OBSERVATOIRE DE L'EPARGNE EUROPÉENNE

Colloque FAIDER 23 mai 2015

Intervention de Jacques de Larosière

Je remercie Jean Berthon de me donner l'occasion d'exposer quelques idées sur l'épargne et l'investissement. Mes propos ne le surprendront pas, car nous avons souvent l'occasion d'en parler ensemble. Jean est en effet aussi le Président de l'association Betterfinance, qui est maintenant un membre associé de l'Observatoire de l'Epargne Européenne.

Je vais d'abord remettre en cause quelques idées reçues sur l'importance de l'épargne en France. Je vous soumettrai ensuite mes interrogations sur l'orientation de cette épargne. Enfin je voudrais appeler votre attention sur les changements de notre environnement économique : ces changements nous imposent de réfléchir autrement aux grands équilibres de l'épargne et de l'investissement.

1. Les tendances de l'épargne en France

Apparemment, les Français continuent d'épargner beaucoup : en moyenne, 15 à 16% de leur revenu disponible selon les mois. Les Français sont en majorité convaincus de la nécessité de renforcer leur matelas de sécurité pour faire face à l'imprévu : les revenus de plus grand nombre stagnent, le chômage est élevé et la fiscalité de l'épargne a été considérablement alourdie ces dernières années. Des allègements d'impôts bien ont été annoncés dans le cadre du pacte de solidarité, mais ceux-ci bénéficieront aux ménages ayant de faibles revenus, et auront donc peu d'effet sur les agrégats d'épargne.

Si l'on analyse les comportements d'épargne plus en profondeur, on s'aperçoit que les déterminants de l'épargne se sont déplacés de manière significative à la suite de la crise financière. L'épargne des ménages est constituée de placements financiers et de l'investissement pour le logement, et elle est diminuée du recours au crédit. Or si le taux d'épargne est resté élevé, c'est que le recours au crédit a baissé après la crise. En d'autres termes, le taux d'épargne n'a pas baissé mais les investissements et les placements ont, eux, diminué.

C'est vrai en particulier des placements financiers. On compare souvent la France et l'Allemagne. Mais en Allemagne, les placements financiers des ménages se maintiennent à plus de 9% de leur revenu en moyenne, alors qu'ils ont décroché en France. C'est un premier signal d'alarme.

2. Le paradoxe : une épargne abondante qui ne finance pas les investissements

Le deuxième signal d'alarme vient de l'orientation de cette épargne. Plus de la moitié du patrimoine financier des Français est aujourd'hui constituée de produits d'assurance vie. Mais les supports en unités de compte, partiellement investis en actions, représentent moins du cinquième de l'encours accumulé en assurance vie. Les produits d'épargne bancaire pèsent 40% des patrimoines financiers et les titres – actions cotées, obligations et OPCVM - seulement 8%.

Chacun s'accorde à dire qu'il faut favoriser l'investissement en actions, et pourtant on en est loin en réalité. Les ménages peuvent acheter des actions en direct, mais depuis la fin des grandes privatisations, ces flux sont très peu nourris, et même négatifs depuis plusieurs années. Ils peuvent les acheter par l'intermédiaire de fonds d'investissement ou de contrats d'assurance vie. Or les OPCVM français investis en actions sont à la peine, et seule une petite partie de l'assurance vie est investie est placée en actions. Bref, l'épargne financière des Français est principalement constituée, directement ou indirectement de dépôts en banque et de titres de dette, souvent des obligations d'Etat aujourd'hui bien peu rentables.

Les entreprises elles-mêmes font peu appel à l'épargne pour renforcer leurs fonds propres. Certes, il faut se féliciter qu'un peu plus de PME s'introduisent en Bourse depuis quelques mois. Mais on est encore loin des opportunités de financements saisies chaque mois par des centaines de PME au Royaume-Uni sur le marché spécialisé sur les petites capitalisations.

Et il existe en outre toujours un biais favorable à l'endettement qui résulte de la fiscalité, puisque les intérêts d'emprunt payés par les entreprises sont déductibles de l'assiette de l'impôt sur les sociétés, à la différence des dividendes. Certes, depuis la loi de finance pour 2012, la déductibilité est plafonnée. Mais le biais, même atténué, demeure. En outre, la contribution additionnelle à l'impôt sur les sociétés introduite en 2012 et égale à 3% du montant des bénéfices distribués agit en sens inverse.

Les entreprises sont donc incitées à s'endetter plutôt qu'à augmenter leurs fonds propres, mais si l'investissement repart, l'offre de crédit risque de ne pas suivre en raison des contraintes prudentielles qui s'imposent à elles dans la gestion de leur bilan. Une partie de la solution pourrait venir de la titrisation mais on est encore loin d'avoir en Europe un marché de la titrisation liquide, qui permettrait aux banques de redistribuer une part significative de leurs engagements vers les investisseurs institutionnels.

3. L'environnement économique : le paradigme a changé

Je me placerai maintenant du point de vue de l'épargnant et de la collectivité publique.

Chacun suit les discussions difficiles en cours pour résorber les déficits prévisibles des régimes d'épargne complémentaire AGIRC-ARRCO. On croyait que les accords professionnels des années précédentes avaient résolu ce problème de manière pérenne. Il n'en est rien. A nouveau, plane l'incertitude sur le niveau des retraites, le niveau des cotisations et l'âge d'ouverture des droits.

De la même façon, les études de l'OEE ont montré que l'équivalent patrimonial des droits à retraite était significativement impacté par chaque réforme, et à chaque fois de manière différente.

Il serait bon de reconnaître que le paradigme économique dans lequel évoluent les citoyens a changé. Depuis plusieurs années, un chômage de masse persiste. La croissance ne retrouvera pas ses rythmes passés. Et la structure démographique de tous les pays

européens continue de jouer dans un sens défavorable à l'équilibre des systèmes de retraite. La collectivité publique ne peut plus garantir seule le niveau de vie des retraités et la couverture des dépenses liées à la dépendance.

Il faut donc que l'épargne des Français soit réorientée vers le long terme. Elle est de fait une épargne de long terme, si l'on observe par exemple l'âge moyen des contrats d'assurance vie. Mais dans la mesure où, en droit, cette épargne peut être retirée à tout moment sans subir de risque de perte en capital, elle ne bénéficie pas d'une rémunération correspondant à sa durée réelle. Ce fait a pu être atténué par le lissage des revenus que permettent les règles de l'assurance vie. Mais nous sommes aujourd'hui dans une période de taux bas appelée à durer. Inexorablement, les rendements baisseront.

Or les engagements pris par les compagnies d'assurances et les fonds de pension comportent des obligations contractuelles à long terme à l'égard des épargnants. Comment les respecter sur la durée si les actifs considérés comme peu risqués n'offrent pas de rendement ?

Il est donc temps aujourd'hui d'inciter l'épargnant à disposer d'une épargne bien rémunérée car investie sur le long terme, et dirigée vers les fonds propres des entreprises. Il est de l'intérêt de tous d'aller dans cette direction. Il est important que la réglementation, et notamment les règles de Solvabilité 2, n'y fassent pas obstacle.