titres permettent d'alléger les tensions liées à la dette des pays de la zone euro).

Divers dispositifs prudentiels (ratio de liquidité des banques, régulation des dérivés de gré à gré, Solvabilité 2...) ont aussi provoqué une hausse de la demande d'actifs prétendus « sans risque » (notons que ce concept est illusoire, mais qu'il reste bien présent...).

La littérature théorique nous indique en effet que ce qui caractérise l'actif sans risque est son insensibilité à l'information sur les fondamentaux des émetteurs, autrement dit sur la valeur intrinsèque de l'actif. On sait pourtant à quoi ce type d'analyse peut conduire : bien des produits structurés de crédit, ainsi que la dette souve-

raîne grecque, étaient jugés sans risque il y a encore peu de temps.

Mais que l'on ne compte pas sur les agences de notation ou sur les économistes et les analystes des grandes institutions financières pour établir un jugement préventif, objectif et indépendant. Outre les conflits d'intérêts, le mimétisme autoréférentiel est assez puissant pour alimenter la persistance de bulles pendant de longues périodes. La forte concentration des détenteurs de dette est aussi un frein à une analyse objective des choses.

Les phénomènes de survalorisation des dettes souveraines sont d'autant plus fréquents que le concept de soutenabilité des finances publiques n'est pas objectif : il dépend beaucoup des hypothèses de croissance potentielle nominale future et de taux d'intérêt d'équilibre, sur lesquelles il n'y a jamais de consensus.

Jusqu'en 2007, le risque grec était appréhendé par les marchés au même niveau que le risque allemand. La Grèce n'avait pourtant jamais respecté la règle des 3 % de déficit, mais son endettement apparaissait soutenable grâce aux bas niveaux de taux. C'est un faisceau de facteurs qui a contribué à l'explosion des primes de risque à partir de la fin 2009 : une hausse vertigineuse du déficit après la crise de 2008, la révélation du caractère non fiable des données officielles grecques, la dégradation des ratings, l'absence de réaction rapide et appropriée des autorités européennes...

Pour faire changer le ressenti sur la France, il faudrait des événements puissants : une crise politique de nature à remettre en cause son engagement européen ; une brutale dégradation économique ; une forte détérioration des relations franco-allemandes...

A plus long terme, un redressement substantiel de l'Italie et de l'Espagne, ou une forte correction obligatoire internationale (à la suite d'une erreur de politique monétaire) constitueraient des défis sérieux pour la soutenabilité de la dette française. L'immobilisme français a encore de l'avenir... ■

JEAN-PIERRE PETIT est économiste et président de la société de conseil « Les Cahiers verts de l'économie »