

Introduction

Face au risque de stagnation séculaire et au ralentissement des gains de productivité en France et en Europe, d'aucuns s'accordent sur les besoins massifs d'investissement pour inscrire le pays dans les transitions numérique et énergétique et financer les dépenses susceptibles d'accroître le potentiel de croissance du pays : infrastructure, éducation, innovation, numérique et santé. Cette conférence, ouverte par **Michel Yahiel** (France Stratégie), visait ainsi à discuter d'un des leviers possibles du financement de cet investissement de long terme, l'épargne des ménages. Le rapport « *Fiscalité de l'épargne financière et orientation des investissements* » commandé par France Stratégie et l'ADEME à 2° Investing Initiative, suggère que les masses considérables que représente l'épargne des ménages bénéficient d'abord aux grandes entreprises, au financement de l'État et à l'immobilier, mais peu aux TPE-PME et à l'innovation. Michel Yahiel a ainsi rappelé que la fiscalité de l'épargne est complexe, coûteuse pour les finances publiques, et largement controversée – elle porte le risque d'induire des distorsions, entraîner des effets d'aubaine et alimenter le mal-investissement. Au-delà de dresser les constats relatifs à l'utilisation de l'épargne des Français, cette conférence a ainsi permis de discuter de nouvelles pistes et solutions pour l'orienter davantage vers le financement d'investissements de long terme.

Session 1 : Où s'investit l'épargne des Français ?

Christian Pfister (Banque de France) a développé le thème d'une situation française qui n'avait rien d'anormal. Il est parti du constat d'une épargne financière abondante en France : le patrimoine financier brut des ménages français représentait fin 2016 219% du PIB contre, au troisième trimestre 2015, 205% dans la zone euro. En outre, ce patrimoine a évolué rapidement au cours des dix dernières années, avec une orientation croissante vers les contrats d'assurance vie en euros et l'épargne réglementée, peu favorable à l'investissement de long terme. S'agissant plus particulièrement du taux de détention d'actions, il a baissé de 14,7% en 2010 à 11,7% en 2014 en France, mais est resté supérieur à celui de la zone euro (respectivement 10,1% et 8,8%). Pour rendre compte de ces évolutions, les facteurs d'offre semblent jouer le rôle principal : un modèle d'allocation des patrimoines financiers permet de retracer correctement les choix de portefeuille des ménages au cours de la période 1999-2015 sur le fondement de seuls facteurs d'offre (rendements, innovation financière, fiscalité). Le maintien depuis 2009 de taux de rémunération de l'épargne réglementée à des niveaux supérieurs aux taux de marché a notamment offert aux ménages des placements à la fois sûrs, liquides et bien rémunérés. Du côté des facteurs de demande, le niveau d'éducation financière des Français est certes très perfectible mais comparable à celui des Américains et c'est surtout sur les titres que les Français s'estiment mal informés, ce qui renvoie de nouveau à un facteur d'offre. Enfin, pour répondre à la question posée dans le titre de la session, une mise en transparence de l'épargne des ménages montre que les Français investissent de plus en plus à l'étranger et de moins en moins dans les sociétés non financières ; ceci n'est pas un motif d'inquiétude si nos entreprises sont capables d'attirer l'épargne mondiale.

Stéphanie Villers (Humanis) a insisté sur le rôle des PME et ETI, contrastant la situation en France et aux États-Unis : c'est les PME et ETI qui sont à l'origine de la croissance et de l'emploi mais aussi elles qui ont dans notre pays le moins de facilité à obtenir des financements. S'agissant des instruments de dette, malgré la création récente du marché de l'Euro PP, très peu de PME/ETI françaises émettent des titres obligataires. En concerne l'ouverture du capital, Alternext a été créé en 2005 mais la capitalisation n'atteint que 5,5 milliards d'euros avec 184 valeurs cotées au lieu de 5500 pour le Nasdaq. La création du Perco+ dans le cadre de la loi Macron, permettant d'obtenir une réduction du forfait social patronal si au moins 7% des fonds sont investis auprès de PME et ETI, représente une initiative intéressante mais les valeurs restent peu liquides. S'interrogeant sur les origines de ces phénomènes, Stéphanie Villers a cité des facteurs culturels (préférence des dirigeants de PME pour une relation bilatérale avec leur banquier) et une information économique insuffisante, avec des arguments de vente des conseillers de clientèle surtout axés sur les avantages fiscaux.

Stanislas Dupré (2° Investing Initiative) a présenté une étude réalisée pour France Stratégie et l'Ademe sur la possibilité de mettre la fiscalité de l'épargne en cohérence avec l'objectif de financement de la

transition énergétique (TE), conduite en 2014/2015 alors que se préparait la loi sur la TE. L'étude s'efforce, en se penchant sur les cas de 54 niches fiscales dont les deux tiers reposent sur un fléchage de l'épargne, de retracer le lien entre les incitations fiscales à détenir certains actifs financiers et leur influence sur les décisions d'investissement. À cette fin, 20 supports font l'objet d'une mise en transparence, débouchant sur une cartographie de l'épargne. En jeu se trouve notamment la question de savoir si et comment une plus grande disponibilité du capital, particulièrement en actions, influence les choix d'investissement des entreprises, alors que celles qui sont cotées préfèrent l'autofinancement et investissent pour l'essentiel en dehors du territoire national. Le rapport formule trois grandes recommandations :

- Prolonger l'exercice de cartographie et d'évaluation, développer la recherche sur les liens entre la détention d'actifs financiers, le financement et l'investissement et développer des méthodes d'évaluation de la contribution des institutions financières à la TE ;
- Engager une réflexion de long terme sur le rôle de la fiscalité de l'épargne, alors que celle-ci est réformée par petites touches, avec des ajouts et suppressions de niches qui ne sont pas cohérentes avec une démarche d'ensemble ;
- À l'initiative des pouvoirs publics, mettre à la disposition des épargnants et des conseillers de clientèle des outils d'aide au choix d'allocation d'actifs reposant sur les réponses à des questions très simples, de façon à limiter les conflits d'intérêts et les asymétries d'information.

André Masson (CNRS, EHESS) a d'abord rappelé la baisse de la détention d'actions des ménages français, aussi bien directe qu'indirecte, mettant en relief que cette baisse touchait toutes les classes d'âge mais que la France était à tous égards (patrimoine moyen, médian, selon l'âge, la composition, l'inégalité,...) le pays le plus proche de la zone euro. Puis il a rendu compte des résultats des enquêtes PATER conduites en mai 2007, juin 2009, novembre 2011 et fin 2014. Ces enquêtes montrent que les épargnants n'ont pas changé pendant la crise ; c'est leur perception du monde qui a changé. Demeure une énigme : depuis 2012, alors que les facteurs qui permettent de rendre compte de la détention d'actions par les ménages sont stables (fiscalité « anti-actions ») ou devraient jouer favorablement (anticipations boursières, confiance dans sa banque, intentions d'investissement en actifs risqués), le taux de détention d'actions continue de chuter, au moins pour la détention directe. Une explication pourrait résider dans l'offre de conseil bancaire. À cet égard, André Masson a cité des données de l'AMF montrant une dégradation de cette offre entre 2012 et 2015, s'agissant des placements en titres. Enfin, il a montré comment la France, à l'analogie de la zone euro, se transformait en société patrimoniale où la richesse se concentrait entre les mains des seniors, avec des transmissions à des âges de plus en plus avancés. Il a en conséquence suggéré que l'épargne des seniors soit réorientée vers des investissements en actions ou vers des fonds dédiés.

Session 2 : Comment mieux orienter l'épargne vers les investissements de long terme ?

La seconde session, présidée par **Vincent Aussilloux** (France Stratégie), a cherché à identifier les leviers qui permettraient d'aiguiller cette épargne vers le financement des investissements de long terme.

Bernard Cohen Hadad (CPME) a estimé que le problème de financement des entreprises à court terme était en grande partie une idée fautive : 31% seulement des PME déclarent avoir un besoin de financement selon le dernier baromètre CPME / KPMG, chiffre au plus bas depuis 2009. Si les entreprises n'investissent pas à long terme, ce serait plutôt le fait d'un manque de confiance en l'avenir, d'un sentiment d'insécurité financière mais aussi du manque d'une impulsion et d'une vision globale donnée par l'État. Afin de faciliter le financement des entreprises, et donc de renforcer leur capacité d'investissement, il faut qu'elles aient accès à un éventail suffisamment large de types de financements. À cet égard, l'action des fonds institutionnels tels que Nova, Novo et Novi est à saluer. Enfin, si la création d'une niche fiscale supplémentaire ne semble pas désirable, une réduction du taux de l'impôt sur les sociétés (IS) pourrait en revanche susciter davantage d'investissements.

Thierry Philipponnat (Institut Friedland) a rappelé qu'en ce qui concernait les besoins en fonds propres, il était possible de distinguer trois types d'entreprises : les entreprises « traditionnelles » au

business model établi, prévisibles et modélisables ; les PME aspirant à devenir ETI ; et les entreprises fondées sur un modèle d'innovation de rupture, qui ne sont ni modélisables, ni prévisibles. Malgré cette diversité, les marchés financiers européens auraient tendance à adopter une approche homogène dans leur manière de mesurer le risque (en écart à un rendement de référence, souvent celui d'un indice boursier), qui serait par conséquent inadaptée aux innovations de rupture où les gains sont binaires. Cette homogénéité implique que les marchés financiers européens ne peuvent amortir l'introduction en bourse d'entreprises disruptives valorisées à plusieurs milliards, contrairement aux marchés américains, plus profonds. Pour corriger cette homogénéité, Thierry Philipponnat soutient l'émergence d'investisseurs aux logiques différentes – on note par exemple la quasi-inexistence de *family offices* en France –, de fonds de pension à la française (et donc d'un système de retraite par capitalisation) mais souligne aussi la nécessité d'inciter les PME à prendre le risque de devenir des ETI. Il note par ailleurs que la fiscalité n'est pas primordiale et ne constitue pas le moteur principal des décisions d'investissement ; aussi le problème ne serait pas tant sa complexité que son instabilité.

Sur le thème plus spécifique de la transition énergétique, **Morgane Nicol** (Institute for Climate Economics) a rappelé qu'en 2014 les investissements en faveur du climat en France s'élevaient à 32 milliards d'euros, un chiffre stable depuis 2013. Il manquerait ainsi 10 à 15 milliards d'euros par an pour atteindre la trajectoire fixée par le premier budget (2015-2018) de la Stratégie Nationale Bas Carbone (SNBC), avec un déficit d'investissements de 9 milliards d'euros annuel pour le seul secteur de la rénovation de logements. Pour atteindre cet objectif et ceux encore plus ambitieux des budgets suivants, une réorientation des flux financiers déjà existants semble plus adaptée que la recherche de nouveaux flux. Morgane Nicol a souligné la nécessité de mettre en œuvre des signaux économiques forts pouvant être anticipés par les investisseurs – prix du carbone ou normes sur les logements par exemple – mais aussi d'incitations pour les ménages à rénover leur habitation. A l'heure actuelle, la moitié des investissements climat sont soutenus par le secteur public (via des incitations, normes, subventions ou taxes) ; afin que la part du privé prenne de l'ampleur, les investissements publics doivent se concentrer sur les projets les plus ambitieux ou au bénéfice de ceux dont les difficultés d'accès aux financements sont les plus grandes. Une réelle réflexion est également à mener quant à la façon dont la masse de financement disponible de la part des investisseurs institutionnels puisse ruisseler pour atteindre les projets de plus petite taille.

Jean Boissinot (Direction Générale du Trésor) a rappelé la nécessité de poser la question du rôle de l'État vis-à-vis de l'épargne des ménages. De fait, les préférences des ménages sont spontanées et – sous réserve d'un manque d'éducation financière et de biais comportementaux – conformes à leurs besoins en termes de cycle de vie (constitution d'une épargne pour la retraite, d'une épargne de précaution, etc.). La question n'est donc pas tant de savoir comment modifier ces préférences, au bénéfice par exemple d'une plus grande prise de risque, mais au contraire comment, à préférences données, atteindre aux mieux les objectifs de financement de l'économie. L'enjeu véritable consiste ainsi à valoriser l'épargne longue des ménages – une ressource précieuse et présente en France – en trouvant le couple investisseur institutionnel / gestion d'actifs qui fonctionne. Au sens de Jean Boissinot, le capital-risque et la transition énergétique constituent les thématiques emblématiques en la matière, avec des interrogations récurrentes sur la taille des fonds et leur équilibre.

Partant de ce même constat sur les besoins des ménages, **Eric Chaney** (EChO et Institut Montaigne) s'interroge sur le bien-fondé des réflexions « expertes » autour de la façon de canaliser l'épargne des ménages. On ne saurait, de fait, reprocher aux ménages de rechercher le meilleur rendement et la sécurité pour leur épargne, quand bien même ces choix iraient à l'encontre des besoins de financement de l'économie. Les ménages désirent une épargne liquide pour répondre aux incertitudes de la vie, et raisonner en équilibre général plutôt qu'en équilibre partiel permet d'intégrer cet élément dans la réflexion. Aussi, Eric Chaney s'interroge sur la pertinence de débattre de l'épargne « des Français » alors que nos voisins jouissent de forts excédents courants et que la zone euro se dirige vers un marché unique des capitaux. La question ne devrait donc pas porter sur les incitations à mettre en œuvre pour que l'épargne des Français finance l'économie française, mais plutôt sur comment rendre nos entreprises compétitives et attractives pour tous les épargnants, français ou non. Par ailleurs, il faudrait se

pencher plus avant sur les mécanismes prudentiels et réglementaires existants car ceux-ci semblent être à l'origine d'une situation paradoxale dans laquelle les intermédiaires (essentiellement assureurs) qui auraient naturellement tendance à se tourner vers des placements de long terme du fait de la structure de leur passif se dirigent en pratique vers des investissements de court terme en dette plutôt qu'en fonds propres. Se joignant à Thierry Philipponnat, Eric Chaney souhaite donc également voir se développer les fonds de pension. Enfin, Eric Chaney a souligné que la croissance de très long terme dépend de l'innovation scientifique donc de la recherche fondamentale, ce que l'épargne – même bien allouée – ne peut permettre de financer. Il a ainsi défendu l'idée de doter l'European Research Council (ERC) d'un capital pour pallier aux coupes budgétaires dont il souffre régulièrement.

Sur la question du départ fréquent des entreprises innovantes françaises pour les États-Unis posée par le public, Jean Boissinot a indiqué que ceci relevait d'une problématique de « la poule et l'œuf » quant à la taille des fonds financiers européens et la taille des entreprises à financer. Afin de garder les entreprises poids-lourd sur notre marché européen, il faudrait ainsi voir se développer des investisseurs institutionnels bien plus conséquents.

Les panelistes ont rappelé que l'Etat se meut dans un monde imparfait ; si son rôle est nécessaire pour forcer les investisseurs à « s'asseoir pour réfléchir » – comme le fait l'article 173 de la loi sur la transition énergétique –, la fiscalité relève toujours du *second* voire *third best*. Dans ce cadre, la simplicité et la robustesse valent mieux qu'un système compliqué, rapidement contourné donc inefficace. Par ailleurs, Eric Chaney a rappelé que la prospective mène parfois à des erreurs stratégiques dans les choix des agents, et notamment dans les choix d'incitations fiscales – l'exemple du diesel en France est ici frappant. Élever le niveau scientifique des populations semble être une solution pour conduire celles-ci à mieux discerner les opportunités d'investissement à long terme.

S'interrogeant sur l'avenir du conseil financier dans le cadre de l'arrivée de l'intelligence artificielle et de technologies telles que les robo-advisors, Thierry Philipponnat ne se dit pas inquiet : s'il est évident que les technologies de screening tendront à se développer et que l'informatique peut corriger certains biais comportementaux, il est peu probable que les robo-advisors remplacent le conseil humain, notamment du fait qu'ils posent de réelles questions éthiques.

Conclusion et synthèse

Anne Le Lorier (Banque de France) est d'abord revenue sur trois constats : l'écart entre les taux d'investissement productif en France et en Allemagne se résorbe ; le financement ne représente pas une contrainte pour la grande majorité des entreprises françaises, y compris les PME ; la part de la dette dans le passif de ces entreprises est plus importante que dans les pays anglo-saxons. Le problème, partagé par nos partenaires de la zone euro, n'est donc pas la quantité de financement disponible mais sa nature : l'épargne s'oriente vers des actifs financiers peu risqués et en partie liquides au détriment d'actifs risqués, notamment les actions.

Au-delà de la réalisation d'une Union des Marchés de Capitaux en Europe, plusieurs pistes ont été évoquées pour la France pour résoudre l'équation d'une épargne abondante et de l'insuffisance d'investissements de qualité et « d'avenir » :

- L'amélioration de l'éducation financière. À cet égard, le gouvernement a initié une stratégie d'éducation financière pour laquelle il a nommé la Banque de France opérateur national ;
- Une réglementation adaptée et plus neutre. La baisse du taux des nouveaux PEL à 1% en août s'inscrit notamment dans cette logique ;
- La mise de l'innovation financière à profit pour proposer de nouveaux produits plus risqués et potentiellement plus rémunérateurs, en évitant les biais fiscaux ;
- La disponibilité d'instruments et de produits aussi transparents que possible, ainsi que des circuits appropriés de distribution. De ce point de vue, l'émergence d'acteurs issus de la « nouvelle économie » peut-être tout à fait positive, à condition d'être encadrée par une

régulation publique. Par ailleurs, la création de véhicules dédiés au financement de long terme, comme les Fonds européens de long terme (ELTIF) constitue un moyen utile.

Anne Le Lorier a indiqué que les instruments ou vecteurs financiers devraient respecter un équilibre entre trois impératifs : assurer aux épargnants un couple rendement/risque approprié, ce qui va de pair avec une liberté minimale d'entrée et de sortie ; répondre aux besoins des entreprises de financements longs en fonds propres ; favoriser la stabilité financière, qui impose d'éviter des ruptures brutales dans les grands mécanismes de financement ou dans les valeurs de marché. Elle a conclu en soulignant l'engagement de la Banque de France en faveur d'une épargne permettant un investissement de qualité, crucial pour une croissance économique durable.