

Introduction à la conférence *Financer la croissance*

Michel YAHIEL

- Il y a moins d'un mois, dans cet auditorium, nous participions à une conférence organisée par la Banque de France et la BEI sur le thème de l'investissement et de son financement en France et en Europe. Merci à la Banque de France de nous accueillir de nouveau, pour traiter de l'un des leviers possibles du financement de l'investissement, l'épargne des ménages, dans un contexte politique assez particulier/
- En 2015, le patrimoine net des ménages français a atteint 10 000Md€, plus de 4 fois le PIB de la France. Ce patrimoine est constitué pour près de 4 800 milliards d'actifs financiers. si bien que les Français doivent tous les ans choisir comment ils souhaitent allouer leur épargne. Ces sommes sont considérables et jouent un rôle critique dans le financement de notre économie, surtout en période de finances publiques contrainte, qui amène à repenser le rôle de l'État dans le financement des investissements de long-terme. Face à ce hiatus entre ressources et besoins, il faut plus que jamais vérifier que les moyens de financement existants, dont l'épargne des Français¹ere rem sont employés de la meilleure manière possible et sinon comment les faire évoluer.

1ère remarque sur l'investissement en France

- Malgré le raffermississement récent de la croissance en France et dans d'autres économies développées, nous sommes encore loin des performances d'avant-crise. Alors que le rythme moyen de la croissance était de 2,3 % par an, nous sommes aujourd'hui légèrement

au-dessus de 1 %. De nombreux facteurs expliquent cette atonie. Il prolonge en réalité une tendance longue, à l'œuvre depuis les années 1980 de ralentissement de la productivité. Derrière un tel ralentissement, la faible productivité des facteurs d'offre appelle à amplifier les investissements dans certains domaines clés, afin d'accroître le potentiel de croissance du pays au cours des années à venir.

- La France fait également face à des besoins nouveaux pour préparer l'avenir, notamment dans les domaines de la transition énergétique (rénovation thermique des bâtiments, transports urbains propres, véhicule électrique, etc.) et de la transition numérique. La R&D, l'innovation et le capital-risque sont également essentiels pour la prospérité future du pays, pour régénérer son tissu productif et créer de l'emploi.
- Pour toutes ces raisons, la question de l'investissement, public comme privé, est majeure. C'est vrai qu'elle ne se pose pas en France dans les mêmes termes que dans d'autres pays d'Europe, comme l'Espagne ou l'Allemagne, où l'investissement est soit trop faible, soit s'est effondré avec la crise. Dans notre pays, l'investissement a plutôt bien résisté. Nos besoins portent sans doute moins sur les volumes que sur le redéploiement des ressources en faveur des dépenses les plus porteuses de croissance durable et inclusive. L'une des récentes notes de France Stratégie, dans la série « Actions Critiques pour la décennie », traite justement des pistes pour améliorer l'investissement de long-terme.

- Une première voie passe par le levier public, en augmentant les volumes d'investissement par la réallocation des dépenses existantes, en veillant à l'amélioration de la qualité de cet investissement – ce qui suppose aussi des réformes de gouvernance. Mais il faut aussi actionner le levier privé grâce à des mécanismes de type « garantie publique ». De manière alternative, nous pourrions situer l'action à l'échelle européenne, ce qui permettrait sans doute de s'extraire partiellement des contraintes budgétaires mais supposerait en amont un accord avec l'ensemble de nos partenaires européens, hypothèse quelque peu héroïque à ce stade.

2^{ème} remarque sur l'orientation de l'épargne

- Il reste potentiellement un autre levier, celui d'une meilleure utilisation de l'épargne des Français. Ce levier est régulièrement évoqué : la fiscalité de l'épargne a, de fait, largement évolué au cours du temps afin précisément de l'orienter vers les besoins jugés socialement les plus utiles. L'intérêt de ce levier a été rappelé par la Commission européenne dans sa Communication pour le financement de long terme (2014) ou, plus récemment, par le Comité de la Place de Paris. Le sujet demeure controversé, certains experts prétendant que la fiscalité échoue à atteindre les objectifs qu'elle s'est fixés ou induit des distorsions nuisibles, effets d'aubaine ou pertes de recettes fiscales, notamment.
- Dans ce contexte, l'enjeu est de pouvoir faire le lien entre l'épargne des français et le financement de l'économie. C'est précisément pour explorer ce lien que l'ADEME et France Stratégie ont demandé à *2 Degrees Investment Initiative* (2°II), de réaliser une étude sur le sujet.

Elle établit pour la première fois une cartographie de l'épargne des ménages en France, en cherchant à retracer le cheminement qui mène de cette épargne aux financements apportés aux différents agents économiques.

- C'est un travail important que je voudrais saluer ici et que je vous invite dès aujourd'hui à consulter sur notre site et celui de l'Ademe.
- Que peut-on sommairement en retenir ? Premièrement, les informations manquent pour pousser jusqu'au bout l'analyse. Grâce à la Banque de France beaucoup d'informations sont accessibles ; pour autant, à l'heure du big data et notamment de la nouvelle loi numérique, il doit être possible d'aller plus loin dans la mise à disposition des données tout en préservant naturellement le secret des affaires et celui des données personnelles.

Deuxièmement, l'épargne des Français alimente d'abord les grandes entreprises, l'Etat et l'immobilier. Elle est assez peu dirigée vers les fonds propres des TPE PME, vers le financement des startups, de l'innovation et des secteurs de la transition énergétique.

Enfin, notre fiscalité de l'épargne est complexe avec 54 niches qui se superposent et une dépense fiscale de plus de 11 milliards d'euros. On doit la comparer à des revenus du capital de l'ordre de 220 milliards d'euros et une imposition de ces revenus de l'ordre de 60 milliards d'euros. C'est pourquoi le rapport trace des pistes pour faire évoluer la fiscalité de l'épargne afin de la rendre plus efficace au service d'un financement des investissements les plus porteurs de croissance durable et inclusive.

Ce sont ces constats et ces voies de réforme que nous mettons particulièrement en débat aujourd'hui, grâce à deux panels de grande qualité et que je remercie de nouveau d'avoir bien voulu accepter notre invitation. Bonne réflexion à tous.