

*Colloque « Pour un Capital Stratégique National »,
organisé par le Club des Investisseurs à long terme*

Propos de conclusion

La question de l'investissement à long terme en France est lancinante et le paradoxe est toujours le suivant :

- ✓ L'épargne des ménages est abondante, même si sa partie financière est minoritaire ;
- ✓ mais elle est tournée en trop grande partie vers des actifs « sans risques » à court terme ;
- ✓ le financement de l'investissement à long terme en est pénalisé.

Je vais évoquer ce soir trois thèmes :

- 1 - L'épargne française est abondante, mais largement investie à court terme ;
- 2 - La faiblesse des fonds propres des entreprises explique en grande partie que l'investissement productif soit à la traîne ;
- 3 - Les taux bas jouent un rôle non négligeable dans cette inadéquation.

*
* *

I - L'épargne des ménages est abondante mais investie à court terme.

1. L'épargne des ménages est abondante et finance la quasi-totalité des besoins de l'économie

L'épargne des ménages continue d'évoluer en France autour de 14% des revenus disponibles depuis 2012. Avec l'Allemagne (17%) notre pays se situe parmi les toutes premières nations épargnantes dans le monde « avancé ».

Le graphique 1 ci-joint concernant la France et établi en encours montre que l'épargne nette des ménages (domestique et, marginalement, extérieure), soit environ 4 trillions €, finance la totalité des besoins nets des entreprises non françaises (2,2 trillions) et ceux des autorités publiques (1,8 trillions).

L'intermédiation financière permet ainsi de transformer une partie importante de l'épargne courte en financements à long terme (2 trillions d'épargne à très court terme sont transformés en placements à long terme ; des résultats très voisins sont observés à l'échelle de l'Eurozone).

2. L'épargne financière des ménages français est majoritairement placée à court terme.

On observe, tout d'abord, que les actifs financiers des ménages constituent une part minoritaire de leur patrimoine :

L'immobilier ainsi que les actions non cotées et parts de SARL s'élèvent à :

7991 Milliards €

contre 3926 Milliards € de placements financiers

Sur un patrimoine total de 11918 Milliards € les placements financiers (hors détention d'actions non cotées) représentent donc 3926 Milliards €, soit un tiers du total.

Examinons la nature de ces placements financiers.

Voici la répartition des principaux postes de l'épargne financière des ménages en encours (statistique fin Juin 2017, chiffres arrondis OEE) :

<i>Epargne à court terme</i>	<i>en Milliards €</i>	<i>en % du total</i>
Dépôts à vue	405	
Livrets d'épargne	637	
Dépôts à terme de moins de deux ans	15	
OPC monétaires	5	
Assurance-vie (supports en Euros)	1694	
Total court terme	2756	58%
<hr/>		
<i>Epargne à long terme</i>		
Assurance-vie (supports en unités de compte)	231	
Plans d'épargne-logement (PEL)	262	
Plans d'épargne populaire (PEP)	19	
Dépôts à terme de plus de deux ans	52	
Obligations	50	
Actions cotées et non cotées	1123	
OPC non monétaires	289	
Total long terme	2036	42%
<hr/>		
Total des placements financiers	4792	

En considérant l'assurance-vie (supports Euro) comme « disponible » à tout moment par les détenteurs, on arrive à la conclusion que près de 58% du total des placements financiers des ménages sont à court terme¹.

Mais les statistiques en flux sont encore plus alarmantes.

¹ La classification ci-dessus combine :

- L'approche « ex ante » où l'on apprécie la durée de l'épargne du point de vue de l'épargnant et de son désir de liquidité (l'approche « ex post » mesure la durée en fonction du comportement statistique de l'épargnant),
- et l'approche qui apprécie la durée de l'épargne en fonction de l'agent financé (mise en transparence des véhicules d'intermédiation).

Les dépôts à vue et les livrets ont représenté 78% des flux d'épargne à fin juin 2017 (% calculé sur les placements financiers hors actions non cotées et parts de SARL).

C'est là le résultat de la faiblesse des taux de rémunération (avec des taux proches de 0 le coût d'opportunité d'un compte à vue est devenu particulièrement faible).

II - La part des actions dans le financement de notre économie est faible.

On estime que l'Europe finance son économie à hauteur de 24% en capital alors que les pourcentages sont respectivement de 38% et de 48% pour l'Asie et les Etats-Unis.

Cette prédominance de la dette est favorisée par le régime fiscal (qui permet de déduire le coût du service de la dette des revenus imposables alors qu'il n'en est pas de même pour les dividendes).

Cette sous-capitalisation de notre économie n'est pas favorable à la croissance : elle pèse sur les charges d'exploitation et se traduit par une réduction des fonds propres des entreprises.

Le taux de taxation implicite du capital est, en France, de plus de 45% alors qu'il est de 22% en Allemagne (source OCDE).

Il est évident que cette sur-taxation du capital entraîne des effets négatifs sur l'investissement à long terme.

On peut ajouter que la réglementation financière n'arrange pas les choses puisqu'elle dissuade les compagnies d'assurance de détenir des actions à leur actif alors que ces sociétés étaient traditionnellement des acteurs importants du marché boursier : elles exerçaient un rôle d'animation et de stabilisation à long terme, rôle qu'elles ne peuvent plus assurer aujourd'hui.

III – La faiblesse des taux de rendement joue un rôle important non négligeable dans cette inadéquation.

L'OCDE nous dit qu'en raison des défis démographiques auxquels sont confrontés nos systèmes de retraite, il faut, pour pouvoir disposer d'une retraite convenable, « contribuer davantage et pour de plus longues périodes² ».

Mais cette recommandation de bon sens se heurte à l'écrasement des taux d'intérêt. On a calculé que même si on épargnait 10% de son revenu d'activité pendant 30 ans, on ne dégagerait – avec des taux réels à 0 – que 12% de son revenu d'activité au moment de percevoir sa retraite.

Il est donc difficile, dans un environnement de politique monétaire à taux 0, de fiscalité pénalisant le capital et d'une réglementation prudentielle défavorable à la détention d'actions par les grands investisseurs institutionnels, de promouvoir la croissance de l'investissement à long terme.

J'ajoute que la politique d'aisance monétaire a eu des effets non attendus sur les bilans des compagnies d'assurance européennes.

² OCDE : Pensions Outlook 2016 – Highlights.

La faiblesse croissante des taux d'intérêt caractérisant l'actif à court terme des bilans de ces institutions - en contraste avec la stabilité de leurs engagements contractuels longs au passif - a eu pour effet d'accroître leur « mismatch » de duration. Il en résulte - ne serait-ce que pour des motifs réglementaires - la nécessité pour ces institutions de réduire cet écart en investissant davantage en bons à long terme. Mais cette course à l'achat de titres à revenus fixes - en concurrence avec les achats par la BCE - a entraîné, à son tour, une amplification de la baisse des taux obligataires, ce qui a encore nourri le processus de correction du mismatch³.

On peut observer que, dans la zone Euro, les compagnies d'assurances détiennent désormais 40% de la dette publique acquise par les résidents de cette zone.

*
* *

Si l'on avait observé notre planète depuis Sirius au moment de la crise de 2007-2008, on aurait porté le diagnostic suivant :

- ✓ Trop d'endettement
- ✓ Insuffisance de capital
- ✓ Et donc formation de bulles spéculatives au détriment du financement de l'investissement productif à long terme

Et l'on serait donc étonné de voir, 10 ans après :

- ✓ Encore plus d'endettement
- ✓ La permanence de la désincitation à souscrire du capital
- ✓ La continuelle faiblesse de l'investissement productif

Jacques de Larosière

³ Voir l'étude de Dietrich Domanski et alia sur : « The hunt for duration : not waving but drowning ? » - IMF Economic Review Vol 65 N°1 2017.

L'épargne en France

