



**26^e édition des Rencontres de l'épargne et de l'investissement
Paris, 31 janvier 2017**

**Intervention de François Villeroy de Galhau,
Gouverneur de la Banque de France**

Mesdames, Messieurs les Parlementaires,

Mesdames, Messieurs,

Je suis très heureux de participer pour la deuxième année consécutive aux Rencontres de l'épargne et de l'investissement. Je suis tenté de commencer en rappelant une expression que Ben Bernanke, qui allait devenir président de la Réserve fédérale américaine, avait popularisée au milieu des années 2000 : le « *savings glut* », qui désignait la surabondance d'épargne au niveau mondial. En France comme en Europe, l'épargne est aujourd'hui abondante et excède de loin le montant des investissements: la zone euro a plus de 350 milliards d'excédent d'épargne, ce qui représente plus de 3 % du PIB. Mais, à mes yeux, la solution n'est pas moins d'épargne, mais une épargne mise davantage au service du financement des entreprises et de l'innovation ; pour reprendre le thème de ces Rencontres, une épargne plus « productive ». C'est une des conditions pour que nous ayons en France comme en Europe une croissance économique plus forte et plus durable. Je veux aborder trois questions avec vous : quelle est la situation en France ? Quelles sont les conséquences pour notre économie ? Quelles sont les priorités d'action ?

**

1. En France, l'épargne est une ressource abondante mais prudente

Contrairement à ce que certains croient, l'épargne n'est pas seulement une vertu allemande ; c'est aussi **une vertu française et une vertu européenne**. En France, le taux d'épargne des ménages représente 14 % de leur revenu

disponible au troisième trimestre 2016. En zone euro, il est à 13 % en moyenne, soit bien plus qu'aux États-Unis, avec 9 %, et a fortiori qu'au Royaume-Uni, où il n'est que de 6 %. En pratique, les Français investissent une bonne partie de cette épargne dans l'immobilier, mais ils consacrent aussi près de 6 % de leurs revenus à des placements financiers nets des remboursements d'emprunts : là aussi, c'est plus qu'aux États-Unis (4 %). Et en dix ans, le patrimoine financier des ménages français a augmenté de plus de 1000 milliards d'euros. Il représente à fin septembre 2016 près de 4540 milliards d'euros d'encours, répartis en trois tiers : dépôts bancaires, titres et contrats d'assurance-vie (ce dernier tiers, y compris les UC, est le plus important).

Une caractéristique très nette des épargnants français est leur **attachement aux placements sûrs**, c'est-à-dire ceux qui fournissent une protection du capital. Pour leurs placements financiers, les épargnants français privilégient les dépôts bancaires et l'épargne réglementée et les fonds euros des contrats d'assurance-vie, que l'on qualifie généralement d'actifs "non risqués", au détriment des titres et des contrats d'assurance-vie en unités de compte, dits actifs risqués. Les placements en actifs « non risqués » représentent en France près de 125 % du PIB, le double de ce que l'on constate aux États-Unis (66 %). Inversement, les placements en actifs dits « risqués » sont près de quatre fois plus faibles en France qu'aux États-Unis : 76 % contre 248 %.

Un mot sur les termes mêmes que je viens d'employer : la distinction risqué / non risqué est inutilement anxiogène ; il serait tentant de lui substituer celle de productif / non productif, pour reprendre le thème d'aujourd'hui. Ce serait cependant un peu abusif. Pour refléter la réalité de façon plus neutre, il faut distinguer plutôt épargne en fonds propres (qui a vocation à être à long terme) et épargne en taux (qui est souvent davantage liquide).

2. Quelles sont les conséquences pour notre économie ?

Premièrement, cela crée **un rendement plus faible de l'épargne** des Français, dans un contexte de taux bas. Et sur cette question des rendements de l'épargne, un sujet revient dans l'actualité : **l'inflation**, qui remonte progressivement, conformément à ce que l'Eurosystème avait annoncé, avec + 0,6 % en novembre et

+ 1,1 % en décembre dans la zone euro (+ 0,8 % en France). L'inflation qui remonte est-elle une menace pour les épargnants ? Je crois que non, pour deux raisons.

D'une part parce que les taux d'intérêt sur l'« épargne en taux », pour reprendre cette distinction, vont rester positifs : sur le Livret A par construction ; sur le PEL aussi - le taux de rémunération des nouveaux PEL est à 1 % et le taux de rémunération moyen sur le stock de PEL est plus élevé, encore à 2,7 % en novembre 2016, mais également sur l'assurance-vie, malgré la baisse en cours sur les rendements des fonds euros : environ 1,9 % en moyenne attendus en 2016 contre 2,3 % en 2015.

D'autre part, parce que les craintes de retour de l'inflation parfois exprimées sont exagérées : nous - l'Eurosystème - ne sommes pas encore à notre cible d'inflation proche de 2 % à moyen terme, et l'inflation « sous-jacente » (hors énergie et matières premières) est encore plus faible. Les taux d'intérêt nominaux, que nous déterminons en partie, devraient remonter progressivement avec le chemin vers la cible d'inflation. Cela étant, les taux d'intérêt réels (après inflation) dépendent moins de la politique monétaire. Ils découlent aussi de la croissance économique. L'intérêt des épargnants est donc que la croissance gagne de la vigueur en Europe ; pour autant, les taux réels pourraient rester faibles un certain temps. En conséquence, la diversification des placements, de l'épargne en taux vers l'épargne en fonds propres est une réponse rationnelle. Ce d'autant plus qu'à long terme, l'épargne en actions a, comme nous le savons, en moyenne un rendement plus élevé.

La diversification des placements est non seulement dans l'intérêt des épargnants mais elle est aussi dans l'intérêt des **entreprises et de notre économie**. Une économie en rattrapage, comme l'Europe de l'après-guerre ou beaucoup de pays émergents aujourd'hui, peut se financer par endettement. Mais dans une économie proche de la « frontière technologique », comme c'est le cas en France ou aux États-Unis, les entreprises doivent innover davantage. Il leur faut donc plus de financement par fonds propres : l'innovation étant plus risquée, son financement doit rapporter davantage. Les *start-ups* et les entreprises en croissance le savent bien, mais nos ETI et nos PME doivent aussi pouvoir se servir de ce levier financier pour se développer. Malheureusement, dans ce domaine, l'Europe est très en retard : les fonds propres représentent seulement 70 % du PIB en France. Leur poids est deux

fois plus important aux États-Unis (125 %). Il est urgent de mieux orienter l'épargne en France et en Europe vers les entreprises et l'innovation.

3. Pour que l'épargne soit plus productive, il y a deux priorités

En préalable, nous avons réformé depuis un an l'épargne réglementée pour éviter des avantages excessifs et l'adapter aux taux bas, avec la baisse du taux du PEL, la fin de la surindexation du Livret A, les incitations à modérer les rendements de l'assurance-vie.

Première priorité : **il est temps maintenant de compléter la réflexion sur les nouveaux produits d'épargne**. Le débat français gagnerait à mieux distinguer deux aspirations des Français dans leur aversion au risque : la sécurité et la liquidité. Sur la sécurité, l'attachement des épargnants est fort ; mais sur la liquidité, les perspectives des Français sont de plus en plus à long terme, du fait du vieillissement de la population et de la préparation de leurs retraites. Il est donc souhaitable que les professionnels, avec les pouvoirs publics, imaginent de nouveaux produits de long terme, adaptés aux attentes des Français et plus productifs pour notre économie : des produits moins liquides, mais assortis d'une forme de protection du capital et bénéficiant du rendement plus élevé des actions dans la durée. Leur succès suppose aussi d'éviter les distorsions fiscales au détriment de ces produits par rapport à l'épargne liquide et sans risque. Essayons de sortir progressivement de la multiplicité des niches ; relevons aussi que, au moins autant que le taux global de taxation de l'épargne, c'est la structure de cette taxation qui compte. Cette neutralité fiscale devrait idéalement se retrouver également du côté des entreprises financées pour ne pas pénaliser le financement par fonds propres plutôt que par endettement.

Seconde priorité : **améliorer l'éducation économique et financière des publics**. C'est le devoir des professionnels que de bien éclairer leurs clients sur la nature des investissements réalisés, et sur les risques qu'ils comportent : avec l'AMF, l'ACPR y veille pour les banques et les assurances ; le contrôle des pratiques commerciales reste de compétence nationale. Mais les Français doivent aussi être mieux équipés pour faire leurs choix de placements financiers en toute connaissance de cause. La Banque de France vient d'être désignée opérateur de la stratégie nationale d'éducation économique et financière des publics par le ministère des Finances.

C'est une mission que nous prenons très à cœur. À ce titre, nous coordonnons les actions des services publics, associations et professionnels, pour fournir à nos concitoyens un maximum de clés pour bien comprendre les questions budgétaires, économiques et financières du quotidien. Nous avons franchi une étape très concrète la semaine dernière avec l'ouverture du nouveau portail d'information « mes questions d'argent.fr ».

**

L'économiste écossais Adam Smith disait déjà en 1776 dans *La Richesse des nations* : « le principe qui nous pousse à épargner, c'est le désir d'améliorer notre sort ». Le sujet de l'épargne est un sujet légitimement sensible, car il touche au patrimoine des Français. Mais je crois essentiel que sur ce sujet sensible notre pays parvienne à mener une réflexion d'ensemble, collective et rationnelle. Le Parlement y a beaucoup travaillé et les Rencontres d'aujourd'hui contribuent à ce débat nécessaire. En nous donnant les moyens d'une épargne plus productive, nous améliorerons non seulement le sort des épargnants français, mais aussi le sort de toute notre économie. Je vous remercie de votre attention.