



« Surplus d'épargne et déficit d'investissement : quelles solutions ? »

Entretien avec François Villeroy de Galhau, Gouverneur de la Banque de France

Revue d'Economie Financière – Octobre 2016

Dans votre rapport au Premier ministre de septembre 2015 sur le financement de l'investissement des entreprises¹, vous évoquiez les trois angles d'un « triangle du financement » : investissement plus risqué, épargne plus prudente, système financier plus étroitement régulé. Est-on confronté à un nouveau « trilemme » ?

François Villeroy de Galhau : Il y a en effet aujourd'hui en Europe un défi du financement. J'ai identifié trois enjeux. D'abord la nécessité de rendre les investissements plus innovants pour plus de croissance. Or qui dit investissements plus innovants dit nécessairement investissements plus risqués et donc financés davantage par fonds propres. Vient ensuite l'attachement des épargnants à la sécurité de leurs placements, qui fait que l'épargne abondante – la zone euro a un excédent courant de plus de 3 % du PIB (produit intérieur brut) – n'est pas correctement allouée aux besoins économiques. Cela entraîne un manque à croître et une fragilité de la zone euro, puisque les chocs ne sont pas amortis par des flux privés durables, comme aux États-Unis par exemple. Enfin, il y a l'impératif d'avoir un système financier mieux sécurisé après la crise. Toutefois ce « triangle » du financement n'est pas un trilemme : ces trois besoins ne sont pas nécessairement incompatibles. Il est possible de les concilier si nous construisons en Europe une véritable « Union de financement et d'investissement ».

En quoi devrait consister cette « Union de financement et d'investissement » et que faudrait-il, le cas échéant, ajouter aux trois piliers de l'Union bancaire en voie d'achèvement ?

François Villeroy de Galhau : Ce que je propose avec cette Union, c'est une solution européenne pour résoudre l'équation de l'épargne abondante et du manque d'investissements productifs. Nous avons déjà toutes les cartes en main, mais nous les jouons mal. Les initiatives en faveur de l'investissement en Europe – le plan Juncker, l'Union des marchés de capitaux, voire l'Union bancaire – sont insuffisantes, d'abord parce qu'elles fonctionnent de façon isolée. Il faut impérativement aller plus loin. Il faut créer des synergies en rassemblant ces différentes initiatives dans ce que j'appelle l'« Union de financement et d'investissement ». Cette Union doit avoir trois objectifs ambitieux et clairement établis : la diversification des financements pour répondre aux besoins des entreprises – ce qui est tout à fait différent d'une désintermédiation forcée –, la réorientation de l'épargne des ménages vers le long terme, plus que vers la prise directe de risque à laquelle ils sont plus réticents,

et l'augmentation de la résilience de la zone euro grâce à un véritable marché du capital européen.

Le plan Juncker de soutien à l'investissement en Europe vous paraît-il à la hauteur des enjeux et sa mise en œuvre vous paraît-elle suivre le bon rythme ?

François Villeroy de Galhau : Ce dispositif alimente la reprise économique au sein de l'Union européenne. Les données de juin-juillet 2016 font état de 78 projets d'investissement et 289 opérations approuvées. Ceux-ci devraient permettre la réalisation de 115,7 Md€ d'investissements au total, ce qui représente, pour l'heure, 37 % de l'objectif. En France, les projets d'infrastructures et d'innovations déjà soutenus devraient susciter un investissement de 7,5 Md€ et permettre la création de plus de 35 000 emplois ; les accords pour le financement des PME (petites et moyennes entreprises) devraient débloquer, quant à eux, 5,6 Md€ d'investissements et bénéficier à plus de 38 000 entreprises. Cependant, comme je le disais, des progrès sont encore possibles. La Banque européenne d'investissement n'a pour l'heure investi que 21 % de l'enveloppe de 63 Md€ à sa disposition. En outre, le volet fonds propres et capital-risque est peu développé. Ces constats n'enlèvent rien aux effets positifs que l'on observe aujourd'hui, mais ils amènent à s'interroger sur la manière d'aller plus loin dans le soutien à l'investissement en Europe, en entraînant mieux les capitaux privés.

Le nouveau cadre réglementaire post-crise a renforcé, en particulier, les exigences en fonds propres des banques. Estimez-vous ces exigences correctement calibrées pour ne pas entraver la prise de risque liée au financement des investissements. Comment ce risque de *trade-off* est-il évalué au sein des instances internationales comme le Comité de Bâle, le Conseil de stabilité financière ou le G20 ?

François Villeroy de Galhau : La réforme Bâle III était absolument indispensable après la crise. Aujourd'hui, les banques françaises sont deux fois plus solides qu'en 2008. Et contrairement aux craintes parfois affichées, les nouvelles règles ne pèsent pas sur le crédit, ni la croissance, notamment en raison des effets favorables de la politique monétaire. En revanche, le problème que nous avons est que cette réforme n'est toujours pas achevée, huit ans après la crise, malgré le travail considérable qui a été fourni. Cela crée de l'incertitude, qui est néfaste pour les agents économiques et donc pour le financement des investissements. La priorité est donc d'abord d'achever cette réforme d'ici à la fin de 2016. Dans cette dernière ligne droite, les instances de régulation doivent éviter un écueil qui serait d'augmenter encore significativement les exigences globales en capital imposées au système bancaire. Le GHOS² et le G20 l'ont clairement dit : là, il pourrait y avoir un vrai risque pour le financement de l'économie, en particulier en Europe.

Du côté des assurances, le nouveau régime Solvabilité II a lui aussi suscité des critiques au motif qu'il réduirait fortement l'incitation des plus gros gestionnaires d'épargne (tout du moins en France et en Europe) à investir à long terme et sur les marchés d'actions. Ce souci vous paraît-il fondé ?

François Villeroy de Galhau : Ces critiques doivent être nuancées, même si nous devons rester attentifs à ne pas pénaliser les actions. Les régulateurs ont d'ores et déjà amendé les textes de Solvabilité II ou prévu de le faire pour répondre à ces préoccupations : les charges en capital ont été réduites sur certaines classes d'actifs, la valorisation en « juste valeur » du bilan prudentiel a été corrigée pour favoriser l'investissement de long terme, et des mesures dites « branches longues » ont été introduites pour réduire les effets de la volatilité des marchés financiers sur les fonds propres des organismes pratiquant des activités de long

terme. D'autres assouplissements du cadre réglementaire sont envisagés au niveau européen. Ils pourraient porter sur les charges en capital pour les investissements dans les entreprises gérant des infrastructures, dans la titrisation et éventuellement dans le capital-investissement.

Faisons le lien avec la politique monétaire. Les principales banques centrales (Federal Reserve, Banque centrale européenne, Banque d'Angleterre, Banque du Japon, etc.), dans le cadre de leur politique non conventionnelle d'achat d'actifs et de forward guidance, visent à maintenir des taux d'intérêt durablement bas (ou, dans le cas de la Federal Reserve, à les relever de façon très graduelle) en comprimant fortement les primes de terme. Il en résulte des courbes de rendement exceptionnellement plates et donc une baisse des marges d'intermédiation. Pensez-vous que cela nuise à l'offre de crédit à long terme et à l'investissement ?

François Villeroy de Galhau : Non. Les banques centrales visent avant tout à faire repartir l'inflation qui est encore trop basse par rapport à leur cible de moyen terme. Pour l'Eurosystème, comme pour les banques centrales des pays développés, il s'agit d'un taux d'inflation proche de 2 %, mais inférieur à 2 %. L'Eurosystème doit s'y tenir et poursuivre sa politique monétaire non conventionnelle tant que nécessaire ; c'est son mandat. S'agissant de l'impact de cette politique sur les banques, il est indispensable d'aborder la question de façon globale. Certes elle fait baisser les marges d'intermédiation, mais l'accroissement de la demande de crédit vient partiellement compenser cet effet. De plus les taux d'intérêt bas font baisser le coût du risque de crédit en améliorant la situation des emprunteurs et ils réduisent le coût de refinancement pour les banques qui recourent aux financements de marché. Il faut aussi ajouter que l'Eurosystème a mis en place des opérations de refinancement à plus long terme, les TLTRO-II³, qui permettent aux banques de financer leurs crédits aux entreprises à un taux très favorable, jusqu'à - 0,40 %. Plus largement, la politique monétaire non conventionnelle soutient l'activité macroéconomique. Je rappelle qu'en 2015, elle a contribué à la croissance française à hauteur de 0,4 point, ce qui est tout à fait significatif. Cela aussi contribue à soutenir l'investissement.

Comme votre prédécesseur, vous recommandez aux organismes d'assurance-vie une extrême prudence dans la rémunération des contrats. Certains évoquent un risque d'incitation négative à ce qui reste un vecteur prépondérant de l'épargne longue. D'autres, à l'opposé, avancent qu'une rémunération trop faible de l'épargne peut inciter les ménages à épargner plus encore pour compenser la perte de revenus. Où se situerait, selon vous, le taux d'équilibre de l'épargne à long terme ?

François Villeroy de Galhau : Il faut revenir aux fondamentaux : le couple « rendement-risque » est la base d'une finance saine. Les rendements de l'épargne sans risque ne peuvent pas être aussi élevés que ceux de l'épargne risquée. Et il faut aussi tenir compte du contexte économique : l'environnement actuel de taux bas a nécessairement des conséquences sur les contrats des organismes d'assurance-vie. La rémunération de leurs clients ne peut pas être durablement supérieure au seuil de rentabilité de leurs propres placements. On observe d'ailleurs que les taux de revalorisation nets des contrats d'assurance-vie en euros ont diminué en 2015, même si cette baisse est vraisemblablement encore insuffisante au regard de celle observée sur les marchés de taux d'intérêt. C'est aussi pour cela que j'ai proposé de baisser le taux des nouveaux PEL (plans d'épargne logement) à 1 % au 1^{er} août 2016. Pour permettre aux épargnants de bénéficier de rendements plus élevés, il faut leur proposer de nouveaux produits d'épargne, qui leur permettent de prendre davantage de risques dans la durée, tout en répondant à leurs aspirations : la sécurité, c'est-à-dire une certaine garantie du capital sur le long terme, plus que la liquidité. Et lorsqu'on parle de rendements, il faut aussi être clair avec les épargnants :

les rendements nominaux sont faibles aujourd'hui, mais ce qui est important, ce sont les rendements réels qu'ils reçoivent, c'est-à-dire les rendements corrigés de l'inflation. Ce qui est frappant, c'est qu'ils sont aujourd'hui bien meilleurs qu'entre 2011 et 2013.

Il est d'ailleurs remarquable que les épargnants européens continuent de privilégier majoritairement des produits d'épargne peu risqués, pas nécessairement les plus productifs (dettes d'État, immobilier, liquidités, etc.). Quelles orientations vous paraissent souhaitables pour renverser cette tendance ? La fiscalité de l'épargne (qui en théorie devrait être neutre et est en pratique plus favorable à l'épargne liquide qu'aux investissements à long terme) devrait-elle être réformée ?

François Villeroy de Galhau : Tout à fait. Il y a une différence très nette dans le comportement des épargnants de chaque côté de l'Atlantique. Les ménages français et européens détiennent beaucoup moins d'actifs risqués que les ménages américains : 77 % du PIB en France et 93 % dans la zone euro, contre 241 % aux États-Unis. Cette situation est regrettable car une économie comme la nôtre, qui est à la frontière technologique, a besoin que ses entreprises innovent davantage. Cela nécessite très concrètement que ses entreprises aient accès à davantage de financements par fonds propres, plus risqués par nature. De ce point de vue, l'Europe est très en retard : la part des fonds propres dans le financement des entreprises ne représente que 52 % du PIB dans la zone euro, contre 121 % aux États-Unis. Pour y remédier, il faut mieux orienter notre épargne abondante vers l'investissement productif. Pour cela, en plus des nouveaux produits d'épargne dont je parlais à l'instant, il faut à tout le moins éviter les distorsions fiscales au profit de l'épargne liquide et sans risque. Cette neutralité fiscale doit se retrouver aussi du côté des entreprises: le financement par la dette ne doit pas être favorisé par rapport au financement par fonds propres.

Le nouveau régime de résolution, et notamment le passage du *bail-out* au *bail-in*, revient à transférer, par priorité, le risque de défaut des États vers les actionnaires et les détenteurs de titres bancaires. C'est *a priori* une bonne nouvelle pour le contribuable. A-t-on évalué l'impact sur le coût des ressources des banques et ce transfert peut-il engendrer, lui aussi, une « frilosité » accrue dans leur comportement d'offre de crédit ?

François Villeroy de Galhau : Le nouveau régime de résolution est un progrès important, même si, là non plus, tout n'est pas encore terminé. Il est indispensable que les banques se préparent dès à présent aux futures exigences concernant leur capacité d'absorption des pertes. Au niveau international, le G20 a finalisé en novembre 2015 l'exigence de TLAC (*total loss absorbing capacity*) pour les banques systémiques. Elle est en cours de transposition en droit européen. Le Conseil de résolution unique va déterminer très prochainement le niveau et la composition du dispositif européen, le MREL (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities*) qui, lui, s'applique à l'ensemble des banques de l'Union européenne. Il est tout à fait souhaitable que le TLAC serve de socle, au moins pour les plus grands groupes, et sans ce que j'appellerais « surtransposition ». Le coût de ce transfert de risque vers les actionnaires et les détenteurs de titres bancaires dépendra directement de ce qui sera décidé.

Plus largement, la *doxa* (dans les milieux bancaires ou une partie du monde académique) est que le durcissement du cadre prudentiel, par le jeu des arbitrages réglementaires, favoriserait l'essor de la finance désintermédiée et du *shadow banking*, par construction moins étroitement régulés. Comment évaluez-vous ce risque et, sous un angle plus théorique, un secteur financier largement désintermédié

vous paraît-il plus compatible avec une allocation optimale des risques et des ressources que notre modèle de financement essentiellement intermédié ?

François Villeroy de Galhau : Les régulateurs sont très attentifs à ce risque. Lorsqu'ils envisagent des réformes prudentielles pour les banques, ils mènent des études d'impact qui permettent notamment d'évaluer les conséquences sur l'ensemble du système financier. En outre, le Conseil de stabilité financière a ouvert un programme ambitieux de réformes réglementaires visant à mieux contrôler le *shadow banking* et à le transformer en un système de financement de marché plus stable et plus sain. Des recommandations précises ont été publiées en juin sur le suivi des risques de liquidité des *asset managers*, y compris par des *stress tests* exigeants. La désintermédiation du secteur financier peut utilement compléter les services bancaires traditionnels. Tant que les risques sont maîtrisés, la diversité des acteurs au sein du système financier garantit à la fois la meilleure allocation des risques et la fourniture de services financiers adaptés à l'économie, au meilleur coût. C'est le sens de la démarche actuelle visant à promouvoir l'Union des marchés de capitaux en Europe et dans laquelle le système bancaire a une grande place à jouer.

Revenons sur la pénurie relative d'investisseurs de long terme et le hiatus avec l'épargne pléthorique au plan mondial (*saving glut*). Ce qui frappe sur la carte du monde c'est que les institutions qui disposent des forces de frappe les plus importantes de mobilisation d'épargne sont le plus souvent des fonds souverains ou même des fonds de pension, qui sont aussi largement exempts de contraintes réglementaires et ont de ce fait un avantage compétitif en termes de capacité et de flexibilité par rapport à nos entreprises d'assurance, par exemple. Quel est votre jugement sur ce problème de « règles de jeu équitables », compte tenu des enjeux stratégiques relatifs au contrôle de l'allocation des investissements ?

François Villeroy de Galhau : Le fait que ces entités ne soient pas soumises aux mêmes contraintes que les entreprises d'assurance ne signifie pas qu'elles peuvent agir sans règles. Les fonds de pension sont soumis à des normes réglementaires sur les prestations de retraite, leurs investissements et leurs modalités de liquidation. En outre leur surveillance est de plus en plus étroite. En 2015, l'EIOPA⁴ a, par exemple, lancé son premier stress test pour évaluer leur résilience en cas de crise sur les marchés financiers. Les fonds souverains n'évoluent pas non plus dans une zone de non-droit. Les règles existantes en matière de bon fonctionnement des marchés financiers ou relatives à la gouvernance d'entreprise s'appliquent à eux comme à n'importe quel autre investisseur. Toutefois le fait qu'ils soient localisés dans des pays qui sont souvent beaucoup moins ouverts aux investissements étrangers que ceux où ils investissent est de nature à créer un sentiment de défiance. La réponse à cette inquiétude réside dans la réciprocité des règles de protection des investissements. C'est l'un des objectifs des organisations multilatérales et des accords bilatéraux entre pays.

Dans votre rapport au Premier ministre, vous soulignez la persistance d'un coût élevé du capital (*cost of equity*), paradoxal au regard du niveau exceptionnellement bas des taux d'intérêt. Comment expliquez-vous ce hiatus et quelles seraient les pistes pour réduire cette exigence excessive qui entrave les investissements au moment où ils seraient les plus indispensables (risque de stagnation séculaire, équipement des pays les moins avancés, « décarbonisation », etc.) ?

François Villeroy de Galhau : Clarifions d'abord le vocabulaire. Le coût des fonds propres (*cost of equity*) correspond au rendement futur qu'exigent les investisseurs pour acheter des actions d'une entreprise et qui les compense du risque pris. C'est une notion de rendement

espéré *ex ante*, qui peut différer du rendement des fonds propres (*return on equity*) constaté *ex post* dans les données comptables. Cette variable n'est pas directement observable et les analystes doivent l'estimer. Selon des calculs de la Banque de France, le coût des capitaux propres des grandes entreprises cotées françaises et européennes a fortement augmenté pendant la crise financière de 2008-2009 puis pendant la crise de la dette souveraine en zone euro pour atteindre des niveaux supérieurs à 10 %. Il n'a pas décliné suffisamment depuis. Cependant, depuis 2008, l'environnement n'est plus le même : le taux d'intérêt nominal à long terme sans risque est passé de quelque 4 % à presque 0 % dans la zone euro. La stabilisation apparente du coût des fonds propres cache donc une hausse des exigences des investisseurs en ce qui concerne le rendement des capitaux engagés. Le déséquilibre que nous avons déjà évoqué entre l'épargne abondante et le manque d'investissement productif en découle. C'est pourquoi il est impératif de mettre en œuvre les solutions au niveau européen : une politique volontaire et coordonnée d'investissements publics dans les infrastructures, dans l'éducation et la transition énergétique, mais aussi, au-delà de l'Union des marchés de capitaux, la création d'une véritable « Union de financement et d'investissement ».

Propos recueillis par Pierre Jaillet et Jean-Paul Pollin.

NOTES

1. Lire le rapport sur le site : www.gouvernement.fr/sites/default/files/document/document/2015/10/rapport_sur_le_financement_de_linvestissement_des_entreprises.pdf.
2. Groupe des gouverneurs de banques centrales et des responsables du contrôle bancaire, organe de gouvernance du Comité de Bâle.
3. TLTRO : *targeted longer term refinancing operations* ou opérations de refinancement ciblées à long terme.
4. EIPOA : European Insurance and Occupational Pensions Authority ou Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles.