LES CAHIERS DU CENTRE

Numéro 50

JANVIER 2022

Centre des Professions Financières

CAHIERS DU CENTRE
Revue publiée par le Centre des Professions Financières

Centre des Professions Financières
6 avenue Mac Mahon - 75017 Paris
Tél : 01 44 94 02 55
www.professionsfinancieres.com
contact@professionsfinancieres.com

Présidents du comité de rédaction
Jean-Jacques PERQUEL
Jean-Pierre MAUREAU

Responsable de la publication
Catherine CHEVASSUT
c.chevassut@professionsfinancieres.com

* * *

Sommaire

Éditorial ……..……p.4
Jean-Pierre MAUREAU, Président du Club des Investisseurs de Long Terme du CPF et Président de l'Académie de Comptabilité

Intervention lors des « Rencontres Colbert »..……p.6
Michel PÉBEREAU, Président du Centre des Professions Financières, Membre de l'Académie des Sciences Morales et Politiques

Que peut signifier aujourd'hui la souveraineté monétaire nationale ? …….……...p.11
Christian de BOISSIEU, Vice-Président du Cercle des Économistes, Professeur émérite de l'Université Paris I Panthéon-Sorbonne

La cliente lit que la Banque de France lance « l'euro-digital »… et appelle son banquier !.....p.20
Jean-Paul BETBÈZE, Professeur émérite de l'Université Paris II Panthéon-Assas

Quel impact des taux bas sur la détention de liquidité par les investisseurs individuels et les entreprises ? p.24
Grégoire NAACKE, Directeur de l'Observatoire de l'Épargne européenne (OEE)

La « grande sécu » ou la poursuite de la volonté d'étatiser la protection sociale…..…….p.38
Lionel TOURTIER, Président de Génération E.R.I.C. (Épargne, Retraite, Investissement, Croissance)

Long-term investment has been hurt by the crisis and by the way it was managed…….p.64
Jacques de LAROSIÈRE, ancien Gouverneur de la Banque de France, ancien Directeur Général du FMI

Éditorial

Article premier du préambule de la Constitution du 4 novembre 1848 adoptée par l'Assemblée nationale et promulguée par son président :

« La France s'est constituée en République. En adoptant cette forme définitive de gouvernement, elle s'est proposée pour but de marcher plus librement dans la voie du progrès et de la civilisation, d'assurer une répartition de plus en plus équitable des charges et des avantages de la société, d'augmenter l'aisance de chacun par la réduction graduée des dépenses publiques et des impôts, et de faire parvenir tous les citoyens, sans nouvelle commotion, par l'action successive et constante des institutions et des lois, à un degré toujours plus élevé de moralité, de lumière et de bien-être. »

Dans la première partie du XIX^{ème} siècle, lors des premiers développements de l'ère industrielle, la France « révolutionnaire » visait déjà la réduction des dépenses publiques et des impôts. La réflexion sur le rôle de l'État et le bon encadrement de ses dépenses et de ses recettes reste d'actualité.

1. Michel PÉBEREAU, Membre de l'Académie des Sciences Morales et Politiques, Président du Centre des Professions Financières, lors des dernières Rencontres Colbert, soulignait le poids excessif des impôts en France et la nécessité de réduire les déficits publics ; voici le texte de son intervention.

2. Christian de BOISSIEU, Vice-Président du Cercle des Économistes, Professeur émérite de l'Université Paris I Panthéon-Sorbonne, nous fait partager, en avant-première, les éléments d'un livre à paraître. Il s'interroge sur la signification aujourd'hui de la souveraineté monétaire nationale.

3. Jean-Paul BETBÈZE, Professeur émérite de l'Université Paris II Panthéon-Assas, nous permet de reproduire le texte d'un de ses envois dominicaux qui relate, avec un sourire, les interrogations d'une cliente face à son banquier à propos de l'euro digital. Réflexions sur des pratiques du quotidien qui vont encore changer.

4. Grégoire NAACKE, Directeur de l'Observatoire de l'Épargne européenne (OEE), restitue les très intéressants résultats des travaux académiques de l'OEE et de l'EDHEC analysant l'impact des taux bas sur la détention d'actifs liquides.

5. Lionel TOURTIER, Président de Génération E.R.I.C. (Épargne, Retraite, Investissement, Croissance.), dans un papier engagé, analyse le projet de « Grande Sécurité Sociale ». Vieille tentation française, l'étatisation de la santé en France est une illustration post crise d'une tendance néolibérale plus large détruisant le paritarisme, elle aurait des incidences nombreuses aux conséquences difficiles à évaluer.

6. Jacques de LAROSIÈRE, ancien Gouverneur de la Banque de France, ancien Directeur Général du FMI, est intervenu d'une manière très appréciée à l'occasion de plusieurs de nos colloques récents ; voici le texte et les graphiques de son allocution au « G20 des Fonds de Pensions » que le CILT a organisé conjointement avec le World Pension Council. L'investissement à long terme, perturbé par la crise, pâti de taux trop faibles et de politiques monétaires trop longtemps accommodantes, impuissantes à favoriser significativement les investissements de long terme.

Bonne lecture.

Jean-Pierre MAUREAU
Président des Cahiers du Centre
Président du Club des Investisseurs de Long Terme
du Centre des Professions Financières

Intervention lors des « Rencontres Colbert »

Michel PÉBEREAU, *Président du Centre des Professions Financières, Membre de l'Académie des Sciences Morales et Politiques*

Pour moi, la stratégie la plus efficace pour redonner à notre pays une chance de se réindustrialiser, c'est de revoir complétement la place des administrations publiques dans notre économie et dans la vie des entreprises en cessant d'utiliser la dépense publique comme la réponse à tous nos problèmes et en engageant une révision d'ensemble des dépenses publiques. Cela permettrait d'aboutir à leur réduction et rendrait ainsi possible l'allègement de la pression fiscale.

Le niveau de nos prélèvements obligatoires est un handicap majeur pour le développement de nos entreprises et en particulier pour notre industrie qui doit donc assurer sa compétitivité au niveau mondial. Avec une charge de 44,5% du PIB, nous étions numéro 2 de l'OCDE après le Danemark en la matière en 2020. Cela pèse inévitablement sur la compétitivité du travail en France, dont le coût est alourdi par impôts et cotisations sociales. Et cela pèse sur la compétitivité des entreprises, les prélèvements venant amputer la part de leurs ressources qu'elles peuvent affecter à leurs investissements et à la rémunération tant du capital que du travail.

En particulier, le poids des impôts de production est inquiétant. Il représente 2% du PIB en France, plus que nos partenaires européens alors que l'Allemagne est à moins de 0,5%. La décision du gouvernement de baisser cet impôt était donc opportune. Pour continuer et réduire aussi les autres impôts et taxes qui affectent notre compétitivité, sans réduire le produit de nos prélèvements obligatoires, il serait possible de les remplacer par une augmentation de la TVA. Cet impôt sur la valeur ajoutée est très intelligent. Il est neutre pour les échanges internationaux, car il est remboursé pour les produits et services exportés et systématiquement appliqué aux importations. Il a

été inventé par les français. L'Union Européenne l'a adopté. Assez curieusement sa place dans nos recettes fiscales est moins importante que chez certains de nos partenaires et en particulier l'Allemagne, en raison de différences dans les taux pratiqués. Nous pourrions donc l'augmenter.

Mais nous devons prioritairement réduire nos déficits publics. Ceux-ci ont dépassé (presque continument depuis 2002) le plafond de 3% fixé par les Traités que nous avons signés. Creusés à 7,2% en 2009 pour limiter la récession provoquée par la crise financière, ils avaient baissé de 2 points à 5,2% en 2 ans en 2011, mais ils n'ont ensuite diminué que de 1,6 points à 3,6% de 2011 à 2016, plaçant notre pays en état de déficit excessif. Le gouvernement d'Emmanuel Macron les a ramenés à 3% en 2017, 2,3 en 2018 et 3,1 en 2019 malgré la crise des gilets jaunes. Mais la pandémie vient de les hausser à 9,1% en 2020 et 8,4% en 2021, 4,8% est pour l'instant annoncé pour 2022.

Ces déficits sont très préoccupants. Ils sont trop lourds pour être financés par l'épargne nationale et ils ont installé notre pays dans un déficit de ses paiements courants qui atteint 2% du PIB en 2020. L'emprunt à l'étranger est nécessaire pour financer la vie de tous les jours des français. Nous sommes presque seuls en Europe dans cette situation. Mais surtout notre dette publique qui était de 80% du PIB en 2010 comme l'Allemagne, était proche de 100% en 2019 alors que l'Allemagne avait ramené la sienne à 60%. Elle devrait passer de 115,6% en 2020 à 114% en 2021 d'après les prévisions actuelles du gouvernement.

L'origine de ces déficits permanents, c'est le niveau alarmant de nos dépenses publiques. En 2019, avant la crise du covid, elles représentaient déjà plus de 1300Mds€, et 53,8% du PIB, ce qui faisait de nous le champion de l'OCDE, une dizaine de points au-dessus de la moyenne des autres et de l'Allemagne. En 2022, elles doivent atteindre 55,6% du PIB en raison d'un accroissement de 236Mds€ par rapport à

2019, dont 15% seulement sont consacrés aux deux plans de relance et de soutien. L'essentiel correspond à des dépenses de fonctionnement.

Pour que nos finances publiques cessent de peser sur la compétitivité de notre appareil productif, il est urgent de réduire nos dépenses publiques. Et pour cela, il faut d'abord ne plus les accroître. Il faut cesser d'alimenter les lourdeurs et les incohérences de notre appareil administratif en créant systématiquement de nouvelles structures et de nouveaux instruments des politiques publiques sans jamais nous interroger sur l'utilité de ceux qui existent déjà. Et surtout, il faut remettre en cause nos pratiques politiques collectives qui font de l'annonce d'une dépense publique supplémentaire la réponse systématique, et parfois unique, à tous nos problèmes, quels qu'ils soient, y compris nos problèmes de société.

Mais il faut bien sûr organiser la décrue. Cela suppose une révision d'ensemble des dépenses car chacun des trois groupes d'administrations contribue à leur dérive.

L'État est en déficit depuis 1974, c'est-à-dire près de 40 ans ! Son déficit doit dépasser 143 Mds€ en 2022, c'est-à-dire que près d'un tiers (31,5%) de ses dépenses seront financées par l'emprunt. Mais les collectivités locales connaissent elles-aussi une croissance continue de leurs dépenses : le nombre de leurs fonctionnaires territoriaux a été multiplié par 2,5 depuis 1981. Il s'est accru de 1 million deux cent mille. Le transfert de missions de l'État n'explique qu'une partie limitée de cette augmentation. Ces collectivités sont largement financées par l'État et contribuent donc au déficit de celui-ci. Et certains investissements comme la politique systématique de construction de ronds-points alimentent leur propre endettement. Quant à nos régimes sociaux, leurs dépenses atteignent 32,2% du PIB, ce qui fait de nous les champions du monde en la matière et explique que tant les régimes de retraite et d'assurance maladie que celui du chômage soient en déficit, ce qui est contraire aux principes élémentaires de la

solidarité entre générations. La pandémie a porté le déficit de la Sécurité Sociale de 1,9 Mds en 2019 à 38,7 en 2020 et 34,6 en 2021. Il devrait encore être de 21,6 en 2022. Ces dépenses sociales sont des dépenses de tous les jours et non des investissements. Les financer largement par la dette a pour conséquence de faire peser leur charge sur les français de l'avenir qui auront évidemment à faire face à leurs propres dépenses à ce titre. C'est tout à fait inéquitable. En particulier en matière de retraites : le système de répartition que nous avons choisi supposerait que chaque année les cotisations des actifs financent les pensions versées.

Une révision d'ensemble des dépenses publiques est urgente. Elle doit concerner chacune des groupes d'administrations puisque tous ont connu des dérapages. Elle devrait être générale car il faut réduire suffisamment l'ensemble afin de créer des marges de manœuvre au profit des secteurs pour lesquels les dépenses devraient être accrues : la recherche, la protection de l'environnement et de la biodiversité, et notre sécurité intérieure et extérieure. Il faudrait s'assurer que chaque dépense est indispensable et que chaque euro dépensé l'est à bon escient. Cela suppose de maitriser et de réduire les dépenses de fonctionnement en tirant parti de la révolution digitale, mais aussi des réductions de postes de travail rendues possibles par les progrès passés de l'informatique et l'amélioration possible de l'organisation pour chacun des organismes publics, quelle que soit son niveau et sa taille.

Au-delà, pour l'État, le parlement devrait obtenir du gouvernement un engagement de retour à l'équilibre à une date déterminée et veiller, chaque année, à la mise en œuvre des réformes et des restructurations nécessaires. Pour les régimes sociaux, celles-ci sont connues, et certaines sont appliquées par nos voisins. Réduire le nombre de retraités par cotisant en relevant l'âge de la retraite (à 65 ans, puis 67 ans) et le nombre d'annuités nécessaires pour la retraite à temps plein. Appliquer les 44 recommandations que la Cour des Comptes vient de présenter pour limiter significativement les dépenses de santé grâce à une

régulation pluriannuelle. Appliquer largement le système bonus-malus pour l'assurance-chômage. Et réduire vraiment le mille-feuilles pour les collectivités territoriales.

Cette révision d'ensemble des dépenses devrait être organisée dans le cadre d'un programme à long terme (dix ans par exemple) qui permettrait d'envisager une stabilisation puis une réduction des prélèvements obligatoires après avoir réduit très rapidement les déficits publics et les avoir fait disparaître afin d'engager le reflux de la dette publique.

La réduction de notre dépense publique est indispensable pour convaincre les investisseurs, les marchés, que notre pays a la capacité et la volonté d'honorer sa dette. Il faut l'engager afin d'éviter tout dérapage des taux d'intérêt des emprunts que nous sommes contraints en permanence de contracter pour régler les échéances de la dette existante. C'est aussi la condition nécessaire pour rétablir l'équilibre de nos paiements courants et cesser d'alourdir notre endettement étranger. C'est le seul moyen de réduire à la fois déficit public et déficit extérieur.

Parallèlement, il faudrait vraiment une révision générale des réglementations. Celles-ci affectent toutes les activités productives mais elles sont particulièrement handicapantes pour l'industrie car nombreuses sont celles qui concernent ses processus de production eux-mêmes. Le Conseil d'État souligne périodiquement, dans son rapport annuel, le volume excessif des réglementations nouvelles qui ont le double inconvénient de complexifier les processus de production, dans l'industrie plus encore que dans les services, et d'en alourdir le coût. Cela affecte aussi la compétitivité de nos entreprises par rapport à celles de pays moins portés que nous à la réglementation. C'est là un autre problème, qui sort de mon champ de compétence. Et la réduction de la dépense publique est la clé de celle des prélèvements obligatoires, c'est-à-dire de notre compétitivité.

Que peut signifier aujourd'hui la souveraineté monétaire nationale ?

Christian de BOISSIEU, *Vice-Président du Cercle des Économistes, Professeur émérite de l'Université Paris I Panthéon-Sorbonne*

I. Problématique

La souveraineté monétaire nationale est souvent revendiquée par des partis et des responsables politiques qui, ce faisant, flattent les opinions publiques spécialement chatouilleuses sur le sujet. « Battre monnaie » est l'une des composantes fortes et l'un des symboles les plus directs du pouvoir des États et de la souveraineté nationale. « Money is power » résumait à l'époque l'économiste britannique Sir Roy Harrod. Et pas seulement pouvoir d'achat…Mais le pouvoir monétaire des États et des banques centrales a été progressivement érodé par l'implication directe et massive des banques commerciales dans le processus de création monétaire, par la globalisation financière avec les entrées et sorties massives de capitaux, par l'intégration monétaire et financière en Europe.

En pratique, les attributs attachés à l'idée de souveraineté monétaire nationale sont multiples. Voici à mes yeux les principaux :

1. Le contrôle par la banque centrale, devenue un peu partout indépendante du gouvernement, de la masse monétaire domestique, c'est-à-dire de la monnaie qui circule plus ou moins vite à l'intérieur du pays.
2. Le contrôle par la banque centrale des taux d'intérêt directeurs. Directeurs car déterminant les taux sur le marché monétaire (marché de l'argent à court terme)) et influençant, indirectement et même directement en cas de « quantitative easing », le niveau des taux à long terme.
3. La fixation du taux de change. Dans la plupart des pays, le choix du régime de changes (fixes ou flottants, …) est de la compétence du

ministère des finances alors que le choix du niveau du taux de change, en changes fixes, relève le plus souvent d'une concertation entre le ministère des finances et la banque centrale.

Pour la clarté du débat, il est utile de distinguer la souveraineté *formelle* de la souveraineté *réelle*, et cela vaut en matière monétaire comme sur d'autres points. Je prends juste un exemple pour être concret. La France disposait-elle de sa souveraineté monétaire durant la période du Système monétaire européen (SME), donc entre 1979 et l'arrivée de l'euro en janvier 1999 ? Formellement oui. Car la Banque de France fabriquait les billets en circulation, contrôlait (plus ou moins) la masse monétaire interne, fixait ses taux directeurs et décidait en lien avec le ministère des finances de la politique de change. Dans la réalité, sur cette période et compte tenu du rôle dominant du deutsche mark dans le SME, la Banque de France répliquait de façon quasi mécanique les mouvements de taux d'intérêt initiés par la Bundesbank. Souvent avec juste quelques minutes de décalage…Une seule fois durant la période, la Banque de France a précédé la Buba, sans doute parce qu'elle avait anticipé l'initiative de cette dernière. Cela veut dire que la souveraineté monétaire française sous le SME était plus formelle que réelle. De manière presque paradoxale, l'arrivée de l'euro, en comparaison de la configuration du SME, nous a fait regagner un peu de marges de manœuvre et de souveraineté monétaire grâce à la participation de la France aux codécisions de politique monétaire prises à Francfort dans le cadre de la BCE.

Dans le monde d'aujourd'hui, trois défis principaux pèsent sur la souveraineté monétaire nationale : 1/les asymétries durables dans le système monétaire international, 2/les processus de globalisation financière mais aussi d'intégration régionale, 3/l'essor des nouvelles technologies incarnées dans différentes formes de plateformes et dans les cryptomonnaies.

II. Souveraineté et asymétries monétaires

Certains pays sont plus souverains que les autres. Il s'agit des pays à monnaie de réserve, en particulier des États-Unis et du dollar, la monnaie de réserve par excellence.

Le pouvoir international du dollar se mesure à l'aune non pas de son taux de change, mais de ses parts de marché. Force est de constater que ces parts de marché ont à peine chuté depuis vingt ans. L'arrivée de l'euro a un peu modifié la donne, mais ses effets se feront sentir dans le long terme. Car le temps des transitions monétaires, des changements significatifs dans les parts de marché des différentes devises, est un temps long, qui contraste complétement avec le temps quasi instantané des variations des taux de change.

C'est ainsi que le dollar représente encore 60% des réserves de change des banques centrales dans le monde (à l'exclusion de l'or), facture encore près de 40% du commerce mondial, domine les transactions sur le marché des changes, sert de monnaie de règlement sur les marchés de matières premières. Ceux qui nous promettaient dès les années 1970 la « mort du dollar » se sont lourdement trompés ! A l'aune des parts de marché, l'euro arrive en numéro 2, loin devant les autres devises qui se partagent des miettes …

D'autres approches, complémentaires, confirment cette asymétrie monétaire. Ainsi, la causalité continue à aller des taux longs américains vers les taux longs européens (et pas l'inverse), comme le montrent des tests empiriques convergents. Autre illustration, de nombreux pays d'Amérique latine « dollarisés » n'ont que l'illusion de la souveraineté monétaire car, *de facto*, leur politique monétaire est du ressort de la Réserve fédérale américaine.

Les privilèges exorbitants du billet vert ont été dénoncés à maintes reprises par les partenaires et concurrents des États-Unis, spécialement

en France depuis le général de Gaulle conseillé par Jacques Rueff. « Déficit sans pleurs », « droit de seigneuriage », « douce insouciance » américaine, les qualificatifs pour décrire et dénoncer une telle asymétrie ont fait florès ; ils restent actuels vu la persistance des privilèges du dollar et le creusement des déficits jumeaux (budgétaires et extérieurs) américains en liaison avec le programme Biden de relance.

Les atteintes à la souveraineté nationale des autres pays ont été depuis peu accentués par l'extraterritorialité des règles américaines, avec comme point d'application les amendes unilatéralement imposées à certaines banques européennes par les États-Unis. Les Américains considèrent que toute transaction impliquant le billet vert, même entre des non-américains, même très loin du territoire américain, relève de leur juridiction. Et cette interprétation extensive, voire « impérialiste », est nourrie par les privilèges du dollar.

Peut-on corriger de telles asymétries qui par définition réduisent la souveraineté monétaire des pays qui n'émettent pas la monnaie de réserve par excellence ? Des intentions à la réalité, il existe un grand écart dû au temps long des transitions monétaires évoqué plus haut. Les grands marchés internationaux de matières premières vont continuer à facturer en dollars, même si de temps à autre se manifeste une velléité de recourir à une autre unité de compte (l'euro ? les DTS ? ...). Pour que l'Europe réplique à l'extra-territorialité des règles américaines, il faudrait qu'elle parvienne à un degré d'intégration politique lui permettant de mettre en œuvre un principe de réciprocité : appliquer ici ou là une extra-territorialité des règles européennes à des entités américaines. Nous en sommes loin ! Quant aux rééquilibrages souhaités par les Européens pour le système monétaire et financier international, ils vont prendre du temps. Souvenons-nous des deux à trois décennies qui ont marqué le passage de témoin de la livre sterling au dollar. N'oublions pas non plus que ce rééquilibrage monétaire et financier devrait impliquer non seulement le dollar et l'euro mais aussi le yuan chinois.

III. Souveraineté, globalisation et intégration

Un point de départ commode est fourni par le triangle d'incompatibilité mis en évidence par R.Mundell et T.Padoa-Schioppa : on ne peut avoir à la fois des changes stables, une parfaite mobilité des capitaux et des politiques monétaires nationales autonomes. Au mieux, seulement deux parmi ces trois « pôles » du triangle peuvent être conservés.

Une politique monétaire « autonome » signifie que la banque centrale ne tient pas compte de la contrainte extérieure dans la détermination de sa politique (fixation de ses taux directeurs, etc.). Elle relève donc de préoccupations de souveraineté monétaire nationale. Le triangle d'incompatibilité nous enseigne qu'alors il faut sacrifier soit la parfaite mobilité des capitaux, c'est-à-dire remettre en cause la libéralisation financière, soit la stabilité du taux de change.

Commençons par la première piste, le rejet de la parfaite mobilité des capitaux afin de retrouver un peu de souveraineté nationale. Il s'agirait en fait d'un contrôle étroit des entrées et sorties de capitaux, donc du retour à du protectionnisme financier. Deux questions. Cette voie est-elle réaliste ? Est-elle à privilégier ? Dans le monde actuel, des velléités protectionnistes en matière financière se heurteraient aux interconnexions créées par les nouvelles technologies (Internet, IA, blockchain…) et qui prévalent au plan mondial. La globalisation financière a depuis trente ans résisté à de nombreux chocs systémiques. Comme si elle était, pour une grande part, irréversible, en tout cas à l'horizon des dix prochaines années…Quant au caractère souhaitable ou non d'une telle approche, il faut rappeler que le protectionnisme entraîne à long terme plus de coûts que de bénéfices, surtout lorsqu'il se généralise.

L'autre voie consiste à donner plus d'autonomie à la politique monétaire nationale en remettant en question la stabilité des changes via le passage à des changes flottants. C'est d'ailleurs ce qui a été fait

au plan mondial en mars 1973 et prévaut depuis cette date. Il n'y a aucune raison de penser qu'à l'horizon des dix prochaines années (pour prendre cet horizon-là), le monde pourrait revenir à un système de changes fixes mais ajustables comme l'était le régime de Bretton Woods. Force est de reconnaître que la réalité est loin de ce qu'avaient annoncé les monétaristes et autres partisans des changes flottants. Car, en pratique, il s'avère compliqué d'échapper à des cercles vicieux, comme celui dans lequel la dépréciation de la devise renforce l'inflation domestique (via le renchérissement du coût des imports), ce qui provoque une nouvelle dépréciation…Que les changes flottants paraissaient beaux quand les changes fixes prévalaient ! Concrètement, les changes flottants n'ont pas renforcé la souveraineté monétaire des États, loin de là.

Puisque le protectionnisme financier n'est ni envisageable ni souhaitable, puisque les changes flottants ne sont pas la recette miracle envisagée par certains, il reste à explorer d'autres voies. L'une d'elles consiste à « internaliser » la contrainte externe, en abordant la question de la souveraineté monétaire à un niveau supranational. Concrètement, il s'agit de coordination internationale et d'intégration régionale.

La coordination internationale en matière de politique monétaire et de taux de change, depuis les débuts du G7 jusqu'aux dernières réunions du G20, est d'une faiblesse insigne. Il est le plus souvent question d'une coordination ex post des politiques monétaires, trop rarement d'une coordination ex ante. Surtout, la démarche adoptée relève d'un droit très « mou » : pas de discipline organisée, pas de sanctions en cas de non-respect des engagements oraux ou inscrits dans des communiqués souvent verbeux…La faiblesse de la gouvernance mondiale, comparée à la vigueur de la globalisation financière, illustre les limites du processus de coordination internationale des politiques monétaires nationales.

L'autre possibilité, plus prometteuse, moins désespérante, consiste à retrouver un peu de souveraineté monétaire et quelques marges de manœuvre via l'intégration régionale. C'est la voie, unique dans le monde par ses ambitions et ses mises en commun, adoptée par et dans la zone euro. Ce point a été illustré au début de ce chapitre, suggérant en quoi l'arrivée de l'euro a permis à la France d'avoir droit au chapitre monétaire en comparaison de la période du SME. Nous serions, les uns et les autres, probablement plus à l'aise avec la notion de souveraineté si nous acceptions de reconnaître que, pour certaines questions dont la monnaie, elle doit être pour l'essentiel découplée de l'aire de référence qu'est la Nation.

IV. Souveraineté et nouvelles technologies : monnaies publiques/monnaies privées

La guerre des monnaies évoque d'abord les dévaluations compétitives. Se profile désormais une autre guerre des monnaies, celle qui oppose monnaies publiques (ou officielles) et monnaies privées et dont les enjeux, éminemment politiques, touchent au pouvoir et à la souveraineté.

Le succès du bitcoin illustre la montée en régime des cryptomonnaies, ces monnaies digitales d'initiative privée, aux cours instables pour beaucoup d'entre elles, et dépourvues de banques centrales à même de servir de « prêteur de dernier ressort » en cas de coup de tabac. Certes, le bitcoin et les autres cryptomonnaies ne remplissent pas toutes les fonctions d'une monnaie complète, mais elles viennent quand même concurrencer les monnaies officielles pour certains usages. L'arrivée possible de Facebook avec sa monnaie Libra, rebaptisée Diem, donnerait une énorme impulsion à l'essor des cryptomonnaies privées puisque le géant américain compte près de 3 milliards d'utilisateurs !

Face à la privatisation de la monnaie, qui nous ramène loin en arrière dans l'histoire, les autorités ne sont pas en reste. Les banques centrales veulent reprendre la main ; elles travaillent au lancement de monnaies digitales publiques. La BCE est sur cette ligne, à l'horizon des cinq prochaines années. Les banques centrales ne font que mettre en œuvre, chacune dans sa sphère de contrôle, les nouvelles technologies du digital. J'ai d'ailleurs un peu de mal à comprendre pourquoi il faut autant de temps pour lancer des monnaies publiques digitales, car les technologies requises sont déjà disponibles. Le défi posé aux autorités publiques, nationales et internationales, par l'essor des cryptomonnaies appellerait en réponse un peu plus d'agilité dans la réactivité de la part des banques centrales …

L'euro numérique viendra compléter le cash, se substituer pour partie à lui. Partout, la part du cash dans le total des moyens de paiement recule, avec les vagues successives d'innovations technologiques. Une partie des transactions courantes va pourtant continuer à se faire en cash pour des raisons d'habitude et de commodité, sans oublier que l'économie informelle, présente ici ou là, fonctionne avec le cash.

L'euro numérique s'échangera à la parité 1/1 contre toutes les autres formes de l'euro. Il sera donc un « stable coin », tout comme le Diem est prévu comme un « stable coin » par rapport au dollar. Cette propriété évitera la volatilité inhérente à de nombreuses cryptomonnaies.

Pour tous, les entreprises et les ménages comme pour les institutions financières, l'euro numérique va réduire les coûts de transaction, accélérer et sécuriser les règlements, potentiellement accroître la vitesse de circulation de la monnaie. Le digital élargit le champ des possibles, en même temps qu'il se prête à des cyberattaques.

Avec les monnaies digitales des banques centrales, l'articulation entre monnaies publiques et monnaies privées deviendra essentielle. Les

cryptomonnaies privées sont livrées pour leur prix au jeu permanent de la loi de l'offre et de la demande. Ce qu'il faut bien appeler la folie bitcoin l'illustre en particulier. Par définition l'euro numérique aura, lui, la BCE comme garant de sa stabilité et de sa liquidité.

Monnaies digitales publiques et privées seront concurrentes. Avec, à la clef, le primat de ce qui fait la qualité d'une monnaie : la stabilité de sa valeur, la profondeur des marchés financiers auxquels elle est adossée, bien sûr aussi sa quantité disponible. Mais monnaies digitales publiques et privées seront aussi complémentaires. La convertibilité entre elles, dans les deux sens et avec des points de passage nombreux, sera une information cruciale pour la lutte contre l'évasion fiscale, contre le blanchiment de l'argent sale et contre le financement du terrorisme.

Christian de Boissieu est Professeur émérite à l'Université de Paris I (Panthéon-Sorbonne) et vice-Président du Cercle des économistes. Il a été Président du Conseil d'analyse économique et membre du Collège de l'Autorité des Marchés Financiers.

Ce texte est en partie repris de ma contribution à un ouvrage collectif du Cercle des économistes sur le populisme aujourd'hui, à paraître chez Odile Jacob en mars 2022 et dirigé par F.Benhamou et H.d'Albis.

La cliente lit que la Banque de France lance « l'euro-digital »… et appelle son banquier !

Jean-Paul BETBÈZE, *Professeur émérite de l'Université Paris II Panthéon-Assas*

La Cliente **:** Ah, que je suis heureuse de vous parler ! ***Le Banquier*** **:** Je suis aussi ravi que vous. Alors, que voulez-vous acheter ?

L C **:** Rien : je veux une explication. Voilà : j'ai lu que la Banque de France allait lancer un « e-euro », un « euro-digital ». Il serait plus sûr que mes billets et que les euros que j'ai chez vous ! C'est vrai ? ***L B*** **:** Ce n'est pas faux, mais pas tout à fait vrai non plus : « il faut que tout change pour que rien ne change » ! François Villeroy de Galhau, le Gouverneur de la Banque de France, devient notre Prince Salina du Guépard, quand il pousse cet euro digital. C'est sa « révolution monétaire mondiale », mieux que Garibaldi !

***L C* :** Arrêtez de vous moquer ! Cet « euro digital », qu'est-ce vraiment ?
***L B* :** C'est un euro inscrit dans un compte électronique lié à la Banque de France, pour la Banque centrale européenne. Il sera à part, en plus des vôtres. Dans deux ou trois ans, nous en aurons tous.

***L C* :** Alors je vous quitte ?
***L B* :** Mais non : ce compte sera logé ici, à côté des vôtres et géré par nous.

***L C* :** Mais qu'est-ce qu'il aura de plus ? Mieux rémunéré ? J'y vire tous mes euros ?
***L B* :** Pas mieux payé, presque gratuit, mais pas « tous vos euros » : jusqu'à 3000. La Banque de France veut une monnaie plus sûre et rapide dans votre portable, pour stabiliser l'économie (dit-elle) et baisser les frais des « petits comptes » mais pas que les autres se vident ! D'où la limite des 3000 euros.

***L C* :** Cet euro sera plus sûr que ceux que j'ai chez vous ?
***L B* :** En théorie oui. Mais un euro-BNP ou un euro-Crédit Agricole c'est aussi sûr qu'un euro-Banque de France !

***L C* :** « Euro-BNP » ou « euro-Banque de France » : c'est quoi cette histoire ?
***L B* :** Elle est nouvelle et compliquée, j'avoue. L'euro-BNP est celui que vous avez sur votre compte à la BNP. Il vaut un euro-Banque de France parce que, bien sûr, la BNP ne va pas sauter, comme toutes les banques françaises. Donc, ici, un euro est partout un euro, où qu'il soit inscrit.

***L C* :** Ouf ! Et à Chypre ?
***L B* :** Là vous avez raison : beaucoup de chypriotes modestes rempliront leur e-compte, ce qui ne va pas aider les banques locales ! Et

ici aussi les jeunes et les ménages modestes feront pareil. C'est la révolution des e-comptes gratuits, ultra-rapides et la fin des billets !

***L C* :** Quoi, plus de billets ?
***L B* :** Oui, l'e-euro va les tuer. Il ne s'use pas, ne se salit pas, ne se perd pas, ne se contrefait pas et ne porte pas le COVID ! Inscrits dans un compte à part, dans votre ordinateur ou votre téléphone portable, ces e-euros seront formellement à la banque centrale, mais vous les gérerez ici : nous ferons toutes vos transactions.

***L C* :** Donc je vire 3000 euros sur ce compte et le remplis au fur et à mesure que je dépense. Puis, avec l'épargne qu'il me reste, je place en dépôts à terme, en obligations ou en actions.
***L B* :** Oui, et nous fermerons les agences où vous n'allez plus, et laisserons un seul DAB pour toutes les banques du coin !

***L C* :** Ce sera un bain de sang !
***L B* :** Ce sera moins cher. Et il y aura moins de banques fragiles ou « troubles », dans des pays qui le sont... donc moins de banques, mais plus fortes, dont nous !

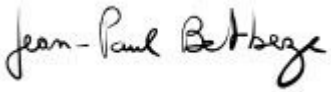
***L C* :** Et l'euro ?
***L B* :** C'est l'idée internationale derrière, au moins aussi importante que celle, nationale et européenne, de consolider notre système bancaire. Mais c'est encore plus compliqué.

***L C* :** Allez-y !
***L B* :** En fait, cet « e-euro » aidera l'euro dans la concurrence des grandes monnaies. La scène se passe aujourd'hui en Afrique, où l'euro est présent (transferts des migrants et peut-être corruption). L'e-euro y sera, en Afrique de l'Ouest, face au « Franc-CFA », qui voudrait (peut-être) rompre son lien fixe avec l'euro. Une secousse, dont il pourrait profiter. Est-ce pour prendre de l'avance que le Nigéria voisin a déjà lancé son e-Naira pour (officiellement) bancariser sa population ?

L C **:** Et la Chine ?
L B **:** Elle a déjà son e-yuan dans de grandes villes pour lutter contre l'instable Bitcoin dit-elle, y accoutumer les populations, peut-être aussi faire disparaître l'économie grise et ses billets… mieux savoir qui fait quoi, plus escorter ses « Routes de la soie », contre l'euro et surtout le dollar.

L C **:** Et les États-Unis ?
L B **:** Ils attendent, mais pas le choix. Les billets de 500 dollars, au Panama ou Genève, vont sortir. Où ?

L C **:** Nous voilà loin de mes billets et de mon compte : « il faut que tout change...
L B **:** … pour que rien ne change » !



A retrouver sur :
https://www.jpbetbeze.com/

Quel impact des taux bas sur la détention de liquidité par les investisseurs individuels et les entreprises ?

Grégoire NAACKE, *Directeur de l'Observatoire de l'Épargne européenne (OEE)*

Le 23 novembre dernier, à l'occasion d'un séminaire organisé par l'Observatoire de l'Epargne Européenne (OEE) et l'EDHEC, des échanges particulièrement enrichissants ont eu lieu sur un thème important pour l'OEE et cher à son ancien Président, Jacques de LAROSIÈRE[1] : l'impact des taux bas sur la détention d'actifs liquides.

Comme l'a rappelé le Président de l'OEE, Gérard RAMEIX, en introduction, la mission de l'OEE est « d'exécuter, de faire exécuter et de faire connaître par des moyens appropriés toute réflexion, étude et recherche sur l'épargne, son rôle économique et social et les facteurs susceptibles de l'influencer, notamment dans une perspective européenne. » Toutes réflexions, toutes études nouvelles et toutes nouvelles sources de données sur ces sujets sont précieuses pour éclairer le débat et les politiques publiques. C'est pourquoi ces séminaires organisés par l'OEE sont si précieux.

Dans un contexte de taux maintenus durablement bas, voire nuls, et d'incertitude face à la crise sanitaire, les placements des ménages et entreprises semblent se concentrer sur les liquidités. Ainsi, ils ne financent pas, autant qu'ils le pourraient, les entreprises en besoins de

[1] La décision, par les membres de l'Observatoire de l'Epargne Européenne d'organiser ce séminaire fait notamment suite à la publication en 2019 par Jacques de LAROSIERE d'un papier intitulé « Quel est l'effet des taux d'intérêt bas ou négatifs sur l'investissement à long terme ? » https://academiesciencesmoralesetpolitiques.fr/wp-content/uploads/2019/11/article-revue_des_deux_mondes_22_nov_2019.pdf

financement et l'épargne de long terme reste trop peu développée, notamment dans les pays où cette dernière est nécessaire pour faire face aux baisses annoncées du taux de remplacement des systèmes de retraite publics par répartition.

Les enseignements de la théorie économique

La théorie économique nous apprend que deux types de phénomènes, agissant en sens inverse, peuvent être engendrés par la baisse des taux d'intérêt :

1. Un phénomène de recherche de rendement face à l'augmentation de la prime de risque (Merton, 1971) qui amène les agents économiques à allouer leurs placements vers des actifs plus risqués (Becker Ivashina 2015, Campbell Sigalov 2020, Cox 1967) ; et

2. Un phénomène de trappe de liquidités (Keynes 1936) qui incite les agents, quand les taux sont proches de zéro, à échanger leurs actifs à taux fixe sans risque contre des liquidités. Le coût du renoncement à la liquidité n'est plus motivant si les taux sont proches de zéro et la politique monétaire n'a plus l'effet escompté.

Que peut-on apprendre de l'expérience norvégienne ?

Dans un premier temps, Laurent E. CALVET (EDHEC Business School) a présenté les résultats d'une étude qu'il a menée avec Sébastien BETERMIER (Université McGill) et Jens KVAERNER (Université de

Tilburg) pour l'OEE[2] sur l'impact des taux d'intérêt bas sur la détention de liquidités par les investisseurs individuels et des entreprises. Les trois experts ont analysé un ensemble de données administratives de haute qualité contenant les avoirs détaillés de chaque individu en Norvège depuis 1995 et de chaque entreprise depuis 2003. Cette analyse microéconomique sur les données norvégiennes a par ailleurs été complétée par une analyse macroéconomique sur plusieurs autres pays d'Europe en utilisant les données de comptabilité nationale, avec l'aide de l'OEE. Il convient toutefois de noter que le manque de granularité des données, au niveau macroéconomique, empêche de faire une analyse fine des comportements d'épargne des agents économiques face à la baisse des taux.

Dans leur papier, les chercheurs définissent un ratio de liquidité dans le portefeuille des agents économiques par le rapport des liquidités détenues en portefeuille sur l'ensemble des actifs financiers détenus. Les liquidités sont définies comme la monnaie, les dépôts transférables et les dépôts non-transférables (comptes épargne, titres monétaires et comptes à terme). Cette définition de la liquidité, comprenant les dépôts transférables et non-transférables, correspond en gros à l'agrégat monétaire M2.

[2] "How Did Low Interest Rates Impact the Cash Holdings of Individual Investors and Firms?" – Mai 2021
Étude réalisée par Sebastien BETERMIER (Université McGill), Laurent CALVET (EDHEC Business School) et Jens KVAERNER (Université de Tilburg)
https://www.oee.fr/download/saving-behaviors-of-low-income-households-in-europe/#

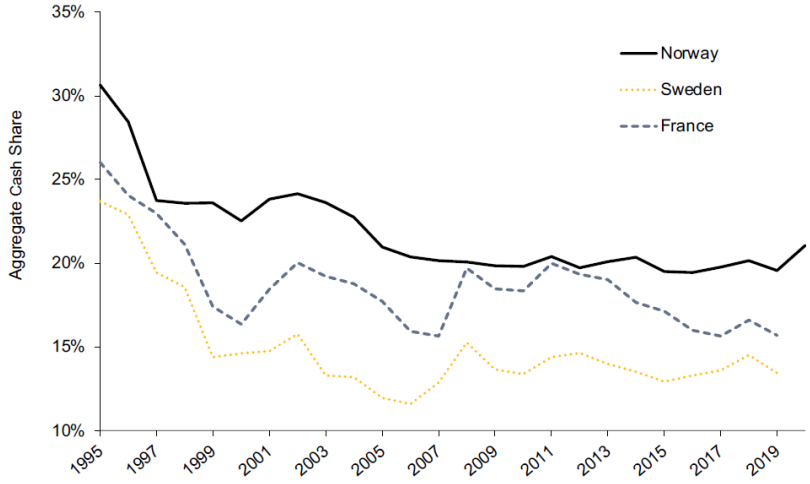
Il ressort de cette analyse microéconomique sur les données norvégiennes que :

1. Le ratio de liquidité a baissé de 6 points de pourcentage en Norvège sur les 25 dernières années, passant de 31% en 1995 à 25% en 2020 ;

2. Cette baisse est quasi exclusivement imputable aux 10% des ménages et entreprises les plus aisés, qui adaptent leurs allocations d'actifs, notamment M2 en fonction de l'évolution des taux d'intérêt alors que pour le reste des agents la part de cash est restée constante et sert uniquement à gérer leur trésorerie.

Depuis les années 2000, M2 a augmenté plus rapidement que le PIB en Norvège tout comme en France ou en Suède, mais cette croissance de M2 a toutefois été moins importante que la croissance de la valeur de l'ensemble des actifs financiers des ménages et entreprises. Ainsi, le ratio de liquidité agrégé pour les ménages et les entreprises, qui ensemble détiennent 90% de M2, a baissé sur la période. Les deux types d'agents économiques, ménages et entreprises, ont connu cette baisse en Norvège sur la période.

Graphique 1 – Ratio de liquidité agrégé des ménages et entreprises



Les données administratives norvégiennes nous permettent de connaître, pour chaque résident, avec ses caractéristiques socio-démographiques propres, la composition du patrimoine financier et du passif. Cela a permis aux chercheurs de mettre en évidence le fait que cette baisse du ratio de liquidité était expliquée par les comportements des 10% des agents les plus fortunés, qui ont adapté leur allocation de placements aux conditions de rémunération. Ceci est vérifié aussi bien pour ce qui concerne les ménages que pour les entreprises.

Qu'en est-il des autres pays d'Europe ?

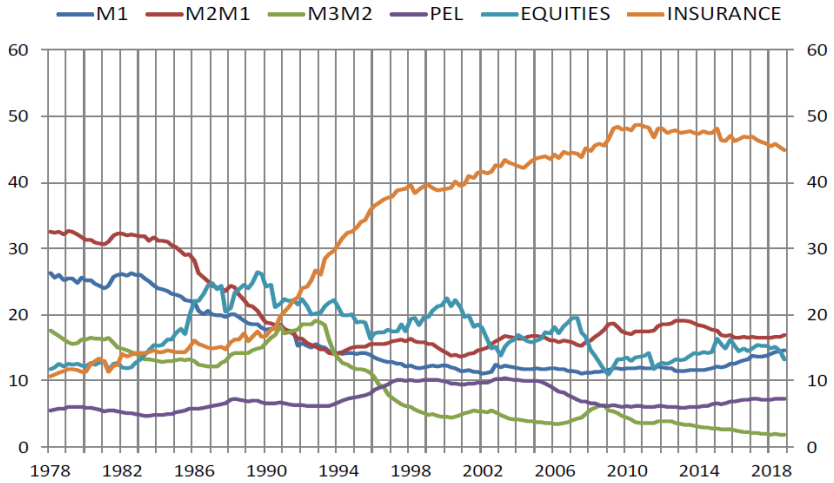
Le séminaire de l'OEE a également été l'occasion pour Franck SEDILLOT (adjoint au directeur des Statistiques Monétaires et Financières à la Banque de France) de revenir sur un papier qu'il a écrit

en 2019 avec deux de ses collègues (Sanvi AVOUYI-DOVI, Christian PFISTER) sur l'évolution de la composition du patrimoine financier des ménages en France sur les trois dernières décennies[3].

Comme nous l'avons vu précédemment dans la présentation de Monsieur CALVET, l'étude de la Banque de France met également en lumière une baisse de la part de M2 dans le patrimoine financier des ménages. Cette baisse est particulièrement marquée dans les années 90. En revanche, si nous prenons une définition plus restrictive des liquidités, sans les dépôts non-transférables, ce qui correspond en gros à l'agrégat monétaire M1, nous voyons alors apparaître en France une remontée du ratio de liquidité des ménages depuis 2015. Ainsi, depuis que les taux sont proches de zéro, nous semblons bien être, au moins en France, en présence du phénomène de trappe à liquidités décrit par Keynes.

[3] French Households' Portfolio: The Financial Almost Ideal Demand System Appraisal
Banque de France Working Paper - Sanvi AVOUYI-DOVI, Christian PFISTER & Franck SÉDILLOT – Sept 2019
https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/wp728.pdf

Graphique 2 - Le patrimoine financier des ménages depuis 1978 (en % du total)



Source : Source : Avoyi-Dovi, Pfister et Sédillot (2019), Document de travail Banque de France 728

Il peut y avoir des divergences sur la définition à prendre en compte pour le ratio de liquidité (avec M2 ou M1 au numérateur) et la bonne définition se situe probablement entre les deux. Toutefois, pour la France, il convient de noter que sont inclus dans la catégorie de comptabilité nationale « dépôts non-transférables » les Plans d'Epargne Logement (PEL). Il est possible de fermer à tout moment un PEL, les intérêts sont alors recalculés en cas de retrait avant 2 ans notamment. Toutefois, ces supports d'épargne étant destinés à constituer une épargne pour l'achat d'un bien immobilier ou le financement de travaux, on peut difficilement considérer qu'il s'agisse de liquidités. Les PEL représentent 16% des dépôts bancaires des ménages en France.

En outre, dans sa présentation, Monsieur SEDILLOT met également en évidence sur la période récente (2020-2021), une augmentation de la

part des produits de fonds propres dans les flux de placements financiers des ménages. De nombreux facteurs peuvent expliquer cette hausse, comme le surplus d'épargne COVID ou la remontée spectaculaire des marchés après le coronakrach, mais les taux bas et la recherche de rendement sont certainement, au moins en partie, une des raisons. Toutefois, comme Monsieur CALVET, Monsieur SEDILLOT rappelle que les agents sont hétérogènes et ne réagissent pas de la même manière aux évolutions du contexte économique. Dans un monde à agents hétérogènes certains ménages ne peuvent pas emprunter pour lisser leur consommation. Les ménages à faible revenu et peu de patrimoine financier ont une propension marginale à consommer plus élevée et sont donc plus sensibles aux chocs de revenu et de richesse et à la politique monétaire.

Quelles implications des politiques monétaires expansionnistes sur les inégalités, le financement des retraites, l'équité intergénérationnelle ?

La présentation des chercheurs a été suivie par une table ronde animée par Marie BRIERE (Head of Investor Research Center chez Amundi et Professeur associé à l'Université Paris Dauphine).

Elsa FORNERO (Vice-Présidente de l'OEE et Professeur Honoraire d'Economie, à l'Université de Turin) a rappelé, à cette occasion, que les données granulaires, exposées précédemment mettent en évidence un accroissement des inégalités dans la distribution des richesses. L'apport de liquidités des politiques monétaires expansionnistes et les taux bas engendrent une déconnection entre l'économie réelle et la sphère financière et un boom d'activité spéculative en bourse. On observe ainsi aussi un transfert de richesses entre les générations, des pauvres vers les riches et des petites vers les grandes entreprises. Les inégalités sont alors accentuées, comme nous avons pu le voir sur les dernières décennies. Elsa FORNERO rappelle que le gouvernement

dont elle a fait partie a été critiqué pour la mise en place de politiques d'austérité considérées comme co-responsables de la grande récession observée en Italie. La politique monétaire était alors vue comme le seul moyen de sauver la situation de l'économie réelle. Toutefois, selon Elsa FORNERO, il ne faut pas oublier que ces politiques monétaires ont entrainé une aggravation des inégalités, comme le montre le papier de Monsieur CALVET.

Concernant l'Italie, plus particulièrement, Elsa FORNERO rappelle que, historiquement, les ménages italiens ont toujours beaucoup épargné et été très réticents à souscrire des crédits pour un objet autre que l'achat de la résidence principale. Toutefois, depuis 20 ans, le taux d'épargne des ménages a beaucoup baissé. Presque la moitié des familles n'ont rien épargné ces dernières années et ces ménages ont eu alors recours au crédit à la consommation, ce qui est une nouveauté pour l'Italie. Les ménages restent principalement concentrés sur leur résidence principale pour placer leur argent et les politiques publiques les y incitent. Pendant la pandémie, il y a eu un afflux massif sur les dépôts bancaires. Les Italiens continuent sinon de privilégier les obligations d'État comme support de placements. Les actions restent considérées comme réservées aux experts et non adaptées pour le citoyen lambda. En outre, pour Elsa FORNERO, la mauvaise situation du marché de l'emploi a été un facteur clef pour expliquer l'évolution de ces comportements d'épargne au cours des dernières années. Les populations se sont appauvries et c'est en recourant à la dette publique que les gouvernements ont tâché d'enrayer cette tendance. Les investissements des entreprises ont baissé par rapport à 2008, ce qui explique la faible augmentation de la productivité en Italie. Les bas salaires ne peuvent pas épargner et le peu d'épargne qui reste est concentré sur la résidence principale. Les politiques publiques ont cherché à corriger ce phénomène en augmentant les dépenses publiques et en soutenant la consommation plus qu'en essayant de promouvoir l'investissement productif. Cela ne résout pas les problèmes structurels de l'Italie.

La fiscalité joue-t-elle un rôle dans l'allocation d'actifs financiers des ménages ?

Dans leurs papier, Franck SEDILLOT et ses collègues ont tenté de déterminer quels étaient les variables qui déterminaient les comportements d'allocation de l'épargne des ménages vers les différents types d'actifs financiers. Ils ont notamment mesuré l'impact de la modification de la fiscalité, via l'introduction de la *Flat Tax*, sur le rendement relatif des différentes catégories d'actifs financiers. On voit que l'introduction de la *Flat Tax* a surtout engendré des transferts entre produits d'assurance-vie et titres de fonds propres détenus en direct. L'impact est relativement faible sur la détention de liquidités, même si on observe une augmentation de la part de M1 dans la poche d'actifs liquides. Le modèle fait également apparaitre qu'une réforme fiscale étendue, touchant l'ensemble des comptes d'épargne réglementés, entrainerait alors une hausse beaucoup plus importante de la part de monnaie et dépôts à vue (M1) dans le patrimoine des ménages.

Pourquoi les ménages les moins fortunés ne réduisent-ils pas leur détention de cash lorsque les taux baissent ?

Laurent CALVET explique que les études empiriques mettent en avant une forte corrélation entre la part d'actifs risqués dans le patrimoine financier et le niveau de richesse. Les ménages moins fortunés ont besoin d'une certaine quantité de fond de trésorerie disponible pour faire face aux dépenses courantes incompressibles. Leur marge de manœuvre est beaucoup plus limitée.

Dans un autre papier de Laurent CALVET et ses collègues à paraitre dans The Journal of Finance, ces derniers distinguent trois catégories d'épargnants :

1. Les non-participants qui ne placent leur argent que sur des supports sans risques et qui sont assez présents dans les pays comme la France ou l'Italie où la participation au marché d'actions est faible ;
2. Les agents qui participent mais de manière très modérée (moins de 10/15% du patrimoine financier en général), qui représentent souvent une part importante de la population et peuvent être des ménages aisés ; et
3. Les agents qui ont une part substantielle de leur patrimoine investie en actions.

Pour les non-participants, la confiance dans les marchés financiers joue un rôle important comme l'explique notamment Luigi GUISO. L'éducation financière peut également être un élément pour augmenter la participation. Pour les agents qui participent peu, il semble que c'est l'offre de produits, notamment par exemple avec des produits garantis, qui peut amener ces agents à augmenter leur participation.

Concernant l'éducation financière et la confiance dans les marchés financiers, Elsa FORNERO s'accorde avec ce qui vient d'être dit. Selon elle, il est primordial de restaurer la confiance des citoyens et des investisseurs dans la Finance. Les efforts faits ces dernières années ne suffisent pas. Le monde financier a continué de cultiver une complexité croissante, en creusant l'écart existant avec l'économie réelle. Elle note cependant, qu'avec la montée en puissance de l'Investissement Socialement Responsable, apparait un regain d'intérêt des investisseurs pour les produits financiers. L'éducation financière va être amenée à jouer un rôle très important. En Italie, le niveau de connaissances financières de base reste très faible, notamment chez les jeunes. La recherche démontre l'efficacité des programmes d'éducation financière de base sur les choix de vie. Un papier d'Elsa FORNERO mesure notamment l'impact du niveau d'éducation financière de base sur la probabilité à souscrire à un fond de retraite complémentaire. L'éducation financière de base doit devenir un élément essentiel de

l'éducation générale. Une meilleure éducation financière des citoyens devrait aider à faire passer les réformes structurelles nécessaires, qui devraient alors être comprises par les citoyens comme des investissements sociaux plus que comme des contraintes.

Sébastien BETERMIER ajoute qu'il y a un autre effet lié au fait que la grande majorité des ménages moins fortunés concentrent leurs efforts d'épargne sur l'immobilier, comme l'a notamment déjà expliqué Esla FORNERO pour l'Italie. Les biens étant moins liquides cela génère un besoin plus important de détention de liquidités.

Marie BRIÈRE ajoute enfin un commentaire sur l'introduction de fonds ISR. Dans une étude récente[4], elle constate que lorsque l'on introduit une offre des fonds solidaires en France, cela augmente la participation des épargnants sur des actifs risqués. Il y a une forme de compensation du risque financier par une utilité sociale liée à l'investissement. Par ailleurs le conseil financier joue également un rôle. Accompagnés par un *robo-advisor*, les épargnants semblent prêts à prendre plus de risque.

Observations finales : Jacques de LAROSIÈRE

Depuis une vingtaine d'années les taux d'intérêt sont faibles, ne cessent de diminuer et sont même devenus négatifs en termes réels. Aujourd'hui 20% du stock de la dette obligataire émise comporte des taux négatifs, ce qui est une première. Sur cette même période, les statistiques du Fond Monétaire International (FMI) mettent en évidence une baisse de l'investissement global productif, qui ne comprend pas les investissements immobiliers mais qui illustre bien le renouvellement de l'appareil productif mondial. Le stock de capital productif depuis 20

[4] Responsible Investment and Stock Allocation – Amundi Working Paper 104-2021 I January 2021
https://www.oee.fr/publications-des-membres-de-loee/#

ans a diminué. Les flux n'ont pas été suffisants pour maintenir le niveau du stock. Il a diminué de 3 points de PIB global, ce qui est considérable. Ainsi, on ne peut pas dire que c'est la baisse des taux d'intérêt qui a favorisé l'investissement productif, qui reste malade.

L'épargne est restée élevée, malgré ce contexte. Cependant, cette épargne n'a pas favorisé la croissance de l'investissement productif. Elle a peu irrigué l'économie réelle et est restée liquide et, comme l'a indiqué Elsa FORNERO, une partie importante est restée concentrée sur l'immobilier et l'acquisition de logements, en Italie comme dans les autres pays d'Europe.

Inévitablement, des chocs de cette natures, comme la baisse des taux, favorisent les inégalités. Le coefficient de réactivité d'une personne à l'égard d'un choc monétaire, comme le passage d'une épargne rémunérée à une épargne non rémunérée, diffère selon la richesse, et le degré de connaissances financières entre autres. Les agents sont hétérogènes et comme nous avons vécu une période de choc intense, la capacité à réagir à ces chocs s'est différenciée encore d'avantage entre les catégories d'agents. Les ménages très modestes, avec peu d'assisse financière, ne bénéficient pas de la possibilité d'emprunter en profitant des bas taux d'intérêt, pour lisser leur consommation et répartir leurs placements de manière optimale. L'étude de Monsieur CALVET et ses collègues met en évidence ce phénomène en montrant que 10% des agents les plus aisés ont réduit leur part de liquidités, car ils le pouvaient, tandis que les autres ne pouvaient pas le faire. C'est une inégalité qui a été créée par le choc monétaire.

Enfin, il faut être conscient d'un nouveau défi majeur. Dans la réflexion universelle sur l'environnement, on vise à dégager des investissements pour permettre la transformation énergétique et écologique phénoménaux. A titre d'exemple, pour la France seule, pour respecter les accords de la COP, il va falloir engager, selon une étude récente, des investissements de transformation s'élevant environ à 5% du PIB par

an. Les finances publiques seront difficilement en mesure d'assumer cette surcharge financière. Certains pensent que ces investissements pourront être financés par de la création monétaire et de l'emprunt, mais le coût de cette option serait une inflation galopante, non favorable à la transformation économique. Ce n'est pas une option. C'est donc l'épargne qui va financer cette transition. L'épargne pourrait le faire mais pour cela il faut qu'elle soit incitée à le faire. Il faut que les hétérogénéités soient gommées. Il va falloir orienter l'épargne des ménages, qui finance 90% de nos économies. Il va falloir qu'elle s'oriente vers des investissements à long terme, des investissements productifs et des investissements écologiques. Dans la situation actuelle de l'épargne et de la politique monétaire, ce n'est pas possible. C'est pour cette raison qu'il est nécessaire de changer la donne en rémunérant ces investissements écologiques et productifs avec une politique monétaire qui accepte que l'équation investissement épargne se traduise par une rémunération de marché. La transition écologique doit s'accompagner d'un changement de société. Il va falloir que les plus riches acceptent de payer d'avantage d'impôts, que les habitudes de consommation d'énergie changent et accepter que nos budgets soient moins des budgets de distribution d'allocations et plus des budgets orientés sur le futur. Il faut que nos politiques et nos sociétés l'acceptent, ce qui est encore loin d'être le cas.

La « grande sécu » ou la poursuite de la volonté d'étatiser la protection sociale

Lionel TOURTIER, *Président de Génération E.R.I.C. (Épargne, Retraite, Investissement, Croissance.)*

Le Club des Investisseurs institutionnels de Long Terme a prévu de tenir un colloque au premier semestre 2022 sur le thème de « La grande Sécurité Sociale », avec trois tables rondes. Cet article engagé entend contribuer à alimenter la réflexion dans la perspective de cette manifestation.

Ceux en France qui se présentent à l'élection présidentielle – et ils sont nombreux pour 2022 – devraient nous proposer un scénario d'évolution globale de notre société : la France à 10 ou 20 ans… En ces temps de « panne » de la démocratie représentative, nombreux sont les citoyens qui attendent une « vision politique » de l'avenir, incluant le fonctionnement démocratique et républicain du pays ainsi que son modèle économique et social. Les sujets majeurs de débat ne manquent pas : par exemple la souveraineté sous différents angles, l'ascenseur social, l'éducation, les relations internationales, la défense de l'environnement, etc., sans oublier un point essentiel qui est au cœur de la cohésion nationale : la protection sociale et notre système de santé.

Mais il n'en est pas (ou plus ?) toujours ainsi, en particulier depuis le raccourcissement du mandat présidentiel à cinq ans qui a singulièrement raccourci l'horizon du politique. Désormais, et pour des motivations plus électorales que réellement idéologiques au sens noble du terme, l'on voit des candidats se limiter à proposer aux citoyens un catalogue de mesures financières et techniques, déclinées selon des thèmes qui prennent en compte les inquiétudes immédiates de la population. Une façon de coller aux attentes du « terrain », ce qui rend difficile un consensus sur de grandes ambitions à moyen et long terme

dont l'ampleur ne peut qu'exiger des sacrifices et des efforts. Depuis plusieurs décennies, le politique nous a habitué à reporter les choix difficiles… D'ailleurs, force est de constater que les programmes « en compétition » ne montrent pas toujours un ensemble cohérent de mesures. En réalité, peu des projets soumis au vote national posent la problématique du choix d'un modèle de société pour le 21ème siècle, alors que les défis à venir sont paradoxalement de nature très disruptive : révolution numérique, transhumanisme, transition énergétique, « passeport » génomique, etc.

L'évolution du rôle de l'État dans un cadre néolibéral

L'une des questions centrales à débattre est, selon nous, celle de du rôle de l'État. Quelle est le choix proposé entre la poursuite d'un État « providence » (ou « Welfare State ») et le retour à un « État-gendarme » dont le rôle se limiterait strictement à des fonctions régaliennes (justice, police, défense nationale) ? Ou encore un mixte des deux : un État « mi-arbitre protecteur, mi-gendarme », mais dans quelle proportion entre ces deux composantes ?

Les contingences auxquelles notre pays est soumis expliquent peut-être ces difficultés : le poids de l'endettement qui obère les marges de manœuvre (on fait finalement la « politique de ses moyens »), les contraintes d'une harmonisation européenne à tout crin, dans un ensemble qui demeure hétérogène économiquement et politiquement ; ou encore les choix de politique de la BCE dans une zone euro de plus en plus fragile car ne réunissant toujours pas, depuis sa création, les conditions d'une « zone monétaire optimale ». Ces contingences ne sont pas limitatives…

En réalité, l'on ne sait pas vraiment où se situe le curseur des uns et des autres (Libéralisme ? Dirigisme ? …). Notre conviction (et bien sûr, elle peut largement faire débat avec les lecteurs), est que le néo-

libéralisme a profondément modifié la façon dont l'État intervient depuis plusieurs décennies.

Précisons immédiatement les termes de ce postulat, car il y a une grande différence entre « libéralisme » et « néo-libéralisme ». Le courant politique « néolibéral » est apparu dans les années 30 avec Friedrich Hayek et l'« École autrichienne ». Puis il a été relancé dans les années 80 avec l'« École de Chicago », donnant naissance aux politiques menées par Thatcher et Reagan. A l'origine cette dernière doctrine promouvait la réduction drastique de l'État dans la vie économique et sociale, au bénéfice du secteur privé et des forces du marché, le tout sur fond d'une conception viscéralement individualiste. D'où l'expression d'« ultra-libéralisme ». Le sens du mot « néolibéralisme » a donc évolué dans le temps, ce qui peut prêter à confusion dans son utilisation. En outre, ce courant a subi des déviations selon les politiques menées dans les pays. Il n'y aurait pas un néolibéralisme mais plusieurs, ce qui entraîne une grande complexité dans l'analyse[5]. Ainsi que le souligne le professeur d'Harvard, Dani Rodrik[6], *« Le fait que le néolibéralisme soit un concept insaisissable qui ne dispose pas d'un lobby explicite de défenseurs ne signifie pas qu'il soit insignifiant ou irréel* ».

Ce qu'il faut retenir selon nous, c'est que ce courant de pensée a donné au rôle de l'État une orientation très particulière à partir de l'idée suivante : l'individu doit devenir « entrepreneur de lui-même » (d'où l'émergence du concept de « capital humain ») en faisant fructifier ses compétences et en développant sa capacité d'adaptation et d'innovation personnelle. Il est mis en compétition et devient donc un élément parmi d'autres d'un marché concurrentiel. Le néolibéralisme des années 80 a

[5] Voir « *Le néolibéralisme, modèle économique dominant* » d'Hugues Puel. Revue d'éthique et de théologie morale 2005/1 (n°233)

[6] Professeur d'économie politique internationale à la John F. Kennedy School of Government de l'Université Harvard.

donc acté la naissance d'une nouvelle anthropologie, celle de « l'individu-entreprise. On comprend mieux ici le terme de « guerre des talents », largement utilisé de nos jours. Ce n'est qu'un exemple parmi d'autres. Mais surtout, cela explique la montée en puissance de l'individualisme depuis les années 80 par rapport au collectif qui avait forgé les consciences sociales à la fin du 19ème siècle, et dont l'une des illustrations parmi d'autres pourrait être la Loi du 29 juin 1894 sur les « caisses de secours et de retraites des ouvriers mineurs ». Historiquement, et sans porter de jugement, ce que nous voulons ainsi montrer, c'est comment les valeurs collectives de solidarité du 19ème et de la première partie du 20ème siècle ont évolué vers des valeurs plus individualistes, voire libertaires, sans oublier des comportements plus consuméristes.

Alors que le rôle de l'État dans une conception strictement libérale est de se recentrer sur les fonctions régaliennes en assurant notamment l'ordre public, il prend, dans une conception néolibérale, une autre orientation, « plus globalement interventionniste », ce qui n'est pas sans soulever des contradictions : ainsi, l'action étatique viserait à promouvoir partout – y compris dans son propre fonctionnement et volontairement - une société de concurrence généralisée.

Cela soulève un premier paradoxe : pour assurer cette concurrence et surtout la fluidité du « marché » des « individus-entrepreneurs », l'État d'essence néolibérale doit (devrait) assurer un certain niveau de protection sociale et donc poursuivre une action de « providence ». Un second paradoxe existe : la montée en puissance d'une bureaucratisation[7] qui d'ailleurs ne se limite pas à l'État et à son administration mais touche aussi le monde de l'entreprise et son écosystème à travers une prolifération des normes, de procédures, etc. L'État néolibéral devient ainsi un « État-mammouth » dont le

[7] La théorie du « champ bureaucratique » a été développée par Pierre Bourdieu en 1993.

fonctionnement même se généralise aux différents acteurs économiques ! Du côté de notre chapelle, nous le voyons par le biais de la régulation excessive que la communauté des investisseurs institutionnels supporte tant bien que mal depuis plusieurs années.

La politologue Béatrice Hibou dans son ouvrage « La bureaucratisation du monde à l'ère néolibérale » explique que « *la bureaucratisation néolibérale se comprend alors comme « une élaboration, un travail d'abstraction qui veut faire entrer la réalité complexe dans des catégories, normes, règles générales et formelles issues d'une pensée qui rationalise la société et le gouvernement des biens, des hommes et des territoires à partir du marché et de l'entreprise* ». On retrouve également cette réalité au sein de la technocratie européenne, ce dont nous sommes sans doute nombreux à nous plaindre.

L'anthropologue et militant américain David Graeber[8] abondait en ce sens lorsqu'il écrivait en 2015 dans « Bureaucratie » : « *Toute réforme de marché – toute initiative gouvernementale conçue pour réduire les pesanteurs administratives et promouvoir les forces du marché – aura pour effet d'accroître le nombre total de réglementations, le volume total de paperasse et l'effectif total des agents de l'État… […] … A rebours de l'image répandue d'une vaste déréglementation et dérégulation, le capitalisme financiarisé multiplie les réglementations et régulations sociales. Les entreprises, consacrant la toute-puissance actionnariale, et les administrations, sous couvert de modernisation (le New Public Management en est un bel exemple !) baignent dans une même culture bureaucratique, ce qui implique de concevoir le marché, non pas comme un ordre spontané, mais comme une construction indissociable de son environnement administratif et juridique. En conséquence, la collusion entre le privé et le public, exemplifiée par l'ambivalence des lobbys, génère une inflation de règles*

[8] Tête de file du mouvement Occupy Wall Street

scrupuleusement mises en application par une armée d'administrateurs ».

Le lecteur aura son avis sur ces considérations. Pour notre part, nous retenons cette argumentation pour la suite de notre raisonnement. Il est d'ailleurs intéressant d'observer que, dans leurs déclarations à la presse ou dans leur cadre d'exercice de leur fonction, bon nombre de responsables politiques et économiques, notamment parmi les chefs d'entreprise, font état de ce diagnostic de financiarisation de l'économie, de « sur-bureaucratisation » et d'inflation des normes.

« Débureaucratiser » notre pays ne peut être sérieusement envisagé que si l'on modifie en profondeur la financiarisation de notre économie. « État Néolibéral » et « capitalisme financiarisé » participent d'une même logique. Vaste ambition que de changer cette situation … Car il faut non seulement avoir une volonté d'airain face à des lobbys très bien organisés et puissants, mais disposer également de moyens politiques et financiers importants. Or, dans un État fortement endetté, donc avec une perte de souveraineté réelle, les marges de recadrage du capitalisme financiarisé sont très faibles. D'une certaine façon, cela nous renvoie par exemple au débat qui s'est installé très (trop ?) timidement en ce début d'année : faut-il rembourser la dette ? Hypothèse qui devrait intéresser au premier chef les investisseurs. Mais ils sont restés bien discrets, malgré la sollicitation du président de l'AF2I, Hubert Rodarie.

En résumé, retenons quatre éléments indissociables pour tenir un raisonnement pertinent quant à notre avenir : néolibéralisme et excès de bureaucratisation ; capitalisme financiarisé et excès de dettes… Tout ceci n'est pas exempt de contradictions, mais telle est la réalité. A méditer donc dans ces temps électoraux. Ceci précisé, nous pouvons aborder maintenant notre interrogation : allons-nous vers l'Étatisation totale de la protection sociale ? Le lecteur aura compris que nous faisons le lien entre « néolibéralisme » et « Grande Sécu », ce qui

recouvre également feu le « Régime universel de retraite », sans oublier l'intervention de l'État dans la réforme de l'assurance chômage, dans la dépendance, etc. Étatisation, quant du nous tiens…

Mais au fait, à qui profite le néolibéralisme ? Patrick Artus, l'économiste bien connu de Natixis, s'est efforcé de répondre à cette question essentielle[9] et qu'il reconnait d'ailleurs comme complexe ainsi que nous l'avons nous-même souligné :
« *Le capitalisme néo-libéral a organisé la déformation du partage des revenus au détriment des salariés et les délocalisations. Il en a résulté la faiblesse des hausses de salaire, la faiblesse des hausses de prix, la baisse forte des taux d'intérêt et la hausse des prix des actifs. On voit alors qu'il y a quatre gagnants du capitalisme néo-libéral : les actionnaires bien sûr, mais aussi les consommateurs, les emprunteurs et les détenteurs de patrimoine. Ces quatre gagnants constituent un bloc puissant au détriment des perdants qui sont les salariés : le capitalisme néo-libéral est encore solide* ».

Un « Scénario 2 » qui fâche tout le monde …

Résumons maintenant la situation du projet « Grande Sécu ». Le Haut conseil sur l'avenir de l'assurance maladie (HCAAM), créé en 2003, a lancé en 2021 un chantier sur l'articulation entre assurance maladie obligatoire (AMO) et complémentaire santé (AMC), avec quatre scénarios à l'étude. Or, le 12 novembre dernier, des éléments chiffrés ont été divulgués dans la presse, reprenant en particulier les données du scénario 2, dit de « Grande Sécu ». Ce « scénario 2 » prévoit de supprimer le ticket modérateur sur toutes les consultations ! Or, la majorité des membres du HCAAM n'avaient pas eu connaissance de ces informations dont l'examen était prévu pour les séances des 18 et 25 novembre ! Cela a provoqué l'ire de plusieurs institutions membres :

[9] Flash Economie 9 avril 2021 - 263

la FFA, le CTIP, la FNMF, ainsi que les représentants des organisations syndicales et patronales et des syndicats de médecins (CSMF).

Lors de la tribune des présidents qui leur était consacrée à Reavie en octobre dernier, les trois fédérations professionnelles avaient déjà affiché leur unité pour critiquer les projets « d'étatisation » de la couverture santé. Le procédé de fuite dans la presse a été interprété par différentes parties prenantes comme une « manœuvre du ministre de la Santé », lequel aurait instrumentalisé sciemment le HCAAM dans le but de pousser le projet de « Grande Sécu ». Une proposition qui pourrait être au cœur du nouveau projet présidentiel d'Emmanuel Macron[10] … Face à cet épisode pour le moins contrariant pour les acteurs de la complémentaire santé, Florence Lustman, la présidente de la FFA, n'a pas manqué non seulement de soulever le problème de gouvernance du HCAAM, mais aussi de relever la partialité des chiffrages et des conclusions de cet organisme. Le CTIP et la FNMF ont également manifesté leur désapprobation. Tels sont les faits rapportés par la presse.

Le projet de « Grande Sécu » : une idée « programmatique » mais finalement relativement ancienne

L'idée de « Grande Sécu » n'est pas nouvelle ; tout comme d'ailleurs les frictions entre les gouvernements et les acteurs de la Protection sociale, en particulier ceux relevant de l'Economie sociale et solidaire. On se souvient notamment des échanges tendus, pour ne pas dire très difficiles, entre Marisol Touraine et Etienne Caniard lors du 41ème Congrès de la Mutualité en juin 2015. Certains militants mutualistes n'avaient d'ailleurs pas hésité à huer la ministre de la Santé. Un

[10] A cet égard, on lira avec intérêt l'interview de l'économiste Bruno Amable paru dans la Tribune du 15 octobre 2021 « *Macron est un néolibéral chimiquement pur* ». Son analyse porte sur le néolibéralisme français.

incident extrêmement rare et plutôt surprenant au sein d'un mouvement réputé proche de la gauche.

Il faut dire que, concernant un certain nombre de sujets, les arbitrages du gouvernement avaient été pour le moins défavorables aux mutuelles et à leurs adhérents : généralisation de la complémentaire santé à tous les salariés, loi Le Roux sur les réseaux de soins, réforme de l'aide à la complémentaire (ACS), mise en œuvre du tiers-payant généralisé, contenu des contrats responsables… Derrière ce mouvement de colère, l'on pouvait cependant deviner les séquelles occasionnées, depuis plusieurs années, par un sentiment de défiance des pouvoirs publics envers le mouvement mutualiste. Historiquement, depuis la fin du XVIIIème siècle, l'histoire des relations entre le pouvoir politique et la mutualité n'a pas été un long fleuve tranquille. Malgré tout, cette école de la « solidarité collective » a toujours su triompher de nombreux obstacles et contraintes.

Toutefois, le facteur de tension le plus aigu nous semble désormais l'interventionnisme renforcé de l'État dans une tradition bien jacobine, voire aujourd'hui autocratique, alors que fondamentalement, le mutualisme est enraciné dans les territoires, donc la proximité, voire dans les branches professionnelles avec une représentation démocratique des adhérents. Ce dernier aspect explique d'ailleurs les liens « organiques » avec les IP (Institutions de prévoyance), lesquels ont souvent adopté le statut juridique du mutualisme pour développer certaines de leurs activités santé, tant au plan interprofessionnel qu'affinitaire à travers les contrats collectifs d'entreprise. Les deux types d'organisme sont régis par un statut non lucratif. Et le mutualisme a préfiguré le modèle du paritarisme à la française. Les organisations syndicales sont présentes dans les deux structures, ce qui n'exclut pas la concurrence entre ces institutions sur le marché des entreprises, mais dans le respect d'une forte préoccupation sociale. Denis Laplane, président du CTIP, soulignait récemment que les IP restaient très

attachés au dialogue social et à la liberté contractuelle. Generations E.R.I.C. aussi.

Comment se manifeste cet interventionnisme de l'État ? Depuis la mise en place en 1996 de l'Ondam, le degré d'étatisation du système de santé français s'intensifie au nom de la maîtrise des coûts. C'est une démarche progressive mais qui peut être jalonnée par un certain nombre de mesures plaçant inexorablement l'organisation du système de santé sous contrôle public : généralisation du tiers payant, du contrat responsable, rôle accru des Agences régionales de santé, etc.

Les complémentaires santé ont été conçues à l'origine pour prendre en charge tout ou partie du ticket modérateur, c'est-à-dire la part des dépenses de soins non remboursée par la Sécurité sociale. Cela concerne également - point très important qu'il ne faut pas oublier dans l'analyse comme nous le verrons - les dépassements d'honoraires sur les actes médicaux. Mais les acteurs (assureurs, mutuelles et IP) ont vu, années après années, leur marge de liberté se restreindre au niveau des couvertures proposées et ce, malgré le caractère privé de leur organisation. L'harmonisation européenne, avec son lot de directives, orientées sur la notion de marché assurantiel concurrentiel, n'est pas non plus étrangère à cette réduction des couvertures, en fixant des règles de tarification qui s'éloignent de plus en plus du principe fondamental de solidarité propre aux assurances sociales.

Lors du Congrès de la mutualité précédemment cité, Etienne Caniard résumait ainsi la situation : « *Au contraintes fiscales, réglementaires, au renforcement des règles prudentielles s'ajoute désormais la fragilisation d'un modèle économique soumis aux excès d'une approche trop focalisée sur les prix, notamment pour les contrats aidés, contrats collectifs ou ACS, au détriment des contrats de droit commun de plus en plus difficilement accessibles* ». Un constat partagé par les IP. Ainsi, l'on peut lire dans le rapport annuel 2020 du CTIP : *« Sur 10 ans, en santé, on observe ainsi que les cotisations des IP (+1,8 % par*

an) ont évolué au même rythme annuel que la progression des dépenses (+1,6 % par an). En revanche, la fiscalité sur les contrats a progressé de 10 % sur la même période ». La Mutualité française a davantage poussé le trait en déclarant de son côté : « *En France, les contrats santé sont taxés à hauteur de 15 % : comment se fait-il que la santé, bien essentiel, soit trois fois plus taxée que le hamburger ?* ».

Bien sûr, le domaine de la santé n'appartient pas aux acteurs de la protection sociale et l'État a son rôle légitime à jouer autour de quatre axes traditionnels : l'organisation et la réglementation de protection de la santé, le contrôle des professions et des établissements qui l'exercent. Toute la question est de déterminer si l'on attend de l'État la définition des grandes lignes d'une politique de santé publique avec un accès aux soins pour tous ainsi qu'aux mesures de prévention, mais en laissant aux différents acteurs les marges de manœuvre nécessaire pour atteindre les objectifs fixés ; ou si l'on veut qu'il devienne l'opérateur principal, disposant de toutes les manettes, depuis le champ du médical jusqu'au remboursement des prestations.

Plusieurs médecins hospitaliers, experts, universitaires et même des sociologues poussent à cette forme de nationalisation de la santé, dans le plus pur esprit beveridgien dont l'archétype est le modèle de la Grande Bretagne … Nous en reparlerons. Leurs critiques envers le système actuel portent sur les coûts de gestion de l'AMC versus l'AMO et l'inégalité d'accès à la complémentaire qui existe pour une partie de la population. De son côté, la Cour des comptes en juillet dernier avait également dressé un constat assez sombre (« *Le système français de couverture des dépenses de santé est coûteux, inefficient et en partie inéquitable* ») et elle avait proposé des remèdes de nature étatiste.

Deux principaux reproches au système actuel : les coûts de gestion et l'inégalité d'accès

Pour apprécier la pertinence de ces critiques, il est nécessaire de rappeler quelques données de base. Le poids des complémentaires santé dans le financement total des dépenses de soins et de biens médicaux n'est pas très élevé : de l'ordre de 13 % du total des dépenses (soit 29 milliards d'euros sur un total de 203,5 milliards d'euros en 2018). C'est donc l'assurance maladie qui supporte la plus grande part des dépenses. Mais comme le souligne à juste titre l'expert et journaliste indépendant Jean-Claude Naimi, « *cette prise en charge varie très largement selon les postes car si les assureurs santé sont en effet peu présents sur la prise en charge des soins hospitaliers (5 %), ils remboursent, en revanche, près de 75 % des dépenses d'optique et plus de 40 % des soins dentaires. Difficile, par conséquent, de les contourner si facilement* ».

Pour appuyer leurs critiques envers le système français articulant l'AMO et l'AMC, deux arguments sont régulièrement avancés par les tenants de la « Grande Sécu » : le coût de gestion du dispositif actuel en raison d'une prétendue complexité et, surtout, l'inégalité de traitement qui existerait en défaveur de certaines populations : fonctionnaires, chômeurs et retraités. L'objectif du HCAAM vise ainsi à limiter le renoncement aux soins en offrant à tous une couverture à 100 %, tout en simplifiant les procédures de remboursement. La Grande Sécu serait la « solution » miracle pour remédier à ces maux « systémiques ».

Remarquons que ces deux arguments existaient aussi à l'appui du projet de réforme des retraites aboutissant à la création du « Régime universel » : la complexité, également facteur de coûts (assurance vieillesse et régimes complémentaires obligatoires), et l'inégalité du fait de l'existence de « régimes spéciaux » et des conditions de retraite des fonctionnaires jugées très/trop avantageuses. Coûts et inégalités

seraient en fait les deux « mamelles de l'Étatisation ». Mais à l'épreuve des faits, l'on peut en discuter comme nous allons le voir.

Les détracteurs du système actuel s'appuient sur le fait qu'environ 4 % (seulement) de la population ne disposeraient pas d'une assurance complémentaire, ce qui est relativement faible puisqu'inversement 96 % en disposent ! Nous sommes dans le registre des quelques trains qui arrivent en retard, alors que ceux qui sont à l'heure sont très largement majoritaires… En outre, cette carence relative (4 %), dénoncée sous une tonalité quelque peu « émotionnelle » pour culpabiliser l'opinion, pourrait être supprimée par des mécanismes de solidarité, sans créer pour autant une « usine à gaz » sous le contrôle total de l'État et de son administration.

Par conséquent, pour renforcer cette argumentation d'inégalités, l'on se plait ainsi à dramatiser davantage le constat en soulignant que 10 % de ceux qui appartiennent au 1er décile de revenus et 13% des chômeurs sont pénalisés par cette absence de couverture. En outre, il y aurait des personnes, en l'occurrence les retraités, qui pairaient cher une protection sociale complémentaire tout en étant mal couverts. D'où des renoncements aux soins et conséquemment, des surcoûts lorsque l'assurance maladie doit financer trop tardivement leur traitement thérapeutique.

En fait, c'est surtout ce problème d'inégalités qui est le plus mis en avant pour justifier un système unique. Ce dernier aurait, selon les contradicteurs à la complémentaire santé, des coûts de gestion plus limités. L'on prétend ainsi que le surcroît d'efficacité viendrait de la substitution d'un dispositif unique de prélèvement et de versement à l'actuel système dual, d'où la réalisation de fortes économies d'échelle. A l'appui, tel économiste de santé observe du haut de sa chaire qu'un même dossier (oh surprise !) est traité à 2 reprises – une fois par l'Assurance-maladie, une autre fois par la complémentaire –, et que cela engendre des millions d'opérations en double tout en mobilisant du

personnel – en particulier dans les hôpitaux. Alors, par rapport à un coût de 10 milliards actuellement, un système unique peut engendrer des économies. En outre, derrière ce chiffre, nous dit la Cour des comptes, se dissimulent des niches fiscales et sociales accordées aux salariés et aux entreprises pour plus de 7,9 milliards en 2019 ! « *C'est trop important* » avait déclaré de façon péremptoire le ministre Véran, le 22 octobre sur BFM-TV et RMC. De façon perfide, l'on précise que les surcoûts dénoncés proviendraient, des « dépenses de prospection, de marketing et de publicité » (40 % de ces presque 8 milliards). Haro donc sur la pub ….

En bref, puisque les coûts de gestion des assureurs santé sont jugés 4 à 6 fois supérieurs à ceux de la Sécurité sociale, donc supprimons les assureurs santé ! Dans ce prolongement, l'économiste Nicolas Da Silva estime que l'économie réalisée « *pourrait être recyclée en gains de pouvoir d'achat au profit des ménages*. » Une manne bienvenue en ces temps d'inflation. L'État providence dans toute sa splendeur. Pour financer les nouvelles dépenses transférées à l'assurance-maladie obligatoire, notre professeur indique que « *les ménages seraient mis à contribution par le biais d'une hausse de la CSG, donc en fonction de leurs revenus… Ce mécanisme remplacerait les primes payées aux organismes complémentaires, qui, elles, tiennent compte de l'âge, mais pas des ressources.* ». Inégalité, quand tu nous tiens …

Comparaison n'est pas raison

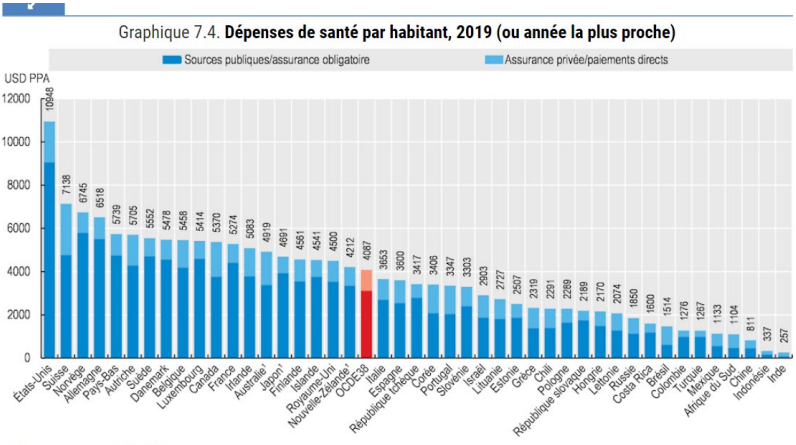
La piste de la « Grande Sécu » a suscité des désapprobations multiples et, bien sûr au premier chef, dans les rangs des complémentaires (FFA, FNMF, CTIP). Leurs dirigeants font valoir qu'ils supportent des coûts, liés au recouvrement des cotisations, qui ne sont pas comparables avec l'assurance-maladie car celle-ci en est exonérée. Ils dénoncent également la forte taxation que leur impose l'État. En outre, selon la

FNMF, les coûts de publicité ne représentent que 0,2 % des cotisations payées par les adhérents ! On est donc loin des 40 %.

Mais reprenons plus en détail et pas à pas ces deux critiques. On ne peut nier effectivement qu'il existe des situations de précarité au sein de la population française. Mais l'État ne porte-il pas une certaine responsabilité dans cette situation, en ayant pris la décision de généraliser les contrats d'entreprise ? En outre, les chiffres produits pour argumenter une insuffisance de couverture ne peuvent que susciter un certain étonnement. Car une étude du CTIP sur les CCN de plus de 100.000 salariés (représentant 11 millions de salariés), ayant négocié une couverture prévoyance, montre que 1,2 million de salariés disposent, non pas d'une couverture minimale, mais d'une couverture maximale (incapacité, invalidité, décès, rente de conjoint, rente d'éducation et rente d'enfants handicapés). L'on note également que parmi ces branches professionnelles, ce sont 10 millions de salariés qui disposent au moins d'une garantie incapacité, invalidité et décès. Seul 1 million n'est couvert qu'en incapacité et invalidité, sans garantie décès.

Ensuite, le « reste à charge » des ménages est le plus bas des pays de l'OCDE ! En 2021, cet organisme international (dans « *Panorama de la santé 2021* ») soulignait que pour notre pays « *La couverture santé de la population est élevée, associée à une bonne satisfaction des patients et peu de besoins non-satisfaits* ». A contrario, il regrettait que « *le tabagisme et la consommation d'alcool en France demeurent bien plus élevés que la moyenne de l'OCDE* ». Ce qui conduit logiquement à se demander si l'on ne devrait pas d'abord se focaliser sur le coût des addictions et des conduites à risque. En d'autres termes, concentrer les efforts sur l'amont et non pas sur l'aval. Pour mesurer cet enjeu, rappelons que le coût des drogues pour les finances publiques représente 1,1 % du PIB ! L'État doit chaque année payer respectivement pour l'alcool, le tabac et les drogues illicites, 4,9 milliards, 14 milliards et 2,4 milliards d'euros, soit plus de 21 milliards versus les 29 milliards de la complémentaire santé mentionnés plus

haut. Par conséquent, prétendre que le système des complémentaires santé est peu efficace est une façon spécieuse de travestir la réalité. Plus globalement, si l'on peut faire de nombreuses critiques à notre système, il faut constater que les dépenses de santé par habitants pour la France sont plutôt en dessous de nombreux pays européens alors que l'espérance de vie reste supérieure à la moyenne de l'OCDE.



1. Estimations de l'OCDE.

Source : Statistiques de l'OCDE sur la santé 2021 ; Base de données de l'OMS sur les dépenses de santé mondiales.

Cela n'empêche pas qu'à chaque examen du PLFSS se répand l'opinion selon laquelle les complémentaires santé sont trop coûteuses pour les assurés français. Or, une étude de Tripalio dressant le bilan de la généralisation de la complémentaire santé de 2013 à 2017 avait montré que les gains de pouvoirs d'achat, permis par la mise en concurrence systématique des complémentaires santé dans la mise en œuvre des accords de branche, avaient été d'environ 750 millions d'euros annuellement …

Certains experts se penchant sur les simulations du HCAAM ont également contesté plusieurs éléments chiffrés en relevant des incohérences. Ainsi, si l'on prend le montant que versent chaque année les complémentaires santé (les 29 milliards d'euros), la reprise des dépenses de santé par l'AMO retenue par le HCAAM ne serait que de 19 milliards ! Qui va financer les 10 milliards restants ? Les ménages, qui verront ainsi leur reste à charge fortement augmenter parce que les dépenses non reprises par l'AMO ne seront plus assurables ou alors à un prix dissuasif puisque l'effet de mutualisation ne jouera plus suffisamment. Second point : financée majoritairement par l'AMC, l'offre 100 % santé pour l'optique, l'audiologie et les prothèses dentaires patira certainement d'un reste à charge accru, avec là encore un chiffre sous-évalué par le HCAAM. Ensuite, transférer les activités des complémentaires santé à la Sécurité sociale pose la question du maintien dans l'emploi des 100.000 salariés qui, selon la FFA, travaillent chez les assureurs santé. Rejoindront-ils le cortège des chômeurs ? Quelle perspective dramatique pour des organismes dont la dimension sociale est consubstantielle à leur existence. Est-ce bien là le rôle de l'État que de provoquer de telles conséquences ?

Quant à « l'enfumage » des frais, pour reprendre le terme de Jean-Paul Benoît, le président de la Fédération des mutuelles de France, celui-ci apporte des explications concrètes et précises[11] : *« Dans cette histoire, on juge nos mutuelles sur la base du plan comptable des sociétés d'assurance. Or, ce plan, taillé pour les sociétés de capitaux, n'identifie que des prestations monétaires. Aucune des autres prestations n'est prise en considération et n'est assimilée à des « frais de gestion ». Ces derniers sont subdivisés en trois parties : frais d'acquisition, frais de gestion des sinistres et frais d'administration. Comme rien n'est calibré pour des organismes comme les nôtres, qui*

[11] Miroir Social du 3 janvier 2022 : « *Les frais de gestion sauvent des vies* » - Jean-Paul Benoît, président de la FMF. Il faut lire cette interview qui remet bien les pendules à l'heure.

délivrent aussi des prestations sociales en nature à leurs adhérents, on nous oblige à arbitrairement répartir ces prestations dans l'une de ces trois rubriques. Convenez que ça fausse singulièrement le raisonnement. C'est alors que les accusations pleuvent : frais de gestions trop élevés, dépenses de marketing somptuaires etc. ».

Jean-Paul Benoit poursuit sur les actions de prévention : « *Alors quand on nous dit que les frais de gestions sont des dépenses indues, il faudrait préciser le réquisitoire. Qu'est-ce qui est indu ? Le développement des centres de santé sans dépassement d'honoraires et pratiquant le tiers-payant, dans un pays en proie aux déserts médicaux et où un quart des 18-24 ans renoncent à des soins pour des raisons financières ? Qu'est-ce qui est indu ? Les actions de prévention dans un système de santé qui peine à sortir du tout-curatif ? Vous le voyez, ce que l'on appelle les « frais de gestion » des mutuelles sert à permettre l'accès aux soins ; cela sauve des vies ».*

Bien d'autres considérations pourraient être abordées au regard des évaluations du HCAAM, comme, par exemple, les pertes de recettes pour l'État de l'ordre de 10 à 11 milliards d'euros pour les taxes directes, et sans doute à beaucoup plus, au travers des contributions indirectes, à la suite de la forte contraction des activités.

En résumé, l'on pourrait penser que l'on a habillé le coupable avec des chiffres sur mesure pour convaincre l'opinion que la Grande Sécu serait plus efficace et moins chère… Cette argumentation faussement comptable laisse de côté tout une dimension que développent les acteurs du secteur des complémentaire. Ainsi, il serait judicieux de prendre en considération des apports plus qualitatifs, mentionnés par Jean-Paul Benoit mais non monétarisés. A cet égard, Thomas Saunier, le Directeur général de Malakoff Humanis, estimait il y a quelques temps que la valeur ajoutée des mutuelles peut facilement être démontrée par les « réseaux de soins » (Carte Blanche Partenaires, Itelis, Kalixia, Santéclair, Sévéane) avec lesquels des négociations

permettent d'obtenir de meilleurs tarifs pour leurs adhérents : c'est le cas en optique mais l'on voit des démarches similaires avec les soins dentaires. De plus, les mutuelles discutent fréquemment avec les cliniques privées et les établissements de soins pour moduler le prix des chambres ou encadrer le prix du service médical.

Les complémentaires santé montrent une autre utilité vis-à-vis des patients : celle d'être présentes dans leurs parcours de soins[12] et, au-delà, dans les domaines de la prévention, ce qui est essentiel car potentiellement, cela participe d'une réduction des dépenses maladies, suivant le vieil adage « vaut mieux prévenir que guérir ».

Enfin, à l'aube de développements importants en matière de digitalisation des processus, il faut relever les capacités d'innovation et d'adaptation de ces organismes, avec des garanties ajustées aux besoins des différents « segments » de population.

Côté investisseurs institutionnels, pour ceux qui connaissent bien dans le détail les politiques d'investissements des assureurs, des mutuelles et des groupes de protection sociale, les encours concernant le financement de l'E-Santé par exemple (logiciels de télémédecine, solutions dopées à l'intelligence artificielle, objets connectés) ne cessent d'être en augmentation d'année en année[13]. En tant qu'ancien

[12] Précisons que le réseau des « Mutuelles de livre III » représente autour de 2.800 établissements de soins et d'accompagnement, constituant ainsi le premier réseau privé non lucratif… Une indication omise volontairement par les partisans de la « Grande Sécu », alors même qu'une partie de son financement est porté par les mutuelles de Livre II (les « Mutuelles assurantielles »). De plus, ce réseau est souvent à la pointe de l'innovation.

[13] Selon un récent recensement réalisé par la société de capital-investissement Karista, la France est le pays d'Europe qui compte le plus de fonds investissant dans l'e-santé. L'étude de l'Institut Montaigne, associant le cabinet McKinsey, démontre que le déploiement de l'e-santé permettrait de générer jusqu'à 22 milliards d'euros par an mais aussi de dessiner le système de santé de demain.

président du Jury des Couronnes Agefi-InstitInvest, l'auteur peut largement en témoigner[14].

En la matière, il n'est pas démontré que l'État soit un innovateur très actif. C'est plutôt le marché concurrentiel qui incite à des améliorations ou à la création de nouveaux produits ou formules.

La Grande Sécu, une idée pour les présidentielles qui commence à faire un flop !

Pour concrétiser l'idée d'une grande Sécu, il apparaît donc que le gouvernement, par l'intermédiaire du ministre Véran et dans l'optique des présidentielles, voulait passer en force, en s'appuyant sur le HCAAM dont on a vu que les travaux préparatoires péchaient par certaines omissions, voire des erreurs manifestes. Devant les vives réactions suscitées par le projet, il semble que le gouvernement ait mis de côté (pour le moment ?) cette idée, pourtant déjà ancienne comme nous l'avons indiqué. En d'autres termes, dans un autre contexte, l'on pourrait à l'avenir voir ressortir le lapin du chapeau…

Cela nous rappelle quelques souvenirs. En effet, pour ceux qui ont étudié en profondeur le projet de « Régime universel de retraite », on trouve quelques similitudes dans l'approche : des argumentations un peu courtes, de nombreuses imprécisions, et des questions sans réponses. Prenons un exemple : au regard de l'axiome présidentiel « *un euro cotisé donne les mêmes droits* », slogan certainement vendeur en termes de communication publique, l'analyse menée en avril 2019 par Deloitte et le Cabinet Sapiendo avait montré que c'était tout sauf simple … Ainsi que l'expliquait Valérie Batigne[15] à l'époque, « *une grande*

[14] Il faut également rappeler le programme d'investissement « Assureurs – Caisse des Dépôts Relance Durable France » avec son « volet Santé ».
[15] Fondatrice de Sapiendo

source de divergences provient du montant de rémunération qu'il faut percevoir pour cotiser un euro ». Il faudrait donc faire en sorte, précisait-elle, qu'un euro gagné génère les mêmes cotisations pour tous. Or en 2019, un euro de gagné ne génère pas, selon les statuts, le même montant de cotisation ni les mêmes droits à la retraite.

Il y a donc une confrontation réelle entre des experts plus ou moins proches des pouvoirs publics (économistes et professeurs d'université, médecins hospitaliers, etc.), et les opérationnels assureurs qui ont une connaissance pragmatique des situations. Les premiers, qui entrent dans ce que l'on peut qualifier le « champ bureaucratique » (pour revenir à notre néolibéralisme à la française) sont très favorables depuis longtemps à une étatisation de la santé. Dans le contexte politique actuel, ils font feu de tout bois pour réduire la dimension concurrentielle sur le marché de la santé, et dont les grands acteurs résistent d'autant plus qu'ils prennent appui sur leurs valeurs mutualistes.

D'ailleurs, en 2019, Pierre-Louis Bras, un inspecteur général des affaires sociales familier de ces thématiques, et président actuel du COR, avait déclaré dans la revue « Les Tribunes de la santé » qu'il fallait vaincre « une coalition politique très large ». Les détracteurs des complémentaires ont donc poussé à un big bang du financement de la santé, en voulant profiter des prochaines élections présidentielles pour avancer leurs pions, et cela d'autant plus que leur projet aurait pu être de nature à séduire Emmanuel Macron qui, une fois réélu, aurait fait ainsi coup double : réformer les retraites et l'assurance maladie, les deux sources de nos déficits que fustige la Commission européenne… Quelle idée géniale ! Puisque la Sécurité sociale est en déficit alors que les mutuelles sont en excédent, jouons les vases communicants… Mais on l'a vu, tant la réforme des retraites que la Grande Sécu « ont pris l'eau », selon nous par excès d'idéologie et de technocratie.

Car ainsi que le « regrettait » Pierre-Louis Bras, les oppositions sont d'autant plus fortes qu'elles réunissent différents acteurs sociaux et économiques qui partent des mêmes constats. Mais n'est-ce pas là l'expression normale de la démocratie face à des velléités d'autocrates technocratiques ? Eric Chenut, le président de la Fédération nationale de la mutualité française exprimait récemment ses doutes sur un projet qui ne réglerait en rien les problèmes de fond de la Sécurité sociale : « *Est-ce que ça va faire reculer les déserts médicaux ? Remédier à la raréfaction du temps médical ? Répondre au défi du vieillissement ? Régler le trou abyssal de l'assurance maladie ?* ». Thomas Saunier, déjà cité, estimait quant à lui que « *Notre modèle, avec une grosse couche de solidarité et une couche de liberté est vertueux. Il permet d'éviter une médecine à deux vitesses, comme on le voit dans les pays qui ont tout étatisé.* ».

La présidente de la FFA, Florence Lustman, a également fait une mise au point relativement ferme, en particulier sur le projet du gouvernement d'une contribution exceptionnelle prélevée sur les complémentaires santé pour financer la Sécurité sociale en période de crise sanitaire : « *Je rappelle que nous sommes des activités privées, soumises à une série de réglementations. Ce qui fait que, globalement, nous devons être équilibrés dans nos comptes, mais aussi alimenter nos fonds propres et donc dégager du résultat* ».

Dans un Livre Blanc publié fin octobre, « *Redessiner l'assurance santé au bénéfice d'un système créateur de valeur pour tous les Français* », la FFA a fait plusieurs propositions : adapter le cadre réglementaire existant, notamment celui du contrat responsable, pour redonner aux assureurs des marges d'action et d'innovation au bénéfice des Français ; développer le champ des partenariats avec les professionnels de santé pour valoriser de nouvelles formes de prise en charge et d'accompagnement des Français ; redéfinir les territoires de prise en charge intégrale par les assureurs dans une logique d'efficience collective ; renforcer le partenariat État-assureurs dans les missions de

prévention qui, à bien des égards, reste le point faible de notre système de santé ; élargir l'accès à une assurance santé essentielle à des publics susceptibles de renoncer aux soins en raison de revenus particulièrement limités, en adaptant la fiscalité.

Les organisations syndicales, FO, CFDT, etc. et les employeurs ne sont pas en reste quant aux critiques de la « Grande Sécu ». De nombreux professionnels de santé sont aussi sur la même ligne. Le président de la Confédération des syndicats médicaux français, Jean-Paul Ortiz, invoquait le fait que les dépassements d'honoraires, remboursés par les complémentaires, « *sont indispensables à la survie de certaines spécialités en médecine libérale, en particulier la chirurgie et l'obstétrique, ainsi qu'à l'exercice dans certaines villes, comme Paris ». Qu'adviendra-t-il de la prise en charge de ces dépenses si une assurance-maladie à 100 % pour tous voit le jour ? ».*

Par rapport aux dépenses d'assurance maladie en général, qui représentent environ 15 % des dépenses publiques, celles concernant l'hôpital public pèsent pour environ 50 %. Les complémentaires santé n'interviennent que pour 5 % dans le financement des dépenses hospitalières. La balle est donc plutôt à la Sécurité sociale et au gouvernement pour mieux gérer ces dépenses. Ce devrait être d'ailleurs la priorité des priorités. Sur la radio « Europe Matin », le 21 décembre dernier, le chef du service d'urologie de l'hôpital Cochin à Paris, Michaël Peyromaure, a dressé un diagnostic sans appel et à partir duquel il a énuméré plusieurs propositions pour « sauver le système » hospitalier français.

Ce professeur réputé a d'abord expliqué que l'argent octroyé par l'État (11% du PIB français, au-dessus de la moyenne des pays de l'OCDE) allait principalement dans la bureaucratie. « *Dans notre pays, on a voulu absolument épargner aux patients d'avoir à contribuer. Nous sommes le pays où les soins sont les moins chers, avec un reste à charge le plus faible de l'OCDE (...). Pour préserver cette gratuité ou*

quasi-gratuité, il faut prendre ailleurs…[…]… Comme la bureaucratie s'est développée, et que la technostructure nous coûte beaucoup (d'argent), les efforts se sont focalisés uniquement sur les soignants. C'est pour ça que les salaires sont faibles, que les hôpitaux sont mal entretenus, que la consultation du généraliste ne vaut que 25 euros, etc. ».

Enfin, de nombreux sondages et enquêtes d'opinion ont montré ces dernières années que les Français étaient relativement satisfaits des complémentaires santé.

Quelques exemples édifiants de l'Étatisation de la santé…

Prenons l'exemple du système de santé britannique, le NHS en place en 1948, conforme aux principes beveridgiens. Selon l'opinion de la fondation Commonwealth Fund en 2017, les déficits des budgets des hôpitaux ne cessent de se creuser ; les patients sont toujours plus nombreux à devoir attendre plus de quatre heures avant d'être pris en charge aux urgences ; le personnel est insuffisant, comme le prouve le nombre croissant de postes non pourvus. Toujours selon cette institution, 44 % seulement des personnes interrogées en 2016 estimaient que le NHS fonctionnait correctement, contre 63 % en 2013. Le NHS étant financé par l'impôt, c'est l'État qui fixe le montant total des dépenses en pourcentage du PIB.

Nous sommes bien dans un modèle « comptable », ce qui traduit véritablement un choix de société, lequel mériterait s'il était institué en France, la tenue d'un débat démocratique. Car les conséquences sont loin d'être négligeables. En Angleterre, les chiffres avant l'épidémie du Covid montraient que 1,9% des patients avaient attendu plus de six semaines avant de passer des examens ; 9,7 % avaient attendu plus de 18 semaines avant d'être admis à l'hôpital ; et 19,5 % des personnes susceptibles d'être atteintes d'un cancer avaient dû patienter plus de 62

jours avant de commencer un traitement. On dénombrait 4 millions de personnes en attente d'être opérées… Après Brexit, l'on n'a pas encore de données statistiques, en particulier sur les postes non pourvus de soignants.

Si l'on prend maintenant l'exemple du système de soin du Canada, entièrement étatisé, la présidente de l'Institut économique Molinari, Cécile Philippe (PhD) soulignait dès 2016 les méfaits de cette politique qui aboutissait au rationnement des soins : « *Des pénuries de médecins, un accès bureaucratisé aux nouveaux traitements et des délais d'attente signifient que des patients en souffrance perdent du temps et doivent déployer beaucoup d'efforts pour obtenir les soins nécessaires, risquant une détérioration de leur état de santé. Dans certains cas, ils sont dans l'incapacité de poursuivre leur vie professionnelle et subissent une détérioration supplémentaire de leur qualité de vie. Tous ces aspects représentent de multiples coûts économiques et humains difficilement chiffrables, mais bien réels, typiques du système canadien au sein duquel le contrôle étatique est quasi-total*. »

La mise en cause du paritarisme de gestion

Le dernier point que nous voulons soulever est qu'à travers le projet de Grande Sécu, nous devons comprendre qu'il s'agit d'une nouvelle remise en cause du paritarisme de gestion. Nous l'avions déjà dénoncé lors de la Réforme des retraites : depuis de longues années, l'assurance vieillesse a été confrontée à d'énormes déficits, conduisant à des réductions de droits tout en augmentant la dette sociale, alors que par comparaison, l'Agirc Arrco a toujours pris des mesures difficiles et courageuses pour assurer son équilibre financier. Il en est de même avec la gouvernance responsable des IP et des mutuelles. Le 14ème Baromètre de la prévoyance CTIP/CREDOC a montré d'ailleurs que 60 % des salariés et 60 % des employeurs portent un jugement positif sur la gouvernance paritaire des IP. Des enquêtes similaires font état d'une

même satisfaction concernant les mutuelles, plus ouvertes aux souscripteurs individuels.

De fait, lors que le néolibéral Jean-Charles Simon, économiste et président de Stacian, ancien bras droit de Laurence Parisot au Medef, appuie dans le Figaro[16] le projet de « Grande Sécu », l'on ne peut que se rappeler qu'il y a quelques années, une partie de l'organisation patronale entendait supprimer le paritarisme de gestion. En Octobre 2016, Jean-Charles Simon avait rédigé un opuscule « Faut-il en finir avec le paritarisme ? ». Bien sûr, le paritarisme n'est pas exempt de critiques et une refondation pourrait en améliorer largement le fonctionnement, ce qui suppose une sorte d'aggiornamento idéologique de certaines organisations syndicales. L'auteur en est d'autant plus convaincu qu'il fut lui-même, durant plusieurs années, membre confédéral d'une importante organisation syndicale.

Les critiques de Jean-Charles Simon ne s'arrêtent pas au paritarisme. Elles portent sur le mutualisme dans une vision assez caricaturale, alors que celui-ci garde tout son sens dans une société moderne. Car c'est une construction qui se base sur le libre arbitre et la volonté de chacun d'agir dans un cadre collectif pour l'intérêt de tous. Or, à l'égard du projet de « Grande Sécu », la position de Jean-Charles Simon, qui postulait d'ailleurs en 2018 à la présidence du Medef, n'est pas sans susciter quelques étonnements de notre part quant au bien-fondé de ses arguments : « *Les mutuelles, avec leurs puissants réseaux d'influence et leurs relais nombreux, veulent conserver les structures économiques actuelles qui leur permettent de faire de l'action sociale et du marketing. Cela relève à mon avis plutôt de la gabegie : je ne vois pas en quoi sponsoriser des voiliers ou des équipes cyclistes avec les cotisations des Français améliore leur santé ».* Le lecteur jugera…

[16] Figaro du 11 novembre 2021 : « Grande Sécu » : « Plus simple pour les entreprises, plus équitable pour les assurés »

Long-term investment has been hurt by the crisis and by the way it was managed (G20 pensions – Paris 28 October 2021)

Jacques de LAROSIÈRE, *ancien Gouverneur de la Banque de France, ancien Directeur Général du FMI*

We live in a new world. The economic cycle of the past has become a financial one. While the global economy was – according to the classical model – mainly influenced by the variations in demand, nowadays it is the monetary stimulation provided by major Central Banks that trigger and amplify the increasingly powerful financial cycle.

Monetary policy has been increasingly accommodative over more than twenty years. For sure, some secular trends (ageing population, globalization, …) have contributed to the moderation of global demand and prices, to low interest rates and to the high level of savings. But the Fed's policy (followed by the other important central banks) has considerably accelerated and amplified these phenomena. US Fed funds – in real terms – have been maintained negative during two decades (a peace-time record), and the average increase in Central Bank money has exceeded eight times the nominal rate of economic growth in the advanced economies from 2007 to 2021.

This prolonged stance of easy monetary policy has had two important consequences on the issues discussed today:

- It has weakened the financial position of the pension systems;
- And it has hindered long term productive investment.

I shall touch on these two aspects in my remarks.

*
* *

The measures that should be taken to fight against these trends are clear and obvious:

- Increase, when needed, the length of retirement ages (while taking into account the painfulness of work and the age of recruitment);
- Increase the forms, opportunities and incentives of additional capitalized pension funds (additional to the central, compulsory system, generally called "pay as you go").

Just an insight from France.

In France, such additional, voluntary capitalization - based pension funds are scarce. They amount to some 230 billion euros. The figure represents only 5.4% of the total financial assets of French households.
This is consistent with an OECD statistic that shows that pension funds in France represent only 10% of GDP (against 126% for the average of OECD countries).
Given the uncertainties of the future pay as you go system in an ageing world, it seems rational and careful to encourage savers to build additional sources of retirement schemes.
According to a study by the French financial regulatory arm (AMF), 71% of interviewed households say that they would like to have an additional, private, source of retirement benefits to enhance their pension at retirement (53% are already saving for that purpose. But half of those who save consider that their level of saving is insufficient).
The real problem in France is not build a new scheme to centralize and unify our many retirement regimes, but to increase retirement age (presently at 62 years) and to incentivize future pensioners to save additional amounts for their retirement.

*
* *

I. Prolonged very low interest rates have hurt the profitability of the pension systems

The accelerating ageing of most of the populations of our planet deteriorates, by definition, the ratio between working and retired people.

In Europe there were:

- In 1950: 20 retired for 100 active workers (5 working agents for 1 retired)
- In 2000: 32 retired for 100 working (3 working for 1 retired)
- In 2015: 56 retired for 100 working (1.8 working for 1 retired)

This is a fundamental change for the financial balance of "pay as you go" systems.
If one wants to avoid a fall in pensions, one can only resort to two measures:

- Increase the contributions,
- Or extend the age of retirement.

To that fundamental – demographic – issue, lax monetary policy has added another difficulty.
Given the fact that retirement entities have long term liabilities – which are often contractually guaranteed – they must count on adequately long term funding to match these liabilities.
But when interest rates, which are the main element of the remuneration of their funding, falls to - and is kept at - zero, it becomes problematic to match the cost of liabilities with enough revenues emanating from assets.
On a worldwide plane, the "global gap", result of ageing and of zero or negative interest rates – amounts to around a trillion dollars. In 2050 the deficit could reach 15 trillion on the basis of present demographic and interest rate trends.

II. Low interest rates for long do not favour productive investment, but foster liquidity

In march 2021, 20% of lending carried negative interest rates and this has been going on for the last 5 years (see **chart 21**).
This was never seen before.
It was instinctively thought that zero or negative interest rates would favour productive investment.
But, in fact, non residential fixed investment has declined significantly (in terms of GDP) over the past 20 years, in spite of low interest rates (**chart 22** shows that the level of gross non-residential investments in advanced countries as a percentage of GDP has declined from 14 to 12% of GDP during that period, which is a huge change).
Indeed when savings are no more remunerated, it makes sense for households to keep their funds in liquid forms (banking accounts) or to engage in real estate acquisitions (boosted by low borrowing rates).
Chart 25 shows how fast the share of liquid assets held by households has exploded over the last decade.
Weak (or zero) returns on investments have discouraged agents to undertake risky productive projects.
Since remuneration is non existent, households prefer to keep their savings in "riskless" instruments and not in productive, but riskier, projects.

*
* *

The conclusion is simple.

Our policies tend to be short sighted.

A strategy of zero interest rates has profound consequences:

- It achieves demagogic purposes (cheap credit to buy an apartment);
- It facilitates the financing by Treasuries of big fiscal deficits;
- It keeps alive zombie firms who can only survive with subsidized interest rates, but deteriorate global productivity;
- It pushes up the valuation of assets (financial, real estates ...) generating financial bubbles and weakening the stability of the financial system.

Pension funds and retirement systems are caught in a pattern of policies that systematically gives preeminence to short term preferences.
The result is:

- A weaker global economy because of the decline of long-term investment;
- A systemic fragility in the pension systems

It is time to change gears and think of a proper framework for the future.

Jacques de Larosière

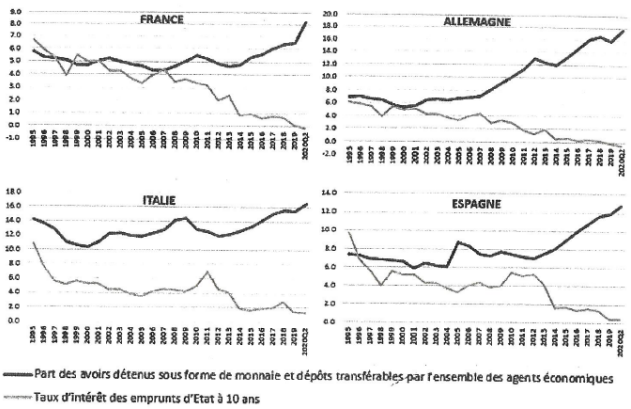
See Annex (sourced from EUROFI monetary scoreboard)
Chart 21
Chart 22
Chart 25

§§§§§§§§§§§§

CHART 21.

Evolution of the liquid assets of economic agents and interest rates in govenrment bonds

Sources: Eurostat, Thomson Reuters, calculs OEE (observatoire de l'Epargne Européenne)



Weaker returns on investments in the event of rock-bottom interest rates has discouraged agents to undertake risky and productive projects. As can be displayed by Chart 22, the level of gross non-residential investment in advanced countries as a percentage of GDP has declined significantly, from above 14% in 2000 to less than 12% in 2018.

CHART 22.

Advanced Economies: Non-residential Fixed Investment in GDP (Percent of GDP)

Source: OECD; IMF Staff Calculations

Advanced Economies = Australia, Canada, France, Germany, Italy, Japan Korea, Spain, United Kingdom, United States

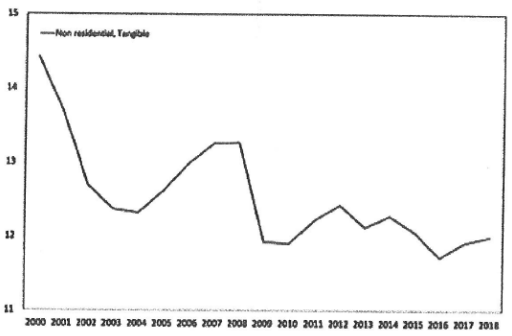


CHART 25.

Share of negatively remunerated debt in the euro area

Source: Banque de France

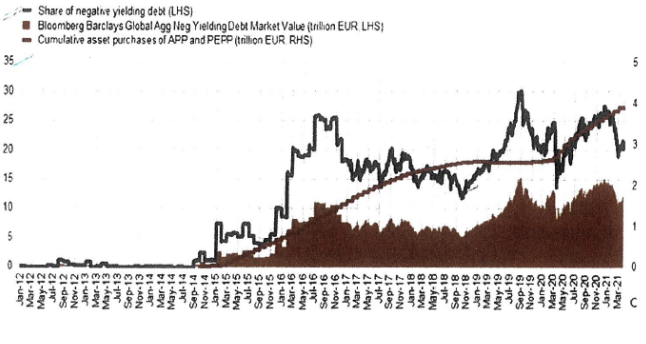


Chart 25 exhibits that as of April 2021, roughly 20% of bond yield returns in Europe were negative, and around 60% were below 1%. As an example, the Greek 5-year bond yield turned negative for the first time in May 2021. Such a proportion of ultra-low remunerative assets has brought financial markets to shift away from the economic fundamentals. This has pushed investors into riskier segments in search of income, compelling them to lend to lower-quality companies and countries.

* * *

Pour plus d'informations sur le Centre des Professions Financières, consultez notre site internet :
www.professionsfinancieres.com

Nous contacter :
contact@professionsfinancieres.com
Téléphone : + 33 (0)1 44 94 02 55

Centre des Professions Financières
6 avenue Mac Mahon
75017 Paris

* * *

Responsable Communication
Astrid CERQUEIRA
a.cerqueira@professionsfinancieres.com