

La France devrait connaître durablement une situation d'excédent d'épargne longue, en raison de la réduction du déficit public et des faibles besoins de financement des entreprises. Cela justifierait la création d'un produit d'épargne longue qui, seul, bénéficierait de la défiscalisation.

Épargne longue : un excédent durable



Patrick Artus
Chef du service
de la recherche
Département
des marchés
CDC Marchés

Pendant longtemps, on a cru que le problème de la France était l'insuffisance d'épargne longue, d'où la faiblesse de l'investissement, les taux d'intérêt réels élevés, le risque de déficit extérieur. On s'aperçoit aujourd'hui qu'on est passé progressivement à une situation d'excès d'épargne longue par rapport aux besoins nationaux. C'est ce qui implique que les questions posées sont devenues tout à fait différentes : la composition de l'épargne longue est-elle la bonne ? Comment les investisseurs et les emprunteurs vont-ils s'adapter à une situation d'excès d'épargne. Faut-il modifier la fiscalité, la réglementation ? la hiérarchie des rendements est-elle encore convenable ?

Un excédent massif d'épargne longue

Il faut d'abord noter que la notion d'épargne longue en France est assez floue. Nous incluons dans cette catégorie les actions ou Opvm actions, qui constituent indubitablement de l'épargne longue, mais aussi l'assurance vie (qui est

en théorie une épargne à huit ans, mais assortie d'une assez grande flexibilité) et les placements sous forme de livrets et comptes à taux réglementés qui, s'ils sont en théorie parfois liquides (c'est le cas du livret A par exemple), présentent une stabilité suffisante pour pouvoir être investis à moyen ou long terme.

Si on accepte cette définition, on voit que l'excédent d'épargne longue en France est considérable. Prenons l'exemple de 1996 ① ② ③. Les émissions nettes d'obligations et titres à moyen terme en francs, sur le marché domestique ou en euro-francs, ont atteint 411 milliards de francs ; les émissions d'actions cotées 38 milliards de francs ; l'encours de crédit à moyen et long terme a progressé de 14 milliards de francs, soit un besoin total de financement à long terme de 463 milliards de francs.

En face de cela, l'épargne longue nouvelle (au sens large) a représenté 879 milliards de francs (747 milliards de francs si on exclut l'épargne à taux réglementé liquide). L'excédent d'épargne longue est donc considérable, bien plus que l'excédent d'épargne global qu'on peut mesurer par le solde positif de la balance courante (105 milliards de francs en 1996, 118 milliards de francs sur les seuls six premiers mois de 1997). Dans son ensemble, l'économie française est donc contrainte de réaliser de la « détransformation » c'est-à-dire qu'elle doit utiliser de plus en plus d'épargne longue, en raison de l'allongement de la maturité de l'épargne, pour financer des emplois à court terme.

La diminution de l'encours d'actifs financiers rémunérés au taux du marché monétaire (-212 milliards de francs entre juillet 1996 et juillet 1997) impose par exemple aux intermédiaires financiers d'utiliser des ressources longues pour adosser une partie du stock de crédit à court terme qu'ils ont distribuée dans le passé.

① Émissions nettes d'obligations

En milliards de francs	1996	1997
Marché intérieur	245	78
dont : État	224	90
Marché international	134	93
dont : non résidents	139	90
Total	379	171
Émissions nettes de BTAN	41	147*
Émission nette de BMTN	-9	-23*

* 8 premiers mois. ** 7 premiers mois.
Sources : Banque de France.

② Émissions d'actions et crédits avec appel public à l'épargne

En milliards de francs	1996	1997
Ensemble		
• des émetteurs (actions)	38	14*
• des crédits bancaires	-25	+68**
• des crédits à l'économie	-160	+36**
dont :		
investissement et habitat	+14	n.d.

* 7 premiers mois. ** 6 mois.
Sources : Banque de France.

Perspectives : le risque d'amplification de l'excès d'épargne longue

Le graphique ④ montre que le décalage de l'épargne longue, en ce qui concerne ses principaux supports, l'assurance vie et les plans d'épargne logement, a lieu entre 1990 et 1993, et que le phénomène a plutôt tendance à s'accélérer. Une première explication est liée à l'évolution des taux d'intérêt en France : à partir de la fin de 1993, la pente de la courbe de structure des taux d'intérêt devient positive, avec un écart entre le taux à 10 ans et le taux à 3 mois qui se stabilise un peu au-dessus de 200 points de base ⑤. Il est donc normal que l'épargne se déplace des actifs à court terme vers les actifs à long terme.

Au-delà de cet aspect conjoncturel, il faut penser au vieillissement de la population qui va dégrader continûment durant les 30 prochaines années la situation des systèmes publics de retraite. La part des plus de 60 ans dans la population totale va passer de 19 % aujourd'hui à 30 % en 2030. L'incitation à épargner à long terme pour compenser la faiblesse des retraites publiques va donc se renforcer, et il est probable que, pour cette raison structurelle,

l'attrait pour l'épargne longue va se maintenir sous une forme ou sous une autre.

Du côté des besoins de financement à long terme, on va assister à la fin du siècle à la stabilisation du taux d'endettement public et au retour du déficit public vers des niveaux très faibles, après la période quasi continue de déficit élevé qui commence en 1982-1983 ⑥. Le Pacte de stabilité prévoit qu'en situation normale, l'équilibre budgétaire doit être atteint afin de permettre que les finances publiques puissent avoir une action contracyclique en cas de récession.

Du côté des entreprises, on observe aujourd'hui une situation de grande faiblesse de l'investissement, et de montée continue du taux d'autofinancement depuis le début des années 1980 ⑦.

Avec la reprise économique, on pourrait penser que l'investissement va repartir et, avec la baisse des taux d'intérêt, que la nécessité d'autofinancer la croissance va disparaître.

Épargne : objectif retraite

⑧ Évolution de l'épargne longue ou administrée sur un an

En milliards de francs	Fin 1996	Fin juillet 1997
Livrets et comptes à taux administré	+ 391	+ 387
dont : PEL et PEP	+ 259	+ 288
Opcvm		
• obligations	+ 69	+ 71
• actions et diversifiés	+ 52	+ 111
Placements d'assurance vie	+ 376	+ 352
Obligations détenues directement	- 9	+ 153*
Total	+ 879	+ 1 074

*Fin mars 1997. Livrets A, bleus, épargne logement, livrets jeunes, LEP, PEP, Codevi.
Sources : Banque de France.

On peut cependant être un peu dubitatif quant à la possibilité de voir augmenter fortement le besoin de financement des entreprises françaises pour diverses raisons :

- l'aversion pour la dépendance vis-à-vis du crédit reste forte ; dans une situation où l'exigence de rentabilité du capital s'est beaucoup accrue, on devrait voir les entreprises utiliser à nouveau l'effet de levier pour accroître cette rentabilité. Cependant, la perception de la vulnérabilité accrue en cas de récession si l'endettement est utilisé joue en sens inverse. Même s'il y a légère amélioration, l'ensemble des crédits aux sociétés a encore baissé de 1,8 % entre juin 1996 et juin 1997. Le taux d'endettement (calculé comme endettement/fonds propres) est passé de 63 % en 1985 à 39 % en 1991 et 29 % en 1996 ;
- les décisions des entreprises dépendent de plus en plus de leurs effets sur la capita-

lisation boursière sur la valeur de l'entreprise pour l'actionnaire. Ceci a plusieurs conséquences : réduction de l'horizon d'investissement les actionnaires ne veulent pas attendre le résultat de projets orientés vers le long terme ; refus de la dilution du capital, et donc plutôt rachats en bourse, réduction du nombre d'actions comme on l'observe aux États-Unis ;

- une des composantes de l'investissement des entreprises françaises semble se développer : celle qui concerne malheureusement l'investissement direct à l'étranger [ⓐ]. Le déficit d'investissement direct s'accroît : 43 milliards de francs pour l'année 1996 ; 30 milliards de francs pour les six premiers mois de 1997. Ces montants restent cependant faibles.

Au total, on n'a pas le sentiment d'un potentiel de reprise rapide des émissions d'obligations et d'actions ou de la demande de crédit des entreprises. L'endettement total des sociétés à la fin de juin 1997 est de 3 784 milliards de francs ; si le déficit public se réduit de 1/2 point de PIB (40 milliards de francs) par an, ceci permet une accélération de 1 % annuel environ de la croissance du stock de dette des entreprises sans changer la demande totale de financement. L'excédent initial d'épargne longue (300 milliards de francs en année pleine en 1996, plus en 1997, même en tenant compte de la privatisation de France Telecom et des nouvelles émissions de la CADES) est tel que la situation récente d'excédent va par conséquent se maintenir.

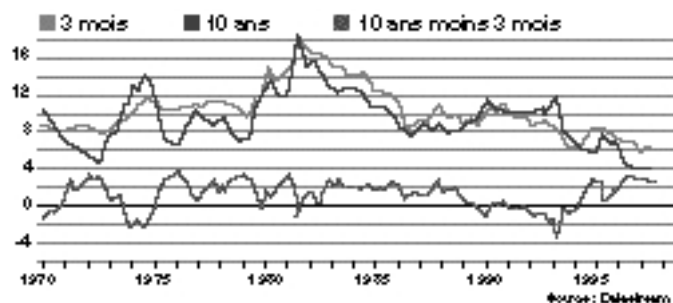
④ France : encours de l'épargne des ménages

En milliards de francs



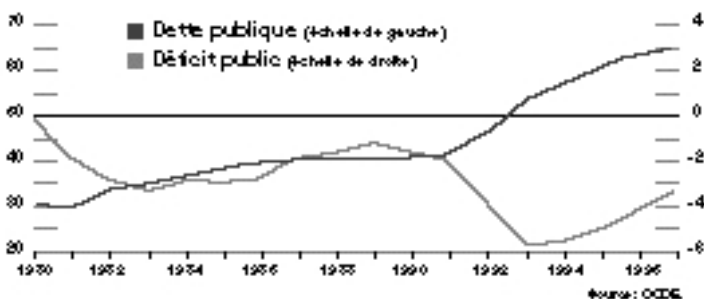
⑤ Les taux en France

En milliards de francs



⑥ France : dette et déficit public

En % du PIB



Les conséquences pour les marchés et pour la politique économique

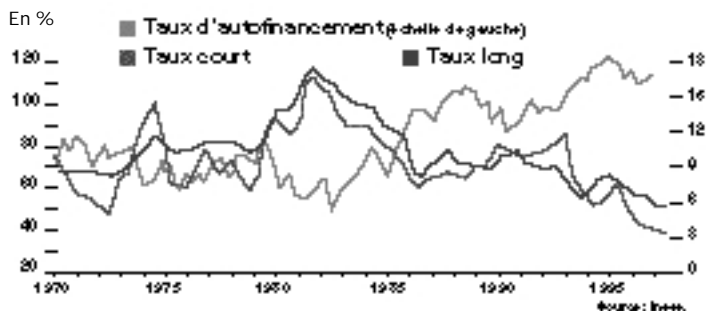
Si effectivement l'engagement pour l'épargne longue se maintient et si les besoins nationaux ne s'accroissent que faiblement, les investisseurs institutionnels et les intermédiaires financiers vont être contraints à poursuivre le mouvement de diversification internationale qu'ils ont débuté il y a quelques années (mais qui est encore très faible : 4 % de l'actif est diversifié internationalement contre 27 % au Royaume-Uni). L'Europe dans son ensemble est aussi dans une situation d'excès d'épargne (l'excédent courant de l'UEM à 11 aurait été de 130 milliards de francs de dollars en 1997), ce qui veut dire que ce sont plutôt des emprunteurs non européens qui vont profiter de l'excédent d'épargne en Europe. Il faudra donc s'habituer à voir de plus en plus de signatures non européennes et surtout privées sur les marchés financiers européens, euro-franc puis euro-euro. Ceci impliquera aussi une dégradation de la qualité moyenne des

emprunteurs, les marchés européens étant pour l'instant réservés à des émetteurs de *rating* très élevé.

Il est probable que les investisseurs français et européens garderont une préférence nationale ou européenne. L'excès d'épargne longue va donc entraîner un aplatissement progressif des courbes des taux européennes, en raison de l'abondance de la demande et de la rareté de l'offre, donc aussi une progression des bourses, même si on suppose que la Banque centrale européenne va mener une politique monétaire un peu plus restrictive que celle qui est poursuivie aujourd'hui ; si la courbe des taux s'aplatit, on pourrait finalement obtenir des taux longs plus bas que ceux observés en ce moment.

- Aucune politique d'incitation globale à l'épargne n'est naturellement nécessaire ; si les Français désirent de plus en plus d'épargne longue pour préparer leur retraite, il serait raisonnable de leur offrir un vrai produit d'épargne longue (20 ans ?) qui compléterait la gamme existante (qui s'arrête à 8 ans avec l'assurance vie). Sans ce produit, les épargnants sont contraints à des manipulations peu naturelles (rouler les produits d'épargne disponibles...).

⑦ France : taux d'autofinancement des entreprises et taux d'intérêt



⑧ France : investissement direct et solde courant

En milliards de francs par trimestre



- Si les systèmes publics de retraite deviennent de moins en moins généreux avec le vieillissement, et si les Français doivent s'assurer par eux-mêmes un complément de retraite, il paraît logique de défiscaliser (déductibilité de l'impôt sur le revenu) les sommes ainsi épargnées. Cette défiscalisation pourrait être réservée au «vrai produit d'épargne longue».

- Il n'est pas évident qu'il faille globalement inciter à épargner en actions. Naturellement, s'il existait un actif financier de long terme, il s'investirait largement en actions.

Nous avons vu que les émissions d'actions étaient très faibles, et que probablement ceci résulte plus d'une absence de besoin que d'une absence de demande pour les actions. Partant d'une analyse très générale, on peut déplorer bien sûr l'absence de profondeur du marché parisien, sa domination par les investisseurs étrangers, la faible part des actions dans les portefeuilles des institutionnels, mais il n'est

pas sûr que les entreprises françaises aient envie d'émettre davantage d'actions.

Il existe bien sûr un segment complet d'entreprises qui est en France exclu des marchés de financement à long terme : les PME en forte croissance, les entreprises en création... Certains avancent qu'il n'y a pas non plus un problème de financement dans ce segment, mais un problème d'absence de dossiers pertinents.

Il faut remarquer cependant le caractère ridicule du second marché (par rapport au Nasdaq), qui est largement lié à l'absence d'intérêt des investisseurs institutionnels pour le capital risque. Au lieu de développer des circuits de financement spécifique, les pouvoirs publics pourraient peut-être s'intéresser à une modification marginale de la réglementation des placements de l'assurance, imposant qu'une très faible partie de l'actif (1 % par exemple) soit consacrée à ce type de financements. ■