

Conférence Banque de France/France Stratégie : Financer la croissance

Discours de clôture d'Anne Le Lorier

« Mieux canaliser l'épargne vers un investissement de qualité »

Introduction : un déséquilibre de structure sur le marché des fonds disponibles

Le taux d'épargne financière en France est parmi les plus élevés en Europe. Pour autant, cette offre de fonds abondante est-elle allouée de manière optimale, c'est-à-dire finance-t-elle les projets d'investissement les plus créateurs d'emploi et de croissance ? Et si tel n'est pas le cas, quels sont les leviers d'action à notre disposition pour mieux l'orienter ? Ces deux thèmes abordés aujourd'hui par cette conférence ont donné lieu à des échanges très riches.

Je voudrais, pour commencer, revenir sur trois constats. Tout d'abord, l'écart entre le taux d'investissement productif¹ entre la France et l'Allemagne qui était de deux points avant la crise est désormais inférieur à un point. De même, le taux d'investissement des entreprises françaises a presque retrouvé son niveau d'avant crise (23% en 2008 et 2015) alors qu'il s'est dégradé en Allemagne (21,5% en 2008 et 19,5% en 2015). Cela ne signifie pas que les volumes d'investissement sont équivalents, car, en niveau, la valeur ajoutée des entreprises françaises est significativement inférieure à celle des entreprises allemandes. Mais cela indique, comme le confirment d'ailleurs diverses enquêtes et études², que le financement ne représente pas une contrainte pour la grande majorité des entreprises françaises, y compris les PME, le premier frein à l'investissement étant la faiblesse de la demande. L'offre d'épargne est là. Pour autant peut-on en déduire que le marché des fonds disponibles fonctionne bien ? Tel n'est pas le cas. Par exemple, le financement actuel de nos entreprises s'effectue principalement sous forme de dette, comme l'illustre la hausse quasi continue de leur taux d'endettement depuis plus de 10 ans. Cela se traduit par une structure du passif de

¹ Le taux d'investissement productif rapporte l'investissement en machines et équipements à la valeur ajoutée. Ce taux est passé de 13,2% à 12% en Allemagne entre 2008 et 2015 contre respectivement 11,2% et 11,1% en France.

² M. Bussière, L. Ferrara et J. Milovich (2015) «Explaining the recent slump in investment: the role of expected demand and uncertainty», Document de travail, n°571, Banque de France, septembre ?. Voir aussi Enquête annuelle de la BEI sur 12 000 PME et grandes entreprises européennes (dont 600 françaises) et l'enquête trimestrielle de la Banque de France sur l'accès au crédit.

leur bilan où la part de la dette est supérieure à celle des fonds propres, alors que c'est l'inverse au Royaume-Uni et plus encore aux États-Unis : en 2015, la dette des sociétés non financières représente 72% du PIB alors que celle des entreprises américaines n'atteint que 42%³. Parallèlement, les fonds propres de nos entreprises, mesurés en valeur de marché, ne représentent que 65% du PIB. C'est presque deux fois plus aux États-Unis (120%). C'est une source de fragilité en raison du caractère contraignant du service de la dette.

C'est un enjeu important de stabilité financière et d'équilibre économique : on évoque beaucoup, et à juste titre, le niveau de l'endettement public, mais l'endettement privé est également devenu important par rapport au PIB : entre fin 2007 et fin 2016, le taux d'endettement privé en France a augmenté de près de 30 points de PIB⁴.

Le problème n'est donc pas la quantité de financement disponible mais sa nature. Or la nature du financement et celle de la croissance sont étroitement reliées : alors que, dans les économies en phase de rattrapage (après-guerre ou économies émergentes), le financement par endettement bancaire peut être adapté, il l'est moins dans nos économies avancées qui se situent à la frontière technologique et qui ont besoin de ressources stables pour financer des projets innovants et risqués. L'intermédiation usuelle (transformation bancaire ou endettement sur les marchés) n'est plus le seul canal approprié pour financer l'innovation qu'elle soit « incrémentale » ou de « rupture » ; ces dernières ne peuvent être développées que si les entreprises qui les portent disposent d'un « capital patient », c'est-à-dire de financements mis durablement à leur disposition.

Les constats dressés cet après-midi sont clairs : ils montrent que l'offre de fonds est abondante mais que sa structure ou sa qualité sont imparfaites. L'épargne s'oriente principalement vers des actifs financiers peu risqués et en partie liquides au détriment d'actifs risqués, notamment les actions. Ce déséquilibre se traduit par une augmentation de la prime de risque depuis la crise : le coût des fonds propres – correspondant au rendement exigé ex ante par les investisseurs – se maintient à un niveau élevé (de l'ordre de 9%⁵), alors

³ La dette recouvre les crédits bancaires et les titres de créances émis.

⁴ Le taux d'endettement des agents non financiers privés est passé de 98,7% en décembre 2007 à 126,1% en septembre 2016.

⁵ D'après une étude du Bulletin de la Banque de France n°207, septembre-octobre 2016, « Le coût des capitaux propres des grandes entreprises non financières en zone euro : une évaluation sur la dernière décennie », C.Mazet-Sonilhac, J-S.Mésonnier.

que le rendement sur les actifs sans risque est désormais proche de zéro. Pour proposer des réponses concrètes à la sous-pondération d'actifs risqués dans les portefeuilles des Français, il faut d'abord revenir aux causes de ce comportement.

Comme cela a été souligné lors de vos échanges, il ne s'agit pas uniquement d'un mal français, les taux de détention d'actions en France paraissant comparables à la moyenne de nos partenaires d'Europe continentale. De plus, certaines études et enquêtes⁶ montrent que l'épargnant aisé a une aversion spontanée au risque relativement modérée, même après la crise financière.

Les causes de la faible présence des actifs longs et risqués dans le patrimoine des ménages ont, elles aussi, été évoquées. Il y a, d'une part, des facteurs sur lesquels on ne peut agir qu'à moyen terme, souvent en engageant des réformes structurelles : le niveau d'éducation financière, la taille et la profondeur des marchés d'actions... Il y a toutefois des leviers sur lesquels il est possible d'agir à plus court terme : les rendements relatifs des produits d'épargne au travers d'une réglementation appropriée, l'offre de produits nouveaux permettant un couple rendement/risque convenable pour les épargnants, un rôle de conseil plus efficace de la part des distributeurs.

Comment dès lors résoudre l'équation d'une épargne abondante et de l'insuffisance d'investissements de qualité et « d'avenir » ? Plusieurs pistes ont été évoquées, permettez-moi d'en reprendre et peut-être d'en prolonger quelques-unes.

Compte tenu du temps imparti, je vais centrer mon propos sur la France. Mais, auparavant, je voudrais souligner deux points. En premier lieu, la réalisation de l'union des marchés de capitaux en Europe et, au-delà, d'une union de financement et d'investissement est essentielle. En second lieu, il convient de garder à l'esprit qu'il est positif que les non-résidents développent leurs placements en France de même qu'il est naturel que les

⁶ Sondage IFOP auprès de 300 Français ayant un patrimoine financier de plus de 30 000 euros et ayant l'intention de faire un placement financier dans les 2 ans, Septembre 2016 : 75% des répondants sont prêts à prendre des risques (44% des risques forts ou modérés, 31% des risques faibles). Les enquêtes Patrimoine (Insee) et HFCS montrent également que le taux de détention d'actions augmente avec le niveau de patrimoine. L'étude Arrondel-Masson (Décembre 2016) à partir de l'enquête PATER montre que la crise n'a pas augmenté l'aversion au risque des épargnants, la baisse de la détention d'actions s'expliquant par la faiblesse des rendements anticipés jusqu'en 2014 et demeure une énigme après 2014.

différents acteurs résidents diversifient leurs placements hors de France. Je reviens maintenant aux pistes d'amélioration les plus importantes.

Plus d'éducation financière peut y contribuer à mieux orienter le placement de l'épargne, car cela aide à une meilleure compréhension des vertus et des risques associés à ses placements et donc une « dédramatisation du risque ». 85 % des Français n'ont pas bénéficié d'enseignements d'éducation budgétaire et financière, que ce soit à l'école ou à l'université⁷. Le gouvernement a donc initié une stratégie d'éducation financière pour laquelle il a nommé la Banque de France opérateur national. Des actions concrètes ont d'ores et déjà été réalisées, telle que la création d'un portail internet « Mes questions d'argent », ou encore la signature de conventions pédagogiques avec les rectorats et les académies.

Surtout, une réglementation adaptée et plus neutre peut contribuer à orienter de manière plus efficace les placements des ménages. La baisse du taux des nouveaux PEL à 1% en août 2016 s'inscrit notamment dans cette logique qui vise à réduire la divergence excessive entre la rémunération de ces produits d'épargne réglementée et les taux de marché. Des incitations fiscales peuvent accompagner une orientation de l'épargne vers des placements de plus longue durée et plus risqués. Certes, l'expérience montre d'ailleurs que l'outil fiscal doit être utilisé avec discernement, afin de ne pas conduire à des investissements faiblement productifs dont la motivation serait quasi exclusivement fiscale, mais il est clair que les régimes actuels de taxation des actions ne sont globalement pas favorables à la prise de risques, surtout au regard de celui qui s'applique aux obligations. Une réflexion semble donc nécessaire en la matière.

Enfin, l'innovation financière doit être mise à profit pour proposer de nouveaux produits répondant aux aspirations des épargnants : des produits plus risqués et potentiellement plus rémunérateurs. En la matière, je crois qu'il faut tenter de construire, hors biais fiscal positif ou négatif ainsi que je viens de l'évoquer, un triangle de compatibilités, constitué par :

- les attentes des épargnants en matière de rendement et de risque, qui vont rationnellement de pair avec la recherche d'une liberté minimale d'entrée et de sortie des vecteurs de placement selon la prise de risque ;

⁷ D'après une enquête IFOP commandée par le Ministère de l'Économie en Septembre 2016.

- les besoins des entreprises de financement longs en fonds propres, qui conduisent à imaginer ou à promouvoir des instruments de long terme ;
- la nécessité de la stabilité financière, qui impose d'éviter des ruptures brutales dans les grands mécanismes de financement ou dans les valeurs de marché.

Pour satisfaire ces différents objectifs, il importe évidemment de disposer d'instruments financiers adaptés et il ne semble pas que ce soit encore pleinement le cas. En particulier, il existe une tension entre la garantie des placements -je songe notamment à l'assurance-vie en euros, et l'orientation de l'épargne vers des emplois en fonds propres, dont le rendement futur est par définition incertain. Accepter, comme la plupart des fonds souverains, une part d'incertitude sur les rendements futurs, semble bénéfique à moyen et long terme à la croissance économique et donc à l'intérêt des épargnants. Cela suppose sans doute un degré de mutualisation élevé.

Il importe aussi de disposer d'instruments et de produits aussi transparents que possible, ainsi que des circuits appropriés de distribution. À l'ère de l'économie numérique et de la digitalisation, il est d'ailleurs probable que des transformations s'opèreront dans les années à venir dans les canaux de diffusion des instruments financiers, avec sans doute l'émergence de nouveaux acteurs. Cette évolution peut tout à fait être positive, à condition cependant d'être encadrée par une régulation publique qui protège l'épargnant tout en ne le décourageant pas d'une prise de risques assumés et proportionnés à ses revenus et à son patrimoine. L'obligation d'information et de transparence dans la documentation commerciale et légale des produits financiers est à cet égard essentielle et le rôle de l'AMF et de l'ACPR pour veiller au bon respect de ces règles et de ces bonnes pratiques commerciales est donc crucial.

Par ailleurs, la création de véhicules dédiés au financement de projets de long terme, y compris bien sûr en faveur de la transition énergétique, constitue un moyen utile. Je pense notamment à la création des Fonds européens de long terme (« ELTIF ») qui ont pour objectif d'apporter des financements de longue durée à des projets d'infrastructure, des sociétés non cotées ou à des petites et moyennes entreprises cotées et qui bénéficient d'un traitement spécifique pour les ratios prudentiels des entreprises d'assurance. Le développement des fonds de capital-risque constituent également un enjeu en France et en

Europe où il accuse un retard important. Bien que le capital investissement connaisse une croissance rapide ces dernières années (12,4 mds de fonds investis en 2016 soit + 15% par rapport à 2015⁸), les fonds investis annuellement en France dans les jeunes entreprises (« capital-risque ») ne représentent qu'un quart en termes de PIB de ceux investis aux États-Unis ou en Chine.

Conclusion

Mieux canaliser l'épargne abondante des ménages vers un investissement de qualité nécessite de corriger les biais actuels du régime structurel d'incitation : cela implique de favoriser aussi les placements risqués et relativement durables, de faire preuve de davantage de pédagogie, de rechercher un bon équilibre entre l'indispensable protection de l'épargnant et l'innovation, qui semble parfois moins développée dans le domaine de l'épargne qu'elle ne l'est dans d'autres secteurs de l'économie.

Au terme de ce colloque si riche en idées grâce aux excellents panelistes qui l'ont animé, il me semble que quelques lignes directrices se font jour : sans en faire un levier exclusif, rendre la fiscalité plus favorable aux placements risqués en faveur des entreprises ; adapter les instruments financiers au triple besoin de la protection de l'épargnant, du financement sain et durable de l'économie productive, et de l'innovation y compris écologique et digitale ; mettre en œuvre à cet effet une concertation entre toutes les parties prenantes et une régulation publique qui prennent pleinement en compte ces trois impératifs et qui visent à un bon équilibre entre ces objectifs. La Banque de France, dans toutes ses composantes, financières, économiques, statistiques et prudentielles, s'inscrira au cœur de ces actions cruciales pour la croissance économique et la stabilité financière.

Je vous remercie de votre attention.

⁸ Source : AFIC. Les fonds levés en 2016 s'élèvent à 14,7 milliards d'euros soit +51% par rapport à 2015.