

Remerciements

Philippe Marini remercie **Dominique Lefebvre**, député du Val d'Oise pour avoir bien voulu présidé la session 3 de la matinée, **Alain Tourdjman**, directeur des Études économiques et de la Prospective de BPCE pour son focus, **Jean-Paul Betbèze**, président de Betbeze Conseil pour son édito optimiste, **Christian Noyer**, gouverneur de la Banque de France pour son allocution lors du déjeuner de ces Rencontres et **Charles de Courson** pour l'avoir présidé, son collègue **Richard Yung**, sénateur des Français établis hors de France, ainsi que l'ensemble des intervenants qui par leur expertise et leur contribution aux débats ont concouru au succès de cet événement.

Ces Rencontres ont également été rendues possibles grâce au soutien et à l'implication de ses partenaires :

BPCE

Groupe Caisse des Dépôts

La Banque Postale

Préfon

Fédération bancaire française (FBF)

Association française des investisseurs pour la croissance (AFIC)

Fédération française des sociétés d'assurance (FFSA)

ASPIM

Sommaire

Ouverture des Rencontres

- 1 Philippe Marini**
*Sénateur de l'Oise, président
de la commission des Finances*

FOCUS Données de l'épargne en 2013 et évolutions récentes des tendances

- 3 Alain Tourdjman**
*Économiste, directeur des Études
économiques et de la Prospective
de BPCE*

SESSION I Les Français et l'épargne

- 6 Convergence et divergence
du comportement de l'épargne
en Europe**
*Didier Davydoff, directeur
de l'Observatoire de l'Épargne
Européenne (OEE)*
- 8 Taux d'épargne, patrimoine fon-
cier et aversion au risque**
*André Babeau, professeur des Univer-
sités, auteur de Les comportements
financiers des Français*
- 10 La problématique fiscale
de l'investissement à risque**
*Daniel Gutmann, professeur à
l'Université Paris I Panthéon-
Sorbonne, associé de CMS Bureau
Francis Lefebvre*
- 13 DÉBATS**

SESSION II Épargne et consentement à l'impôt


- 16 Rappel des cinq mesures impor-
tantes prises en matière de fisca-
lité de l'épargne**
*Richard Yung, sénateur des Fran-
çais établis hors de France*
- 20 Le « ras-le-bol fiscal »**
*Philippe Bruneau, président-
fondateur du Cercle des fiscalistes*
- 23 Les impacts de l'excès d'instabilité
fiscale et les actions pour
y remédier**
*Édouard Tétreau, professeur à HEC,
associé gérant de Mediafin, éditoria-
liste aux Echos*
- 25 Les motivations à l'épargne
retraite sont-elles uniquement
fiscales ?**
*Christian Carrega, directeur général
de PREFON*
- 27 L'épargne financière : la stabilité
fiscale, un élément de la confiance**
*Jean Berthon, président de la Fédéra-
tion des associations indépendantes
de défense des épargnants pour la re-
traite
(FAIDER)*

L'ÉDITO OPTIMISTE

- 28 Jean-Paul Bethèze**
*Économiste, président de Betbeze
Conseil et conseiller économique
de Deloitte*

Sommaire

SESSION III **Orientation et mobilisation de l'épargne en 2014**

- 
- 30 Les réformes engagées depuis quelques mois au niveau européen et la logique adoptée**
Ramon Fernandez, directeur général du Trésor, ministère de l'Économie et des Finances
- 32 Panorama de l'utilisation de l'épargne en France**
Odile Renaud-Basso, directrice générale adjointe du groupe Caisse des Dépôts et directrice des Fonds d'épargne
- 33 La nécessaire orientation d'une partie de l'épargne vers le financement de l'économie**
Louis Godron, président de l'Association française des investisseurs pour la croissance (AFIC)
- 35 Comment faire des banques un atout pour notre économie ?**
Marie-Anne Barbat-Layani, directrice générale de la Fédération bancaire française (FBF)
- 37 Orientation de l'épargne en 2014 : le cas de la Banque Postale**
Rémy Weber, président du directoire de La Banque Postale
- 38 Investissement immobilier et croissance : les épargnants financent l'économie**
Patrick de Lataillade, président de l'ASPIM
- 40 La part de l'assurance-vie dans le financement de l'économie**
Bernard Spitz, président de la Fédération française des sociétés d'assurance (FFSA)
- 42 L'épargne, ressource rare**
Jean-Hervé Lorenzi, président du Cercle des économistes
- 44 Déjeuner-débat** présidé par **Charles de Courson**, député de la Marne, autour de **Christian Noyer**, gouverneur de la Banque de France

Ouverture des Rencontres

Philippe Marini



Sénateur de l'Oise depuis septembre 1992, Philippe Marini est président de la commission des Finances du Sénat depuis octobre 2011 et maire de Compiègne depuis 1987. Il a été rapporteur général de la commission des Finances de 1998 à 2011.

Il fut notamment membre de la commission de surveillance de la Caisse des Dépôts et Consignations, du Conseil national du crédit, du Conseil national des assurances et du comité de gestion du fonds d'investissement des transports terrestres et des voies navigables. Sur le plan professionnel, Philippe Marini a été directeur des services financiers du Commissariat à l'énergie atomique de 1982 à 1989 et a été membre du directoire de la Banque Arjel de 1989 à 1994. Il est inspecteur des finances en retraite, avocat à la Cour de Paris depuis 1998 et praticien de l'arbitrage.

Ces 23^{es} Rencontres parlementaires sur l'Épargne sont intéressantes à maints égards, notamment vis-à-vis du démarrage des consultations sur la fiscalité des entreprises.

Hier soir, Bernard Cazeneuve, qui ne sera pas des nôtres ce matin, nous livrait les données de l'exécution budgétaire : l'année 2013 marque une réduction de 12 milliards d'euros du déficit de l'État par rapport à l'année 2012. Par ailleurs, le rendement cumulé des recettes des impôts sur le revenu et de l'impôt sur les sociétés a progressé de 14 milliards d'euros durant cette même période. Nous pouvons en déduire que l'effort sur la dépense publique, que je ne nie pas, n'est pour rien dans la réduction du déficit public.

Au cours de ces Rencontres, trois sessions se succéderont : les Français et

l'épargne ; l'épargne et le consentement à l'impôt ; et enfin orientation et mobilisation de l'épargne en 2014.

Sur le sujet de la stabilité fiscale, le Conseil constitutionnel a émis un avis sur la loi de financement de la Sécurité sociale pour 2013 et a énoncé un principe de confiance légitime. Il s'agit là d'une décision novatrice ayant pour but de rassurer les épargnants et j'invite les commentateurs de cette matinée à fouiller le sujet.

En termes de financement des entreprises ou des logements, l'épargne répond-elle au besoin de notre économie ? Les nouveaux dispositifs comme le Plan d'épargne en actions-PME (PEA-PME) ou les contrats d'assurance-vie Euro-croissance ou Vie génération sont-ils de nature à réorienter l'épargne vers des investissements plus risqués et plus

productifs ? Cette dernière question mérite d'être posée lorsque, dans le même temps, des mesures sont prises en faveur de l'épargne réglementée à laquelle les Français sont si attachés. Néanmoins, cette épargne produit de la dépense fiscale qu'il faut contrôler et réduire, à l'instar de la dépense budgétaire.

La conclusion de nos travaux reviendra à Dominique Lefebvre qui s'exprimera sur la mise en œuvre des recommandations de son rapport. Le colloque se poursuivra par un déjeuner autour de Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France.

Je voudrais terminer mon propos liminaire par de brefs considérations sur l'assurance-vie. Sa réforme en 2013 a suscité de la perplexité. Trois rapports successifs – celui de la Cour des comptes, celui de Louis Gallois sur la compétitivité de l'industrie et celui des députés Dominique Lefebvre et Karine Berger – ont souligné la nécessité d'une réforme pour assurer un meilleur financement de l'économie. Les mesures finalement adoptées me paraissent ambivalentes :

- Premièrement, la création du contrat Euro-croissance vise à orienter l'épargne vers des placements en actions tout en offrant aux souscripteurs une garantie à terme. Ceci est accompagné d'une taxe sur les encours transformés et d'une modification du mode d'assujettissement aux prélèvements sociaux qui s'avèrent particulièrement défavorables pour les épargnants. Par conséquent, est-il raisonnable de créer un instrument sans lui donner tous les moyens commerciaux de réussir ? La contradiction du procédé le rend tout simplement illisible ;
- Deuxièmement, l'apparition d'une nouvelle niche fiscale permet d'échapper à l'alourdissement de la

taxation en cas de décès. Il s'agit du contrat Vie génération qui est censé financer des secteurs privilégiés de l'économie. Cependant, les contraintes d'investissement se révèlent rigides et découragent les épargnants, comme cela a pu être le cas pour les contrats DSK/NSK – du nom de leur initiateur – que le gouvernement a supprimé sans tirer les leçons de son échec ;

- Enfin, alors qu'une loi sur la simplification de la vie des entreprises vient d'être adoptée, un fichier national des détenteurs des comptes d'assurance-vie a été créé. Or, ce type de dispositif semble lourd et son coût risque de se répercuter sur le budget des épargnants.

Notre pays continue à produire énormément d'épargne. Néanmoins, celle-ci devrait à la fois être dirigée vers les bons canaux pour financer le risque et le long terme et se déplacer pour que sa structure devienne compatible avec celle des autres pays européens. Si les deux caractéristiques principales de notre épargne – la place de l'épargne administrée et la complexité des différents régimes de l'assurance-vie – ne sont pas menacées pour l'instant, elles devront progressivement s'amenuiser.

Je tiens enfin remercier les organisateurs de cette journée, M&M Conseil, et l'ensemble des intervenants. J'invite Alain Tourdjman à prendre la parole et je vous remercie tous pour votre présence et votre attention.

*« L'épargne des Français doit progressivement se déplacer pour que sa structure devienne compatible avec celle des autres pays européens »,
Philippe Marini*

Focus

Données de l'épargne en 2013 et évolutions récentes des tendances

Alain Tourdjman



Avec vingt années d'expérience dans l'analyse de l'environnement économique et l'étude des comportements financiers des agents économiques, Alain Tourdjman est directeur des Études économiques et de la Prospective de BPCE. Fort du développement de l'Observatoire Caisse d'Épargne pendant huit ans, il est aujourd'hui en charge de BPCE l'Observatoire. À ce titre, il a été directeur de la rédaction et co-auteur des publications récentes de BPCE l'Observatoire consacrées à la cession-transmission des PME et aux comportements financiers des Français dans une société de longue vie.

Ie resterai concentré sur trois paradoxes de la situation de l'épargne en 2013. Le premier est lié au fait que nous avons un taux d'épargne particulièrement élevé, autour de 15,7 %, et un taux d'épargne financière qui s'élève à 6 ou 7 %. Pourtant, nous avons un taux de placements financiers, c'est-à-dire une somme d'actifs financiers placés par les ménages au cours de l'année, qui se révèle très faible (autour de 40 à 45 %) et inférieur à la moyenne des années 2010 et 2011. Nous observons donc un taux d'épargne très important mais des comportements de placement modestes.

Cette évolution, récente, n'est pas liée à la baisse des taux d'intérêts car lorsque nous étudions les dépôts, nets des intérêts capitalisés, des placements des ménages, nous constatons une division par trois par

rapport à la période 2007-2011, que ce soit pour l'épargne bancaire ou l'assurance-vie en 2012 et 2013.

Par ailleurs, un deuxième paradoxe est survenu en 2013. Compte tenu de la situation bancaire, on a demandé aux banques d'équilibrer leur ratio dépôts sur crédits et de détenir beaucoup plus de liquidités. Cependant, nous constatons que l'épargne est allée se loger sur tous les produits financiers, produits de ressources bancaires mis à part. 80 à 90 % de la collecte s'est orientée vers des livrets développement durable (LDD), 50 à 60 % vers l'assurance-vie, soit 140 % vers des produits fiscalement favorisés ; et -40 % vers des produits qui représentent des ressources pour le système bancaire. Par conséquent, nous ne nous plaçons pas sur une voie de réduction d'écart entre dépôts et crédits dans les bilans bancaires ; ce

n'est pas d'une bonne nouvelle pour l'évolution du crédit. Par ailleurs, la fiscalité de l'épargne mise en place récemment n'est pas nécessairement adaptée à un environnement où les taux d'intérêts et les rendements sont extrêmement bas. Cela entraîne des effets asymétriques pour les produits qui ne sont pas favorisés. Après inflation, le rendement net réel de l'épargne subit encore un effet d'asymétrie violent. Je signale également que d'après la Sofres, entre 2008 et 2013, nous avons perdu le tiers des détenteurs de valeurs mobilières et la moitié des détenteurs d'actifs directs en France.

Enfin, notre taux d'épargne reste très élevé (15,6 %) avec une inflation extrêmement faible (moins de 1 %) et un pouvoir d'achat peu performant, qui n'a pas su retrouver en 2013 son taux de 2007. Pourtant, ce maintien du taux d'épargne me semble représentatif d'une aspiration particulièrement forte à des anticipations de long terme. En effet, il renvoie au fait que les Français s'inscrivent désormais dans une société de longue vie et dans une logique patrimoniale qui vise moins à l'enrichissement qu'à la sécurisation des parcours de vie. Afin de se prémunir dans cette société de longue vie, les Français ont choisi de se tourner davantage vers le patrimoine que vers les solutions assurantielles. Cela traduit le pessimisme de nos concitoyens envers la situation du pays et les perspectives de protection collective.

*« Afin de se prémunir dans cette société de longue vie, les Français ont choisi de se tourner davantage vers le patrimoine que vers les solutions assurantielles »,
Alain Tourdjman*

SESSION 1

Les Français et l'épargne



Intervenants

André Babeau

Professeur des Universités, auteur
de *Les comportements financiers
des Français*

Daniel Gutmann

Professeur à l'Université Paris I
Panthéon-Sorbonne, associé
de CMS Bureau Francis Lefebvre

Didier Davydoff

Directeur de l'Observatoire de
l'Épargne Européenne (OEE)

Convergence et divergence du comportement de l'épargne en Europe

Didier Davydoff



Directeur de l'Observatoire de l'Épargne Européenne (OEE - association qui rassemble des données et conduit des études sur toutes les questions liées à l'épargne des Européens), Didier Davydoff est aussi le fondateur de la société IEM-Finance, spécialisée dans les études et le conseil dans les domaines de l'organisation des marchés financiers, et Directeur-Général de IODS (une société créée par la Fondation INSEAD et l'OEE), qui est une plate-forme d'accès aux données et d'expertise utilisée par les chercheurs en finance. Auparavant, Didier Davydoff a été adjoint de direction à la Banque de France, puis chef du service des études et du développement de la Commission des opérations de bourse et, enfin, directeur des études et de la stratégie de la Bourse de Paris. Dans ces dernières fonctions, il a notamment été à l'initiative de la création des indices européens de STOXX Ltd.

Philippe Marini

Monsieur Davydoff, le cadre européen est indispensable pour notre sujet. Pourriez-vous revenir sur les spécificités de l'épargne « à la française » que j'évoquais en introduction ?

Ie vous remercie de l'occasion que vous me donnez de présenter l'Observatoire de l'épargne européenne. Celui-ci ne défend pas d'intérêts particuliers, il se consacre à la recherche et à l'étude de l'épargne en Europe, sous toutes ses formes. Nous sommes soutenus par des banques, des administrations, des associations d'investisseurs ou des épargnants.

L'Europe constitue un terrain d'expérimentations intéressant pour l'économiste car les structures sociales et économiques y sont relativement proches d'un pays à un autre. Le taux d'épargne en France se compare à celui de l'Allemagne, aux alentours de 15 %. Le taux de placements financiers a effectivement diminué, ce qui n'est pas le cas dans d'autres pays, et notamment en Allemagne. Cela s'explique d'abord par la stagnation des prix de l'immobilier. Il n'existe plus autant de plus-value immobilière à réinvestir en placements financiers, que ce soit en Livret A ou en assurance-vie, contrairement à la situation allemande. En effet, dans ce pays, les prix de l'immobilier sont restés

très raisonnables jusqu'à la crise financière et le sont encore actuellement. Il s'agit donc d'un moteur d'alimentation des placements financiers.

Par ailleurs, le revenu des ménages a évolué défavorablement depuis la crise économique dans tous les pays européens par rapport à l'Allemagne, surtout si nous tenons compte des évolutions en parité de pouvoir d'achat. Actuellement, nous observons avec les Allemands un écart de parité de pouvoir d'achat de 14 %, les Italiens de 23 % et les Espagnols de 31 %. C'est pourquoi lorsque la masse des revenus tend à diminuer, celle des placements suit cette tendance.

Enfin, la fiscalité de l'épargne constitue un troisième facteur. Chaque nouvelle législature ajoute une nouvelle législation qui réduit l'efficacité de toutes les incitations précédentes. Le système fiscal est donc loin de se déployer de façon optimale, à l'inverse d'autres pays européens. Jusqu'à présent, nous avons tendance à croire que la fiscalité allait réallouer l'épargne financière d'un produit vers l'autre. Cependant, avec les

augmentations massives de la fiscalité d'épargne qui sont intervenues depuis trois ou quatre ans, on peut se demander si la fiscalité ne vient pas peser sur les placements financiers en France. Certaines personnes, pour payer leurs impôts, sont contraintes de placer moins d'argent ou de puiser dans leurs ressources.

*« En matière fiscale, l'objectif à long terme serait d'aller vers une assiette d'imposition des placements financiers qui soit plus large et de réduire les taux qui sont beaucoup plus élevés que dans d'autres pays européens »,
Didier Davydoff*

Si les épargnants doivent investir dans l'économie, il faut également les inciter à épargner de façon efficace. Malgré la sécurité qu'a offerte la Bourse cette année, on a pu sentir une certaine réticence de la part des ménages et les plus-values qui auraient pu être faites leur ont largement échappé. Le taux de détention directe d'actions a effectivement baissé mais jusqu'à présent l'achat indirect, à travers des OPCVM actions ou à travers des contrats d'assurance-vie en unité de compte, compensait ce manque d'investissement. Or, par rapport aux autres pays, l'investissement des particuliers en OPCVM actions a diminué récemment, tout comme les investissements en contrats d'assurance-vie.

Par conséquent, en matière fiscale, l'objectif à long terme serait d'aller vers une assiette d'imposition des placements financiers qui soit plus large et de réduire les taux qui sont beaucoup plus élevés que dans d'autres pays européens.

PHILIPPE MARINI

Je vous remercie, Didier Davydoff. Pour ma part, je ne pense pas que le système fiscal soit amendable : il est à reconstruire. Toutes les finesses et tous les compromis qui surviennent à chaque loi de finances finissent par s'empiler et aboutissent à un contexte sous-optimal. Si nous voulons éviter de nous replier derrière des mécanismes de protection, nous devons accepter de regarder les grandes lignes de force qui caractérisent l'Europe actuellement.

Taux d'épargne, patrimoine foncier et aversion au risque

André Babeau

Philippe Marini

Monsieur Davydoff a évoqué que le taux d'épargne en France s'élevait à 15,6 %. Selon vous, est-ce le fruit de comportements attentistes ? Pensez-vous que la conjoncture n'appelle pas à l'esprit d'entreprise et à l'investissement direct de ces fonds ? Monsieur Davydoff nous a également dit que le réservoir de plus-value immobilière semblait plus réduit, qu'en pensez-vous ? Finalement, quel est votre regard sur la désaffection des Français pour les valeurs à risque dans notre société vieillissante ?



Professeur honoraire, André Babeau a enseigné aux Universités de Lille, Paris-Ouest et Paris-Dauphine. Il a été directeur du Centre de recherches pour l'étude et l'observation des conditions de vie (CREDOC) de 1978 à 1984, puis du Centre de recherche sur l'épargne et le patrimoine (CREP) jusqu'en 2002. Il a présidé le Comité consultatif des taux réglementés auprès du ministre de l'Économie et des Finances. Plusieurs de ses ouvrages ont été primés par l'Académie des sciences morales et politiques. Il est l'auteur de l'ouvrage intitulé Les comportements financiers des Français.

Ie vous remercie Monsieur le sénateur. Premièrement, la relation entre le taux d'épargne macro-économique et le taux d'épargne financière est complexe. Le taux d'épargne, tel qu'il est mesuré en comptabilité nationale, résulte de trois types de comportement : les placements financiers, les investissements logement et les comportements de remboursement. Malheureusement, pour ces derniers, la Banque de France ne publie pas encore les séries de remboursements. Cependant, nous aurons à l'avenir la possibilité de connaître mois par mois le poids des remboursements dans l'épargne des ménages.

Sur l'année 2013, nous avons observé un léger tassement du taux d'épargne, passant de 15,9 % à 15,7 % du revenu disponible. Pour ma part, je crois que ce tassement est favorable à bien des égards. En effet, un point de baisse du taux d'épargne représente 14 milliards d'euros de plus pour la consommation. Nous pourrions donc envisager un tassement autour de 13 % mais il faudrait suivre les conséquences de cette diminution sur les

placements financiers, l'investissement logement et les remboursements. Il suffit que les ménages ralentissent les remboursements d'emprunts pour que le taux d'épargne macroéconomique baisse.

Deuxièmement, l'évolution des prix du logement ancien s'est stabilisée voire a légèrement baissé puisque les prix, selon l'indice des notaires, ont commencé à se tasser en 2012, continué en 2013 et poursuivront à un rythme de l'ordre de 2 à 3 % sur l'année 2014 et peut-être 2015. Selon moi, il s'agit d'un phénomène favorable parce qu'il va d'abord favoriser les primo-accédants. À la fin de l'année 2013, le rapport patrimoine/revenu s'établit à 8, un niveau élevé dû au prix moyen de l'immobilier en France, comparé par exemple à celui de l'Allemagne. Je pense qu'un tassement lent serait favorable à la condition que des actifs nets négatifs n'apparaissent pas, comme cela fut le cas aux États-Unis en 2009. Cela serait dramatique à la fois pour les emprunteurs et pour les prêteurs. Il ne faut pas non plus un écart trop important entre le prix du logement neuf et le prix du logement ancien, car cela découragerait la

construction. Sous ces deux réserves, un tassement de l'ordre de 10 % pourrait être bénéfique. Je rappellerai simplement qu'actuellement les 12 000 milliards d'euros de patrimoine brut des Français se répartissent ainsi : 4 000 milliards en patrimoine financier et 8 000 milliards d'euros en patrimoine foncier bâti et non bâti.

*« Le niveau de l'actionnariat salarié est élevé et témoigne de la confiance que peuvent avoir les ménages dans des sociétés qu'elles connaissent bien de l'intérieur »,
André Babeau*

Concernant l'aversion des Français au risque, les économistes éprouvent des difficultés à la quantifier. Nous mélangeons bien souvent aversion au risque et évolution des circonstances. En France, nous possédons un patrimoine de valeurs cotées faible, soit environ 160 milliards d'euros. Néanmoins, notre patrimoine non quoté s'élève à 400 milliards d'euros, ce qui n'est pas négligeable ; il concerne essentiellement nos entreprises patrimoniales dont nous souhaitons le développement. Par ailleurs, le niveau de l'actionnariat salarié est élevé et témoigne de la confiance que peuvent avoir les ménages dans des sociétés qu'elles connaissent bien de l'intérieur. Par conséquent, je ne crois pas en l'augmentation de l'aversion au risque. J'appelle donc l'Institut pour l'éducation financière du public à faire de la pédagogie afin de diffuser les bonnes informations.

Je pense également que le PEA-PME présente des perspectives intéressantes mais qu'il souffre d'un problème de marketing. Il faut donc identifier le bon produit pour la bonne cible. Par ailleurs, le PEA-PME étant ouvert à toutes entreprises européennes, son succès en France repose sur la reprise économique. En cas de croissance économique atone, notre tissu de PME sera plus difficile à présenter aux épargnants, ce qui réduira les investissements vers les entreprises françaises.

La problématique fiscale de l'investissement à risque

Daniel Gutmann

Philippe Marini

Pourriez-vous dépassionner le débat en y introduisant la notion de fiscalité ?



Avocat associé au sein du cabinet CMS Bureau Francis Lefebvre, où il est responsable de l'équipe de doctrine fiscale, Daniel Gutmann est professeur de droit à l'École de droit de la Sorbonne (Université Paris I). Agrégé de droit privé (1997) et diplômé d'HEC (1990), il est également membre du Cercle des fiscalistes et expert au Club des juristes. Auteur de nombreux articles en matière fiscale, Daniel Gutmann a publié un ouvrage de droit fiscal des affaires aux éditions Lextenso (4e éd., 2013), couronné par le prix spécial du livre juridique décerné par le Conseil constitutionnel et le Club des juristes. Il a été membre de la commission constituée par la Cour des comptes sur la convergence fiscale franco-allemande en 2010 et consultant fiscal au siège du Fonds monétaire international à Washington D.C. en 2006.

J'analyserai la fiscalité sous un angle juridique et non économique. La fiscalité de l'épargne se présente sous deux formes :

- l'épargne fiscale réglementée, soumise à un traitement fiscal de faveur ;
- l'épargne non réglementée, soumise aux règles du droit fiscal (dividendes, plus-values, etc.).

J'évoquerai ici uniquement l'épargne non réglementée et m'intéresserai davantage à la structure de notre système fiscal qu'aux niches. Quel est l'intérêt d'un épargnant qui a épuisé ses facultés d'investissement dans des supports réglementés ? Doit-il investir plutôt en actions, en obligations, à court terme, à long terme ? Le système fiscal est-il neutre ou, au contraire, donne-t-il des incitations dans un sens ou dans un autre, et présente-t-il une cohérence interne ?

Premièrement, depuis la loi de finances pour 2013, notre système pose que la fiscalité des revenus financiers doit être identique à celle des revenus du travail. Le législateur postule ainsi qu'il n'y a pas de raison de traiter plus favorablement les revenus de l'épargne que ceux du travail. Par conséquent, celui qui investit en actions et en obligations est imposé au barème progressif de l'impôt sur le revenu

– jusqu'à 49 % –, augmenté des prélèvements sociaux – 15,5 % –, soit des revenus de l'épargne taxés jusqu'à 64,5 %. Voilà pourquoi la fiscalité apparaît dissuasive sur des produits tels que les intérêts, qui sont déjà faiblement rémunérateurs en termes purement financiers, et dont les rendements réels sont même parfois négatifs après imputation des intérêts de l'inflation et de la fiscalité. D'autres États appliquent le système de *dual income tax* : les revenus financiers de l'épargne font l'objet de taux proportionnels, alors que ceux du travail sont taxés selon le barème progressif de l'impôt sur le revenu.

Deuxièmement, il existe une différence structurelle de traitement entre les revenus d'actions et les revenus d'obligations. Les dividendes des actions sont retranchés de 40 % en base, c'est-à-dire que le barème progressif ne s'applique qu'à 60 % du dividende perçu. Si la vente des actions occasionne une plus-value, elle sera soumise à des abattements qui tiennent compte de la durée de détention. La loi de finances de 2014 prévoit ainsi qu'au bout de huit ans de détention les abattements sont au maximum. Il existe donc un biais implicite du système fiscal sur les investissements en actions, plus risqués que les obligations.

*« Créer un régime des biens professionnels en matière d'impôt sur le revenu permettrait de justifier un traitement fiscal plus favorable des dividendes et des plus-values »,
Daniel Gutmann*

Objectivement, le système d'imposition des dividendes et des plus-values repose sur des postulats inadaptés à notre société. D'abord, pourquoi l'imposition des dividendes et des plus-values présente-t-elle un décalage ? La plus-value n'est rien d'autre qu'un dividende non distribué. Le droit allemand n'opère pas cette distinction, qui génère des distorsions de comportements. Par exemple, un actionnaire contrôlant son entreprise et en cédant les actions a le choix entre se distribuer les dividendes avant de les céder et laisser son entreprise avec le cash nécessaire avant de la céder.

Ensuite, le fondement traditionnel qui justifie l'abattement sur les dividendes n'a plus de raison d'être. Il suppose que l'actionnaire travaillerait dans la société et, au lieu d'exercer son activité à titre individuel, aurait créé une entreprise à cette fin. Plutôt que de l'imposer deux fois sur les profits (au nom de l'entreprise et en son nom propre), l'abattement tempérerait la double imposition économique. Ce raisonnement doit subsister pour les actionnaires qui exercent effectivement leur activité par l'intermédiaire d'une société qu'ils contrôlent, mais pas pour l'actionnaire passif qui acquiert une participation minoritaire dans une entreprise cotée.

L'uniformité du système d'imposition des dividendes n'est pas le reflet de la diversité des situations d'actionariat qui existent dans la société française. Comme l'ISF, l'imposition des dividendes devrait être déterminée selon le critère de l'activité professionnelle. En effet, sous certaines conditions, les biens professionnels sont exonérés de l'ISF et les titres de société peuvent être, sous certaines conditions, considérés comme des biens professionnels. Créer un régime des biens professionnels en matière d'impôt sur le revenu permettrait de justifier un traitement fiscal plus favorable des dividendes et des plus-values réalisés par un associé dans le cadre de son activité

professionnelle, et un régime moins favorable des dividendes perçus par un actionnaire passif n'ayant qu'une volonté d'investissement financier dans une société.

PHILIPPE MARINI

Cela génère-t-il une dépense fiscale ?

DANIEL GUTMANN

Non, pas techniquement, car ce serait instauré en droit commun et ne constituerait pas une nouvelle niche en faveur de tel ou tel.

DÉBATS



PHILIPPE MARINI

Ces trois interventions parfaitement coordonnées et complémentaires nous permettent de démarrer ces rencontres, avec de solides bases de réflexion.

DE LA SALLE

André Babeau, quel est l'impact sur l'économie nationale des non-remboursements des ménages ?

DE LA SALLE

Ne sommes-nous pas en train de ghettoïser les investisseurs ? Dans les propos d'André Babeau, la consommation représentant 70 % du PIB, l'épargne apparaît comme un obstacle à la consommation, puisqu'un euro épargné équivaut à un euro non consommé. Vous expliquez qu'un entrepreneur-investisseur doit être mieux traité qu'un investisseur seul, mais notre société serait-elle viable avec des entrepreneurs sans investisseurs ?

DE LA SALLE

Le système fiscal à la française est-il optimum pour canaliser de l'argent de tous côtés ou existe-t-il d'autres systèmes dont notre pays pourrait s'inspirer ?

DE LA SALLE

Les épargnants prennent tout de même des risques pour financer l'économie française, alors que la fiscalité ne leur est pas favorable. Comment les inciter à prendre ce risque sur leur

patrimoine propre ? Pourquoi percevez-vous cet abattement de 40 % comme négatif, alors qu'il est nécessaire de récompenser ces investisseurs ?

PHILIPPE MARINI

La proposition de Daniel Gutmann m'a également surpris, surtout après l'avoir entendu rappeler qu'en France il existe un traitement décalé entre dividende et plus-value. La nature économique est pourtant la même. Pourquoi vouloir créer une économie spécifique ? Pourquoi ne pas s'adresser à tout le public des investisseurs potentiels ?

DANIEL GUTMANN

Le système actuel me choque, car l'abattement des dividendes repose sur le postulat que l'actionnaire exerce une activité économique par le biais de l'entreprise. Or, ce présupposé est faux. Historiquement, cet abattement est le résidu de l'avoir fiscal, qui était un crédit d'impôt accordé à un associé supposé exercer une activité dans l'entreprise. Au contraire, il est nécessaire de rapprocher le régime des dividendes et le régime des plus-values. Ainsi, plus les titres sont détenus longtemps, plus le régime des abattements sur les plus-values devient favorable à la cession de ces titres. Cet avantage repose sur l'idée que la durée de détention de titres contribue davantage à l'économie, tout en augmentant les risques pris par l'investisseur. Par

« Les épargnants prennent tout de même des risques pour financer l'économie française, alors que la fiscalité ne leur est pas favorable »

conséquent, il suffirait d'étendre les abattements existant en matière de plus-values aux dividendes. Plus les actionnaires toucheraient leurs dividendes tardivement, plus les abattements seraient intéressants. Cette mesure encouragerait l'investissement en actions et, donc, le financement de l'économie. Le régime doit-il être identique selon un investissement dans une PME ou une société cotée ? Cette question reste en suspens.

Je ne pense pas que ce système aboutisse à une ghettoïsation des investisseurs par rapport aux entrepreneurs. Néanmoins, je trouve légitime de ne pas traiter de la même façon celui qui a des titres d'une société qu'il contrôle et celui qui a des titres d'une société qu'il ne contrôle pas.

PHILIPPE MARINI

Quel est le rapport entre, d'une part, le paysage français de l'épargne et la fiscalité de l'épargne correspondante et, d'autre part, le fonctionnement du système bancaire, l'équilibre emploi/ressources des banques ?

DIDIER DAVYDOFF

L'économie française souffre-t-elle de défauts de l'allocation d'épargne financière et existe-t-il des exemples étrangers plus efficaces ?

D'abord, non, il n'existe pas de paradis de l'épargne dans l'Union européenne, mais nous pouvons tirer des enseignements de chaque pays. Les banques françaises n'ont jamais restreint le crédit aux entreprises, contrairement à l'Italie et à l'Espagne. L'économie française a toujours été financée par ses banques. Les financements par l'épargne sont des financements internationaux. La France a aussi incité de nombreux épargnants à investir dans des actions non cotées.

Ensuite, la France a développé des produits d'incitation à l'épargne retraite,

qui ont eu un succès mitigé. Seulement 2 à 3 millions de personnes ont souscrit au PERP, en France, contre 14 millions de souscripteurs au « contrat Riester », en Allemagne, où l'effort budgétaire et fiscal est concentré sur ce besoin. Les critères devraient être ceux de l'épargnant, plutôt que ceux de l'économie. La question de l'efficacité de l'épargne des ménages suppose une stabilité dans le temps de la fiscalité. La volatilité des dispositions fiscales françaises s'oppose aux comportements financiers des Français, qui devraient choisir leurs placements, non pas selon les incitations fiscales, mais selon les échéances et leur goût du risque.

PHILIPPE MARINI

Si la stabilité est la persistance éternelle dans l'erreur, est-elle souhaitable ? Ensuite, s'il y a alternance, doit-elle être sans effet sur la fiscalité ? En effet, les acteurs économiques et les contribuables, qui savent ce qu'ils ont et redoutent ce qu'ils pourraient avoir, sont naturellement conservateurs. Peut-être des besoins urgents se font-ils sentir actuellement ? Ainsi, les Français se montrent compliqués, préfèrent inventer des systèmes complétant les précédents, plutôt que de les remodeler entièrement. Les Allemands sont probablement plus efficaces que nous, notamment concernant la commercialisation des produits d'épargne retraite.

ANDRÉ BABEAU

Les Français endettés au titre de l'habitat ont l'habitude d'anticiper les remboursements. S'ils cessent d'anticiper ces remboursements, la dette restera alors identique, se réduira moins vite, et le taux d'épargne diminuera. Ensuite, apparaîtront des créances douteuses. En France, en ce qui concerne les créances douteuses et leur provisionnement par les banques ou le goût du risque, nous nous plaçons honorablement à l'échelle internationale.

*« La volatilité des dispositions fiscales françaises s'oppose aux comportements financiers des Français, qui devraient choisir leurs placements, non pas selon les incitations fiscales, mais selon les échéances et leur goût du risque »,
Didier Davydoff*

SESSION 2

Épargne et consentement à l'impôt



Intervenants

Jean Berthon

Président de la Fédération des associations indépendantes de défense des épargnants pour la retraite (FAIDER)

Philippe Bruneau

Président-fondateur du Cercle des fiscalistes

Christian Carrega

Directeur général de PREFON

Édouard Tétreau

Professeur à HEC, associé gérant de Mediafin, éditorialiste aux *Echos*

Rappel des cinq mesures importantes prises en matière de fiscalité de l'épargne

Richard Yung

Philippe Marini

Le sénateur Richard Yung ouvre cette table ronde compte tenu de sa participation à la commission des Finances et à la commission des Affaires européennes, dont le statut particulier autorise cette double appartenance. Richard Yung est l'auteur de plusieurs résolutions. La semaine dernière à la Conférence interparlementaire sur la gouvernance économique et financière de Bruxelles, nous étions tous deux d'accord sur le fait que les parlements nationaux devaient davantage être reconnus, entendus par le parlement européen.



Sénateur représentant les Français établis hors de France depuis 2004, Richard Yung est rapporteur spécial de la commission des Finances sur la mission budgétaire "Action extérieure de l'État". Il est par ailleurs secrétaire de la commission des Affaires européennes. Depuis juillet 2013, il préside le Comité national anticontrefaçon (Cnac). Avant son élection au Sénat, Richard Yung occupait le poste de directeur de la coopération internationale à l'Office européen des brevets (OEB). Il a également siégé au Conseil supérieur des Français de l'étranger (CSFE) de 2000 à 2004. Membre du conseil national du Parti socialiste depuis 1994, il a été premier secrétaire fédéral de la fédération des Français de l'étranger du PS de 1994 à 2002

Ie ne suis spécialiste ni de l'épargne ni de la fiscalité, mais je m'adresse à vous en tant que parlementaire. Nous sommes un peuple d'épargnants, puisque le taux d'épargne en France s'élève à 16-17 %, très au-dessus de la moyenne européenne qui se situe autour de 12 %. Cette épargne représente 500 milliards d'euros par an et s'oriente vers le logement, les placements financiers et notamment l'épargne réglementée et l'assurance-vie.

L'assurance-vie est constituée avant tout par des placements d'État, qui retournent vers le logement. Les priorités des Français sont donc claires : financer leur logement, leur retraite ou leur complément de retraite, et avoir une encaisse financière de précaution afin de pouvoir faire face aux imprévus en ces

temps difficiles marqués par le chômage, assurer l'avenir des enfants.

À mon sens, la fiscalité n'est qu'un petit élément de cette distribution de l'épargne, et révolutionner la fiscalité ne modifiera pas ces valeurs, d'autant que trouver un consensus sur de nouveaux impôts prend des années. Par ailleurs, l'effet de la fiscalité sur les différentes formes d'épargne est moins important que nous ne le croyons. Finalement, cette structure de l'épargne est le miroir de la société française. Comment transformer cette épargne de court et moyen termes en épargne à long terme ? Comment l'orienter vers les entreprises et vers des investissements plus risqués ? Le consentement à l'impôt, base du contrat social, n'est pas évident. Il est difficile d'accepter d'être ponctionné de 30 à 40 %

de ses gains, même en faveur de l'État. Si ce consensus existe encore en France, il est actuellement un peu fragile. Voilà pourquoi je ne crois pas en la révolution fiscale. Au contraire, le domaine de l'épargne nécessite de la stabilité. Je suis à contre-courant des grandes réformes, mais contrairement à l'Allemagne, nous ne savons pas créer du consensus en France. Le corollaire de la stabilité est la non-rétroactivité.

Nous devons aussi aboutir rapidement à la directive épargne de 2008, qui vise à coordonner les régimes d'échanges d'informations fiscales et de fiscalités, et à résoudre ce problème d'application. En l'état actuel, la directive ne s'applique qu'aux personnes physiques et non aux personnes morales. Si la chaîne inclut ne serait-ce qu'une personne morale, c'est tout l'ensemble qui s'arrête. Cette directive a donc été bloquée par le Luxembourg, l'Autriche, etc., mais le sommet de décembre s'est engagé à trouver une solution en mars 2014. Cette issue garantira ainsi l'égalité de traitement entre les membres de l'Union européenne et l'égalité de traitement au sein des pays membres.

*« L'effet de la fiscalité sur les différentes formes d'épargne est moins important que nous ne le croyons »,
Richard Yung*

PHILIPPE MARINI

La démarche de remise à plat, telle que l'a présentée Jean-Marc Ayrault aux parlementaires, à Matignon, me convenait bien. Des propositions intéressantes ont été formulées en matière de dépenses fiscales.

Le « ras-le-bol fiscal »

Philippe Bruneau



Président-fondateur du Cercle des fiscalistes, Philippe Bruneau est collaborateur au quotidien Le Monde et chargé d'enseignement à HEC. Depuis juin 2010, il est directeur central de la banque Neufilze OBC, en charge de la clientèle privée et entreprises. De 2008 à 2010, Philippe Bruneau a été directeur général de Mirabaud France. De 2000 à 2008, il a été directeur clientèle privée de La Compagnie Financière Edmond de Rothschild et directeur général d'Assurances Saint-Honoré Patrimoine. Philippe Bruneau a été responsable du développement de la clientèle du Crédit Agricole au sein de la banque de gestion privée Indosuez de 1993 à 2000, après avoir commencé sa carrière en 1990 au sein de la Banque Indosuez en tant qu'ingénieur patrimonial. Il est également co-auteur de Ingénierie fiscale du patrimoine, EFE, 2009 13e éd. et Le travail ne paie pas, DENOEL, 2007. Bretagne", avant de rejoindre, en octobre 2012, la Direction de la stratégie d'EDF, en tant que directeur du Pôle prospective.

Ma présentation ne relève pas de la technicité fiscale pure, mais plutôt de la sociologie. Le défi auquel le pays est aujourd'hui confronté est celui du désendettement.

L'histoire nous enseigne que l'État a cinq moyens de se désendetter :

- la croissance, atone actuellement ;
- le désendettement, public ou privé ;
- le défaut ;
- l'inflation ;
- la répression financière.

Parmi ces différents moyens, la France a choisi la voie du désendettement en privilégiant non pas la baisse des dépenses, mais la hausse des impôts. Par conséquent, notre taux de prélèvement obligatoire est aujourd'hui supérieur à 46 % et devrait être à 46,3 % en 2014. Dans l'Union européenne, nous sommes ainsi au deuxième rang derrière le Danemark. La manière dont un État ponctionne une partie des richesses qu'il crée pour les redistribuer ensuite façonne sa société. Malgré ce taux, nos services publics ne sont pas forcément plus performants que ceux de nos voisins immédiats, mais en revanche, 8 millions de personnes vivent toujours en marge de la société.

Ce taux pose la question de la « *ligne rouge fiscale* » conceptualisée par l'économiste américain Arthur Laffer. Cette ligne symbolise la baisse du rendement de l'impôt quand les taux sont trop élevés : « Les hauts taux tuent les totaux. » Cette courbe a été décrite, notamment par l'auteur du livre *Le travail ne paie pas*, qui expliquait dans son introduction, que l'analyse de Laffer n'avait jamais été prouvée. Effectivement, cette courbe ne présente pas de taux, mais reflète un sentiment général qui se mesure à l'aune de quelques indices :

- la démotivation des agents économiques,
- l'exil fiscal,
- la résurgence du travail non déclaré.

La France est touchée par ces trois phénomènes : la démotivation des agents économiques, l'exil fiscal récurrent depuis le milieu des années 90, et enfin, les statistiques de la Banque de France révèlent une diminution drastique des chèques emploi service, alors que des billets de 50 euros ont dû être imprimés en catastrophe à l'automne dernier.

Cette hausse de la fiscalité s'est effectuée par le biais de la hausse des impôts, mais aussi par le biais de cette réforme fiscale, qui a aligné la fiscalité du capital sur celle du travail. Cette réforme est une erreur à plusieurs titres.

*« Un système fiscal moderne doit être : efficace (faire entrer l'argent dans les caisses de l'État), équitable, simple (afin que le citoyen comprenne et consente à l'impôt), et enfin stable »,
Philippe Bruneau*

Premièrement, les taux implicites d'imposition démontrent qu'avant la réforme, capital et travail étaient quasiment au même niveau en France. Nous étions alors au premier rang de l'Union européenne des 28. Je rappelle qu'il existe trois masses taxables : le capital, le travail, la consommation. En revanche, pour la consommation, nous étions très en retrait par rapport à la moyenne des prix de l'Union. Depuis plusieurs décennies, la France privilégie donc les consommateurs par rapport aux travailleurs. En alignant la fiscalité du capital sur celle du travail, les taux implicites d'imposition sont tels que le capital est plus imposé que le travail.

Deuxièmement, cette réforme pénalise l'investissement à un moment où nous en avons besoin. Le message est négatif à l'égard des investisseurs étrangers et la hausse de la ponction fiscale décourage les investisseurs nationaux.

Troisièmement, je me méfie toujours des innovations conceptuelles qui ne tiennent pas compte des expériences d'autrui. En effet, cette réforme a été testée dans des pays considérés comme des modèles : les pays scandinaves. Ils en sont revenus. Jusqu'à la fin des années 80, la Suède frappait son travail à un taux s'élevant jusqu'à 87 % et son capital à 54 %. Le pays était marqué par un endettement important, un exil fiscal et un chômage élevés. Le détonateur de la prise de conscience a été l'exil fiscal d'Ingmar Bergman. Le gouvernement a alors réformé la fiscalité, adoptant un système dual, qui consiste à imposer un barème progressif sur le travail, taxé à 57 %, et une taxation forfaitaire du capital, abaissée à 26 %. Une suppression totale des niches fiscales a permis de financer cette réforme. Ce système a redynamisé la société, puisque la Suède est le premier pays européen en termes de nombre de brevets par habitant. Le chômage et l'endettement ont été totalement jugulés.

L'alignement de la fiscalité du capital sur celle du travail va donc à rebours de l'expérience vécue par nos voisins.

En conclusion, le « *ras-le-bol fiscal* » engendre une crise de la légitimité de l'impôt, or l'impôt est un segment majeur du contrat social. Je pense qu'un débat national est nécessaire sur le sujet. Cette solution pourrait s'articuler autour d'un triptyque dont l'élément central serait une réforme fiscale, et dont les deux panneaux seraient une baisse des dépenses et une orientation de l'épargne des agents économiques vers des secteurs de l'innovation. La relance de la croissance reste évidemment la voie royale du désendettement. L'objectif de la réforme fiscale est de réconcilier la fiscalité et la croissance. Un système fiscal moderne doit être : efficace (faire entrer l'argent dans les caisses de l'État), équitable, simple (afin que le citoyen comprenne et consente à l'impôt), et enfin stable.

Je m'étonne que les gouvernements rechignent à toute réflexion sur les droits de succession. Comment un élu peut-il accepter qu'un euro hérité soit trois fois moins imposé qu'un euro gagné par le travail dans un système fondé sur la méritocratie et le travail ? Pourquoi ne pas réfléchir à une cession des droits de mutation à titre gratuit, en ayant un barème des droits donation incitatif pour transmettre de son vivant, et en revanche, taxer fortement les droits de succession ? Un barème incitatif permettrait de transmettre le patrimoine financier aux générations qui consomment, et non à celles qui thésaurisent, et ainsi, d'inciter à la relance de la machine économique.

Nous devons réfléchir à la création d'un nouveau système fiscal utile, mais juste pour être légitime.

PHILIPPE MARINI

« Nous ne pouvons pas de mener de réforme sans passer par une reconstruction du système où tout le monde sera à la fois gagnant et perdant », Philippe Marini

Cette intervention m'a bien évidemment fait plaisir. Édouard Tétreau développera des idées plus proches de celles de Richard Yung dans son intervention : « Les impacts de la stabilité fiscale ». Est-ce à dire que vous souhaitez que rien ne soit changé ? J'en serais étonné au vu de votre capacité d'initiative et d'innovation.

Un euro de dépense fiscale équivaut à un euro de dépense budgétaire. La nouvelle stratégie fiscale est donc décisive pour asseoir la crédibilité des engagements sur le solde budgétaire.

Je suis favorable à la stabilité des concepts et des notions. Progressivement, nous devons implanter dans notre droit la notion de confiance légitime, issue de la doctrine européenne.

Ceci étant, nous avons le choix entre deux voies. La première consiste à réformer la fiscalité sans remettre en cause les bases de l'édifice. Elle peut être portée aussi bien par la droite que par la gauche. La seconde voie exige de se poser des questions fondamentales : quels impôts ? Quelles priorités ?

Dans le premier cas, les impôts sont abordés un par un dans la loi de Finances et cela ne peut pas fonctionner. Chaque fois que vous augmentez un avantage, il faut le financer, ce qui pèse sur les autres contribuables. Et si, au contraire, vous réduisez un avantage, le « chien » dans la « niche » n'est pas content. Les rendements de cette politique sont dérisoires et les préjudices politiques considérables car il n'existe que des gagnants et des perdants, ce qui mène au conflit. Nous ne pouvons pas de mener de réforme sans passer par une reconstruction du système où tout le monde sera à la fois gagnant et perdant.

Je suis favorable à l'unification des impôts sur la personne pour aboutir à une moindre progressivité. Si d'autres plaident pour une plus forte progressivité, le débat est légitime. Faute de clivages clairs, quels seraient les fondements de notre démocratie ? Comme Philippe Bruneau, je pense que les droits de mutation devraient être inclus dans cette réflexion globale.

Les impacts de l'excès d'instabilité fiscale et les actions pour y remédier

Édouard Tétreau



Associé gérant de Mediafin, Édouard Tétreau est conseiller de dirigeants d'entreprises. Professeur affilié à HEC, spécialisé dans le management des crises, il est par ailleurs chroniqueur aux Échos, et a publié plusieurs essais chez Grasset sur la folie financière, les États-Unis et le dollar (www.edouardtetreau.com).

Le sujet que je vais aborder ne porte pas sur un changement des règles du jeu mais sur un changement du jeu lui-même. Il ne s'agit pas de modifier la tuyauterie mais de reconstruire l'édifice, quitte à détruire l'ancien.

Je suis professeur affilié à HEC sur le management des crises financières. Ce sujet n'est pas d'actualité ici car la crise financière de la Zone euro issue des « subprimes » se trouve soit derrière nous, soit devant nous.

En tant que chroniqueur aux Échos le mercredi, je propose non seulement un changement de politique économique et fiscale mais aussi un nouveau gouvernement pour incarner ce changement de cap. J'ai évoqué les idées de Peter Hartz qui permettraient de lutter contre le chômage des jeunes en Europe.

Mais c'est au titre de ma troisième casquette que je m'exprime devant vous. J'anime la société Mediafin qui conseille des familles d'industriels français résidant en France mais aussi des fonds étrangers chinois, américains et moyen-orientaux. Des flux importants de capitaux et de

matière grise quittent la France. Dans le même temps, des flux entrants cherchent à s'investir à nouveau dans la Zone Euro, signe que cette monnaie est digne de confiance. Depuis deux ans, ils s'intéressent à l'immobilier espagnol, à la reprise du secteur manufacturier automobile en Grande-Bretagne, à l'Allemagne, mais pas à la France.

Un rapport de la CnuCED (Conférence des Nations Unies sur le Commerce et le Développement) paru le 28 janvier 2014 montre que la crise est terminée, que la confiance revient et que les flux d'investissements étrangers, estimés à 1 500 milliards de dollars en 2013, présentent une croissance à deux chiffres. Les pays émergents n'en sont pas les seuls bénéficiaires : les pays développés en ont capté un tiers, soit 576 milliards de dollars. L'Allemagne a multiplié par quatre ses flux d'investissements directs, soit 32 milliards de dollars. L'Espagne a attiré 37 milliards de dollars tandis que la France, qui pèse 5 % du PIB mondial, a attiré moins de 6 milliards de dollars d'investissements étrangers en 2013, soit une chute de 77 % par rapport à 2012. Il faut prendre ce signal au sérieux. Le

monde entier est sorti de la crise, la Zone euro aussi mais au centre de la zone euro se trouve un homme malade, la France.

*« La France, qui pèse 5 % du PIB mondial, a attiré moins de 6 milliards de dollars d'investissements étrangers en 2013, soit une chute de 77 % par rapport à 2012 »,
Édouard Tétreau*

Nous ne disposons pas de 30 à 40 ans pour inverser cette tendance, nos enfants non plus. Les talents les plus éduqués et mobiles n'attendent pas qu'émerge un nouveau consensus politique, économique et fiscal pour se décider à rester en France ou à y revenir. Faisons le test : combien d'entre vous comptent des enfants ou des neveux qui travaillent à l'étranger ? Une très large majorité.

Comment expliquer ce mouvement ? Notre économie ne s'effondre pas. Ses 5,5 millions de demandeurs d'emploi sont un facteur important d'exil des capitaux et des talents. Mais c'est surtout notre système fiscal qui fait fuir l'épargne à très grande vitesse.

Comment y remédier ? Je préconise de sortir de l'hexagone et observer ce qui se passe dans les autres pays. Notre gouvernement a pris conscience du fait que l'impôt sur les sociétés pénalisait les investissements étrangers en France. Les Britanniques ont adopté un taux de 25 %, comme les Américains (pour les industries manufacturières).

Nous disposons de 4 à 5 ans pour proposer aux épargnants actuels, aux investisseurs étrangers et à nos enfants un édifice plus attractif.

RICHARD YUNG

Étant sénateur des Français à l'étranger, je constate ce phénomène. Nous pouvons être fiers d'avoir des cadres jeunes qui partent à l'étranger : ils ne le font pas pour des raisons fiscales, ils partent car ils sont doués et recherchés.

Les motivations à l'épargne retraite sont-elles uniquement fiscales ?

Christian Carrega



Directeur général de la Caisse nationale de prévoyance de la Fonction publique (Préfon) depuis 2009, Christian Carrega était membre du comité de direction au sein du Crédit social des fonctionnaires en charge de la direction commerciale et marketing produits depuis 2004. Il était précédemment directeur "BtoC" au sein d'Entenial (filiale d'AGF, puis du Crédit foncier de France) de 1999 à 2004. Il a débuté sa carrière à la Compagnie bancaire (Groupe Paribas) en 1987 sur des fonctions marketing et commerciales et, en 1999, a participé à la création d'une nouvelle activité de gestion patrimoniale au sein de Groupama. Christian Carrega est titulaire d'une maîtrise en sciences économiques à l'Université d'Aix-Marseille II.

Avant d'aborder les motivations à l'épargne retraite, je reviendrai sur le mécanisme fiscal qui lui est applicable. Chaque euro d'épargne affecté à un dispositif d'épargne retraite permet de réduire le revenu imposable du cotisant dans la limite de 10 % du revenu professionnel, avec un plancher et un plafond. Des sommes importantes peuvent être épargnées puisque les adhérents peuvent cumuler les versements non utilisés des trois années précédentes.

Les produits concernés sont les Perp (Plan d'épargne retraite populaire), créés en 2003 ainsi que les dispositifs plus anciens, propres à la fonction publique, tels que le CRH (Complémentaire retraite des hospitaliers), la Préfon pour les fonctionnaires et l'UMR (Union mutualiste retraite). Cela concerne aussi l'épargne retraite d'entreprise et notamment celle qui s'est développée avec les PEE (Plan d'épargne d'entreprise), les Perco et produits « article 83 », c'est-à-dire l'épargne volontaire des salariés.

En termes de poids, malheureusement, cette épargne est marginale. Son encours est inférieur à 30

milliards d'euros pour 2,8 millions d'adhérents, dont 21 milliards concernent les dispositifs les plus anciens (Carel, Fonpel, Préfon, etc.).

Pour mesurer le poids de cette épargne retraite dans le budget de l'État, il suffit de se rendre sur le site Internet de Bercy et d'observer les déclarations IRPP (impôt sur le revenu des personnes physiques) des français. En 2010, cela représente environ 2 milliards d'euros de collecte dont 140 millions au titre de rachats d'années non cotisées. Les masses sont faibles et les chiffres sont assez stables depuis 2007.

Il est intéressant de comparer ces volumes aux flux affectés aux cotisations de retraite obligatoire. Une étude récente de la Drees (Direction de la recherche, des études, de l'évaluation et des statistiques) montre que les versements d'épargne facultative représentent environ 4 % des cotisations de retraite obligatoire. Si nous comparons les prestations, les rentes servies par les dispositifs facultatifs représentent 2,3 % des rentes de retraite perçues au titre des régimes obligatoires. Cette part est en augmentation.

En volume, les Perp représentent 70 % du nombre total de contrats, mais seulement 20 % de l'encours.

RICHARD YUNG

Merci beaucoup pour cette vision optimiste.

Les motivations à l'épargne retraite sont-elles uniquement fiscales ? Cet aspect est important mais il n'est pas essentiel. Nous interrogeons souvent les 400 000 adhérents de Préfon. Leur principale motivation réside dans l'inquiétude quant au niveau de leur future pension. Contrairement à une idée répandue, le taux de remplacement des fonctionnaires n'est pas meilleur que celui du secteur privé car une partie de leur salaire n'est pas intégrée au calcul de leur retraite. La motivation de prévoyance est corroborée par la typologie des adhérents. Sur les nouveaux affiliés, 39 % sont des fonctionnaires de catégorie C, disposant de faibles revenus. Les enquêtes montrent que 60 % des affiliés au régime Préfon paient moins de 3 000 euros d'impôt. Il ne s'agit donc pas d'une population aisée en quête d'avantages fiscaux. De plus, ces dispositifs ne constituent pas une niche fiscale puisque la rente est imposable. Il s'agit d'un simple différé d'imposition.

*« Nous interrogeons souvent les 400 000 adhérents de la Préfon. Leur principale motivation réside dans l'inquiétude quant au niveau de leur future pension »,
Christian Carrega*

Pour conclure, je dirais qu'il est nécessaire de se concentrer sur ce qui est utile à long terme à l'économie. Aider ses concitoyens à se préparer un taux de remplacement de 4 à 5 % pour compenser la baisse relative du niveau des retraites est d'autant plus intéressant que cette épargne longue sera imposable et générera des revenus.

En Allemagne, le système Riester a incité tous les ménages, y compris ceux à faibles revenus, à épargner grâce à un crédit d'impôt. Le baromètre que nous développons à la Préfon montre que les fonctionnaires sont favorables à une évolution des régimes de retraite. 65 % d'entre eux se disent intéressés par une mécanique de crédit d'impôt qui inciterait à épargner pour la retraite.

L'épargne financière : la stabilité fiscale, un élément essentiel de la confiance

Jean Berthon



Président de la Fédération des associations indépendantes de défense des épargnants pour la retraite (FAIDER) depuis 2009, Jean Berthon a été élu le 25 mars 2013 président d'EuroFinUse, fédération regroupant au niveau européen plus de 4 millions d'épargnants répartis dans 30 pays. Passionné par la défense des épargnants et des assurés sur la vie, il siège à la commission des pratiques commerciales de l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) depuis 2010, et à la commission des épargnants de l'Autorité des marchés financiers (AMF) depuis 2009. Il a, d'autre part, créé en 2007 la Fondation du Risque, fondation française d'utilité publique destinée à promouvoir la recherche sur le risque, dont il est vice-président. Jean Berthon a occupé diverses fonctions de direction générale dans la banque et l'assurance, avant d'être élu président de l'Institut des actuaires français (1994-1997) puis président de l'Association actuarielle internationale (1998-2000).

Merci de donner la parole aux épargnants. Ils sont trop souvent oubliés dans les débats sur l'épargne. La Faider que je préside représente 1,5 million d'épargnants à travers les différentes associations d'épargnants.

Nous sommes partisans d'une remise à plat complète du système fiscal français en matière de fiscalité de l'épargne, des particuliers et des entreprises. Nous avons demandé une audition au Premier ministre lorsqu'il a manifesté son intention de remettre à plat le système fiscal français et attendons sa réponse.

Pour qu'une fiscalité soit efficace, elle doit d'abord être cohérente, lisible, considérée comme équitable par les personnes concernées et pour finir, stable.

Nous saluons la décision du président de la République de maintenir en l'état la fiscalité d'un certain nombre de produits d'épargne menacés comme le PEA et l'assurance-vie. Toutefois, cela n'est pas suffisant car il faut aussi revoir la fiscalité de l'épargne liquide, notamment du Livret A et des livrets populaires. Les pouvoirs publics ne peuvent pas à la fois favoriser

l'investissement et l'épargne longue tout en permettant à une catégorie aisée de la population de bénéficier de placements liquides, bien rémunérés et non imposables. Le Livret A devrait être réservé aux petits épargnants qui ont besoin d'une taxation favorable.

L'équité consiste aussi à favoriser l'épargne à long terme sans se concentrer sur la notion de risque. L'investissement n'est pas risqué du fait de son terme, mais de sa nature. La longueur de l'investissement peut ajouter au degré de risque. A contrario, il est possible de perdre de l'argent sur un investissement à six mois qui tourne mal. Nous sommes partisans d'une imputation des pertes sur les revenus courants et qu'une seule cellule réunisse les revenus du travail et du capital.

Enfin, il nous semble important de ne pas taxer l'illusion monétaire. Il faut prendre en compte l'inflation lors de la détermination du revenu imposable au titre des plus-values et revenus du capital. Faute d'intégrer l'inflation, on parvient à des revenus négatifs dans un certain nombre de cas.

RICHARD YUNG

J'ai déjà entendu cette quadrilogie, qui fait consensus. Mais lorsqu'il s'agit de la traduire en mesures concrètes, les

approches divergent. M. Betbèze vient nous présenter un édito optimiste.

L'édito optimiste

Jean-Paul Betbèze



Économiste, Jean-Paul Betbèze est président de Betbeze Conseil et conseiller économique de Deloitte. Il a été auparavant chef économiste de banque (notamment chef économiste et directeur des Études économiques, membre du comité exécutif de Crédit Agricole SA), professeur d'Université (agrégé des facultés, professeur à Paris Panthéon-Assas) et membre pendant six ans du Conseil d'analyse économique auprès du Premier ministre. Jean-Paul Betbèze est par ailleurs membre de la Commission économique de la Nation (France), du Cercle des économistes et président du comité scientifique de la Fondation Robert Schumann.

Nous avons de quoi être optimistes puisque la première session a montré que l'épargne était présente et la deuxième nous a appris qu'elle acceptait de payer l'impôt.

Aujourd'hui, il est question de réduire les charges des entreprises, ce qui revient à augmenter leurs marges. C'est la première bonne nouvelle. La deuxième raison d'être optimistes réside dans le fait que la crise est avec nous et que nous devons composer avec elle. S'en défaire rapidement serait catastrophique. Tout le problème des années à venir consistera à se désendetter sans désespérer.

Le troisième message d'espoir est le *forward guidance* des pays industrialisés. Janet Yellen et Mario Draghi souhaitent éviter la déflation aujourd'hui qui entraînerait une forte inflation demain. Cet engagement profond pour éviter la déflation est très important. Ils souhaitent revenir à un taux d'inflation normal, autour de 2 %, qui est raisonnable en termes de prix mais pas encore en termes de croissance. Tout ceci permettra de vivre avec le désendettement mais sans le désespoir.

Chez les BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud), des interrogations et des inquiétudes se font jour. L'on découvre que la Chine n'est pas transparente, que le

Brésil patine, que l'Inde est complexe et que l'Afrique du Sud est en difficulté. Un rééquilibrage mondial se met en place. Les pays industrialisés gèrent la sortie de crise sans déflation ni inflation. Les BRICS ne nous aideront pas à sortir de la crise.

Le dernier message d'espoir porte sur la France et son économie de l'offre qui équivaut en réalité à une économie de l'épargne. Le profit est un élément d'anticipation de l'activité économique et de la croissance de demain.

Selon le théorème de Schmidt, « les profits d'aujourd'hui sont les investissements de demain et les emplois d'après-demain » ; il faudrait ajouter « ici ou ailleurs ». Tout le problème de analyse consiste à faire en sorte que les profits anticipés par les Français et par les investisseurs étrangers qui s'intéressent à notre pays créent de l'emploi en France et ailleurs. Tout ceci passera par de la négociation.

L'idée selon laquelle les profits font la croissance et l'emploi doit être diffusée. En réalité, chaque pays a l'épargne et l'investissement découlant de son consensus.

La nouvelle politique de restauration des marges, la *forward guidance* et l'économie

de l'offre sont des nouveautés qu'il nous faut recevoir et applaudir ensemble.

SESSION 3

Orientation et mobilisation de l'épargne en 2014

Président

Dominique Lefebvre

Député du Val-d'Oise, co-auteur du rapport du Premier ministre *Dynamiser l'épargne financière des ménages pour financer l'épargne et la compétitivité* (avril 2013)



Intervenants

Marie-Anne Barbat-Layani

Directrice générale de la Fédération bancaire française (FBF)

Ramon Fernandez

Directeur général du Trésor, ministère de l'Économie et des Finances

Louis Godron

Président de l'Association française des investisseurs pour la croissance (AFIC)

Patrick de Lataillade

Président de l'ASPIM

Jean-Hervé Lorenzi

Président du Cercle des économistes

Odile Renaud-Basso

Directrice générale adjointe du groupe Caisse des Dépôts et directrice des Fonds d'épargne

Bernard Spitz

Président de la Fédération française des sociétés d'assurance (FFSA)

Rémy Weber

Président du directoire de La Banque Postale

Les réformes engagées depuis quelques mois au niveau européen et la logique adoptée

Ramon Fernandez



Directeur général du Trésor depuis mars 2009, Ramon Fernandez était jusqu'alors chargé des fonctions de chef du service du financement de l'économie à la direction générale du Trésor. Il a été, d'avril 2008 à janvier 2009, directeur du cabinet du ministre du Travail, des Relations sociales, de la Famille et de la Solidarité, après avoir été de juin 2007 à avril 2008, conseiller économique à la présidence de la République. Ramon Fernandez, qui a effectué l'essentiel de sa carrière à la direction du Trésor, a par ailleurs exercé des fonctions au sein du Fonds monétaire international (FMI). De mai 2002 à octobre 2003, il a occupé la fonction de conseiller technique au cabinet de Francis Mer, alors ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie. Ramon Fernandez est diplômé de Sciences Po et de l'ENA, promotion Léon Gambetta (1991).

Dominique Lefebvre

Cette table-ronde porte sur l'orientation et la mobilisation de l'épargne en 2014. Ramon Fernandez va resituer le contexte européen dans lequel nous nous mouvons.

Iean-Paul Betbèze a eu raison de nous apporter ce message d'optimisme puisque le pessimisme est un mal français. Nous devons cultiver une économie d'utilisation de l'épargne et non pas de l'épargne en tant que tel. Nous sommes des champions en la matière, avec un taux d'épargne de près de 15 %, 10 000 milliards euros d'épargne dont 4 200 milliards d'épargne financière, soit deux fois le montant du PIB. Bien utilisée, cette épargne financera l'économie, renforcera nos entreprises et leur permettra de conquérir des marchés. Si elle reste dormante, nous n'atteindrons aucun de ces objectifs.

Les nouvelles normes prudentielles, comptables et réglementaires sont la conséquence de la crise financière. Elles auront un impact sur l'économie, sur le modèle français de banque universelle et

sur la désintermédiation. Cela nécessitera de s'adapter à un nouvel environnement. Ces réformes ont peut-être des aspects négatifs, mais nous devons continuer dans cette direction.

Nous veillons à ce que les flux de crédit vers l'économie restent robustes, que l'épargne renforce les fonds propres des entreprises et que cette épargne si abondante soit mobilisée utilement.

Les flux de crédits ont progressé de 0,3 % à fin novembre 2013 et de 0,6 % pour les PME. C'est faible, mais nous ne faisons pas face à un *credit crunch*. En revanche, les crédits de trésorerie baissent. Nous restons vigilants. Nous disposons d'un observatoire de financement des entreprises, de BPI France et de dispositifs d'urgence pour les entreprises en difficulté. Nous œuvrons

pour que les PME et les ETI continuent d'avoir accès au crédit, par exemple à travers le développement d'un marché des placements privés et la relance d'une titrisation maîtrisée, transparente et utile. La BEI, la Commission européenne et la Banque de France y travaillent. Les assureurs peuvent aussi jouer un rôle utile via les fonds de prêts.

Il existe une palette de solutions de financement en fonds propres depuis le crowdfunding jusqu'à la levée de capitaux via Euronext en passant par le capital-risque. Nous travaillons à rénover le cadre du crowdfunding et à développer le « corporate venture » afin que les entreprises accompagnent des PME en croissance. Sur les marchés, le lancement d'Alternext commence à donner des résultats avec de nombreuses entrées en bourse de PME et d'ETI.

Nous mobilisons toutes les énergies pour travailler à la rénovation de la place de Paris. Un comité Place de Paris 2020 sera réuni par Pierre Moscovici dans les prochaines semaines et nous sommes vigilants quant à l'avenir de NYSE Euronext, c'est une question de souveraineté nationale.

Notre troisième priorité réside dans l'orientation de l'épargne vers l'économie et les entreprises. Le dispositif PEA-PME est un outil intéressant. Les textes réglementaires seront publiés en février. La réforme de l'assurance-vie, suite au rapport de Dominique Lefebvre et Karine Berger, a été décidée par le gouvernement. De nouveaux produits Euro-croissance et Vie génération permettront d'orienter les flux d'épargne vers les actions. Les textes réglementaires seront publiés d'ici l'été.

Mobiliser cette épargne abondante de manière utile est une priorité pour créer les conditions du rebond.

DOMINIQUE LEFEBVRE

Il est vrai que le financement de l'économie est l'une des clés de la croissance, mais pas la seule. Je passe la parole à Odile Renaud-Basso, qui a rejoint la Caisse des Dépôts et pris en charge la direction des fonds d'épargne. Sans vouloir décevoir ceux qui sont intervenus avant moi pour défendre la remise en cause les avantages fiscaux de l'épargne réglementée, une telle décision n'est pas d'actualité ni économiquement ni politiquement. La question est de savoir si la croissance des encours liée au déplafonnement des livrets est correctement orientée vers le logement social et au-delà.

*« Bien utilisée, cette épargne financera l'économie, renforcera nos entreprises et leur permettra de conquérir des marchés. Si elle reste dormante, nous n'atteindrons aucun de ces objectifs »,
Ramon Fernandez*

Panorama de l'utilisation de l'épargne en France

Odile Renaud-Basso



Directrice générale adjointe du groupe Caisse des Dépôts et directrice des Fonds d'épargne, Odile Renaud-Basso était depuis mai 2012 directrice adjointe du cabinet du Premier ministre.

Diplômée de l'Institut d'études politiques de Paris et ancienne élève de l'ENA

(promotion Jean Monnet),

Odile Renaud-Basso est conseiller maître à la Cour des comptes. En 2010, elle devient chef de cabinet adjoint du président du Conseil européen, après avoir été nommée en 2005 directrice à la Commission européenne (DG Ecfm).

De 1994 à 2005, elle occupe à la direction du Trésor des fonctions en relation avec les problématiques internationales, industrielles et financières.

Odile Renaud-Basso a débuté sa carrière en tant qu'auditeur

Je vais vous parler de l'épargne réglementée et du rôle de transformation que jouent les fonds d'épargne.

J'ai entendu les remarques critiques sur les livrets réglementés, au motif qu'ils sont moins fiscalisés qu'une épargne plus longue. Il s'agit d'un point de vue d'épargnant. Pour ma part, j'insisterai sur le fait que les dispositifs existants et la garantie de l'État permettent de transformer cette épargne disponible à tout moment pour l'épargnant en une épargne qui permet de financer l'économie à très long terme.

L'enjeu économique est important, puisque l'épargne réglementée représente 7 % de l'épargne financière française. C'est peu au regard des 38 % que pèse l'assurance vie, mais ce n'est pas négligeable. Cette spécificité française permet de répondre à un besoin de financement de long terme, accentué par l'impact de la crise financière sur les exigences de financement de long terme.

Comment les fonds d'épargne utilisent-ils les 250 milliards de dépôts de livrets A, LDD et LEP ? Nous accordons des prêts à très long terme à des conditions favorables pour financer le logement social. En 2008, compte tenu de la

raréfaction des liquidités et des difficultés de Dexia, la Caisse des Dépôts a été amenée à affecter une enveloppe sur cinq ans aux collectivités locales. Il s'agit de prêts de 20 à 40 ans pour des projets d'investissements structurants, lorsque les collectivités ne parviennent pas à trouver des ressources pérennes sur les marchés. Sur les 20 milliards de prêts accordés en 2013 par les fonds d'épargne, 16 milliards ont été affectés au logement social et 4 milliards sont allés aux collectivités locales.

Les sommes qui ne sont pas investies en prêts sont placées sur un portefeuille d'actifs, dont le profil de risque est similaire à celui des assureurs vie. Ce portefeuille comprend des actions d'entreprises françaises, cotées ou non cotées, pour environ 10 % des actifs, avec un rôle de stabilisation du capital dans la durée. Les fonds d'épargne contribuent, par ailleurs, au financement public en achetant des obligations d'État françaises, indexées sur l'inflation, comme le livret A.

Les fonds d'épargne jouent un rôle contracyclique important par temps de crise. Ils permettent, en cas de tensions, de disposer de ressources liquides pour faire face à des besoins aigus, notamment vis-à-vis d'opérateurs publics. Ils jouent un rôle de stabilisation sur le long terme.

La nécessaire orientation d'une partie de l'épargne vers le financement de l'économie

Louis Godron



Dominique Lefebvre

Au nom de l'Association française des investisseurs pour la croissance, vous êtes à la recherche de fonds propres pour les PME et les ETI. Quelles sont vos réactions aux dernières mesures concernant le PEA-PME et les produits d'assurance-vie censés inciter les épargnants aisés à prendre un minimum de risques contre un avantage fiscal ?

L'épargne constitue-t-elle un simple placement ou bien est-elle aussi un outil économique au service de la croissance et de l'emploi ?

C'est tout l'intérêt du rapport que vous avez écrit et de ses conclusions. À l'AFIC, nous estimons que l'orientation de l'épargne vers le capital d'entreprises non cotées est absolument déterminante.

Il y a 25 ans, le Japon était le leader technologique mondial. Pourquoi est-il passé du statut de leader à celui d'un suiveur en difficulté ? Les États-Unis ont repris la tête de manière brillante et parfaitement symbolisée par la Silicon Valley. Ce lieu mêle l'excellence universitaire avec l'esprit d'entreprise, auxquels s'ajoutent les capitaux issus de familles américaines et des fonds de retraite californiens CalPERS et CalSTRS. L'émergence de Google, Flickr et Twitter ne provient pas de l'injection de milliards

de dollars par le ministère de la Défense américain, mais de capitaux privés. Aujourd'hui, 10 % des emplois américains se situent dans des sociétés financées par le capital-risque depuis vingt-cinq ans. Les start-up américaines lèvent 49 milliards de dollars de capital, tandis que les start-up françaises ne lèvent que 500 millions d'euros.

La France a pris du retard malgré son record en termes de densité d'investissements, puisque 1 500 entreprises sont financées par le capital-investissement tous les ans. Les investisseurs souscrivent aux critères de l'investissement responsable et s'intéressent à la bonne conduite des entreprises. Ces dernières ont créé 80 000 emplois net en 2012, et les investisseurs sont rétribués à hauteur de 10 % par an environ. Pas un seul pays en Europe ou dans le monde n'atteint ces performances.

Président de l'Association française des investisseurs pour la croissance (AFIC) depuis juin 2012, Louis Godron a précédemment été membre du conseil d'administration et trésorier de l'AFIC, ainsi que président de la commission capital-transmission. Louis Godron est à l'initiative d'une proposition de révision du cadre législatif pour permettre aux actionnaires de toute entreprise d'intéresser efficacement les salariés aux plus-values de cession. Actif dans le capital-investissement depuis 1989, Louis Godron a accompagné plus de 20 transmissions d'entreprises, avec ou sans effet de levier. Il est également intervenu dans le secteur des technologies et auprès de marques grand public, et a participé personnellement au financement de start-up. Il est le président d'Argos Soditic France, groupe de capital-investissement européen indépendant qu'il a rejoint en 1991. Louis Godron a débuté sa carrière en 1987 dans l'équipe de gestion des risques du groupe Elf Aquitaine à Genève, puis a intégré Initiative et Finance en 1990 (un des fonds pionniers du capital

« Malheureusement, le PEA-PME est plus adapté aux sociétés cotées qu'aux non cotées. Quant à la réforme de l'assurance vie, elle nous a déçus, faute de fléchage particulier de l'épargne vers les PME », Louis Godron

En ce qui concerne l'assurance vie et le PEA-PME, les signaux sont positifs et nous accueillons de manière favorable cette incitation. Malheureusement, le PEA-PME est plus adapté aux sociétés cotées qu'aux sociétés non cotées. Quant à la réforme de l'assurance vie, elle nous a déçus, faute de fléchage particulier de l'épargne vers les PME.

L'Afic va déployer des efforts pour mieux expliquer son métier aux investisseurs institutionnels et aux assureurs. Nous espérons ainsi obtenir que l'épargne soutienne plus massivement les entreprises françaises et que nous puissions créer beaucoup plus d'emplois.

DOMINIQUE LEFÈVRE

Les Assises de l'entreprenariat du printemps dernier ont débouché sur des initiatives législatives à l'automne 2013. Notre régime de plus-values mobilières figure parmi les plus attractifs aujourd'hui.

En ce qui concerne l'assurance vie et le PEA-PME, vous aviez évoqué la nécessité d'aller vers un dispositif avec peu de contraintes et de réglementation. Comme cela ne fonctionne pas, vous nous dites aujourd'hui qu'il faudrait un compartiment non coté pour le PEA-PME et l'assurance vie.

La fiscalité doit normalement accompagner le risque. Notre rapport a montré que les gros patrimoines investis en assurance-vie échappent à cette règle. Ils disposent d'avantages très conséquents en termes de revenus et de transmission. Nous avons donc demandé que la contrepartie se traduise par une prise de risque. Je rappelle que toutes les auditions menées lors de la préparation du rapport montrent une constante en France. Tous les milieux, tous les niveaux de revenus et de patrimoine refusent la prise de risque.

Nous allons passer au financement obligataire des entreprises avec Marie-Anne Barbat-Layani, qui vient de prendre ses fonctions en qualité de directrice générale de la Fédération des banques françaises.

L'ancienne ministre de l'Environnement, aujourd'hui candidate à la mairie de Paris, a dit que le chauffage électrique était une aberration thermodynamique. Je laisserai les ingénieurs et les experts dans la salle juger du bien-fondé de cette affirmation.

Comment faire des banques un atout pour notre économie ?

Marie-Anne Barbat-Layani



Directrice générale de la Fédération bancaire française (FBF), Marie-Anne Barbat-Layani est inspectrice générale des finances depuis mai 2012. De 2010 à 2012, elle a été directrice adjointe au cabinet du Premier ministre. Directrice générale adjointe de la Fédération nationale du Crédit Agricole de 2007 à 2010, Marie-Anne Barbat-Layani a été sous-directrice Banques et financements d'intérêt général à la direction générale du Trésor et de la politique économique. De 2000 à 2002, elle a été chef du bureau des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, après avoir été conseiller technique au cabinet du ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie.

Tout d'abord, je partirai de deux constats. L'épargne française représente 16 % du revenu disponible des ménages en France, mais elle est insuffisamment orientée vers le financement de l'économie. Sur les 3 900 milliards d'euros de placements financiers, un tiers seulement s'oriente vers des actifs risqués et seulement 151 milliards sont placés en actions cotées.

Dans le même temps, l'encours de crédits bancaires à l'économie atteint 1 966 milliards d'euros, tandis que les dépôts représentent 1 700 milliards. Cette question de l'équilibre entre dépôts et crédits va devenir cruciale.

Quelle politique de l'épargne souhaiterions-nous ? La profession bancaire défend, depuis plusieurs années, une réorientation de l'épargne vers les entreprises et leur financement en actions. Dans ce contexte, la création du PEA-PME est très positive, de même que la réforme de la fiscalité sur les plus-values mobilières et la création des

contrats d'assurance vie Euro-croissance. Nous souhaiterions que le PEA-PME soit mieux articulé avec le PEA et que des passerelles soient créées entre les deux types de placements, lorsque les entreprises grandissent. Le PEA-PME devrait aussi pouvoir accueillir les obligations souscrites par les PME.

Dans notre pays, c'est la fiscalité qui décide de la politique de l'épargne. En la matière, trois points nous semblent importants à l'avenir. Tout d'abord, il est essentiel de simplifier et de stabiliser la fiscalité de l'épargne, tout en la réformant, afin de favoriser une épargne risquée et utile à l'économie. La fiscalité actuelle des dividendes ne favorise pas suffisamment le placement de l'épargne en actions.

À partir de l'épargne qui leur est confiée, les banques financent l'économie. Jusqu'à présent, nous remplissons ce rôle par la transformation de dépôts et d'épargne à court terme en crédits à plus long terme aux entreprises et aux particuliers. Toutefois, le secteur fait face à une

évolution importante de son modèle, qui va conduire les banques à financer l'économie autrement. Les nouveaux ratios introduisent de fortes contraintes, notamment en termes de liquidité. Nous serons conduits à développer les financements issus des marchés. Près de 70 % du financement des entreprises provient de crédits bancaires. Pour que nous puissions poursuivre cette activité, nous devons disposer de liquidités dans nos bilans. Or, la spécificité française nous pénalise, puisqu'une bonne partie des liquidités est centralisée par l'épargne réglementée ou se dirige vers les assureurs vie.

*« La récente proposition de la Commission Européenne sur la séparation des activités bancaires pénalise la Place de Paris et le continent européen au profit de Londres »,
Marie-Anne Barbat-Layani*

Nous souhaitons également continuer à accompagner nos clients dans les financements de marché, appelés à se développer. De ce point de vue, les mesures fiscales et réglementaires ne doivent pas inciter à la délocalisation de ces activités en dehors de la Place de Paris. La récente proposition de la Commission européenne sur la séparation des activités bancaires pénalise la Place de Paris et le continent européen au profit de Londres, qui bénéficie d'une exemption surprenante. La taxe sur les transactions financières ajouterait un poids supplémentaire sur les opérations de marché, qui pénaliserait encore davantage la Place de Paris.

L'épargne des Français est colossale. C'est un atout considérable pour notre économie. Nous souhaitons qu'elle reste en France pour financer l'économie et qu'elle ne se dirige pas ailleurs.

Orientation de l'épargne en 2014 : le cas de La Banque Postale

Rémy Weber



Président du directoire de La Banque postale, Rémy Weber est directeur général adjoint du groupe La Poste et membre du comité exécutif. Diplômé de l'Institut d'études politiques d'Aix-en-Provence, Rémy Weber a fait toute sa carrière dans la banque dont il a une grande expérience, en particulier dans la banque de proximité. Depuis 2002, Rémy Weber était président-directeur général de CIC-Lyonnaise de Banque. Il a commencé sa carrière à la Banque française du commerce extérieur (BFCE), puis a été chargé de mission au service des affaires internationales de la direction du Trésor. En 1993, il est devenu directeur régional à la Lyonnaise de Banque après avoir réintégré la BFCE, en 1990. Rémy Weber est Chevalier de l'Ordre national de la Légion d'honneur et Chevalier des Arts et des Lettres.

Dominique Lefebvre

Je vais passer la parole à Rémy Weber, le nouveau président de La Banque Postale, la seule banque française disposant de plus de dépôts que de placements.

Notre environnement bancaire se caractérise par un problème d'orientation de l'épargne. Tout en maintenant un fonds d'épargne de précaution, nous devons aller davantage vers le risque et l'entreprise, surtout au regard de ceux dont l'épargne est faible. Le pays reste encore frileux à cet égard.

Nous sommes prêts pour le lancement des PEA-PME et des contrats Euro-croissance. Une partie de l'épargne longue doit être mobilisée en faveur des entreprises, notamment les plus petites qui n'y ont pas accès. Les entreprises ont besoin de cette épargne longue pour disposer de fonds propres et se développer. Certes, il est indispensable qu'elles maintiennent une part significative de leur résultat en fonds propres. Néanmoins, pour cela il faut pouvoir dégager des marges suffisantes.

Les banques assurent 70 % du financement de l'économie du pays et continueront à en assumer une part essentielle, quoique décroissante. Plus la taille de l'entreprise baisse, plus cette

dernière est tributaire de l'analyse des risques du banquier. Il est donc indispensable que les banques continuent à accompagner l'économie dans son ensemble.

En raison d'un excès de règles, nos collaborateurs se trouvent obligés de réfléchir en termes de ratios de solvabilité ou de liquidité avant d'examiner les projets innovants des entreprises.

Au sein de la Banque Postale, nous avons la chance d'être en position de liquidités favorable. Nous servons notre pays par l'octroi de crédits pour tout le monde. Par exemple, nous avons créé en une année la Banque des territoires, avec 6 milliards d'euros de crédits octroyés aux collectivités locales, dont plus de la moitié à moyen et long termes. La moitié de ces crédits de longue durée a été destinée à des agglomérations de moins de 5 000 habitants. De plus, les prêts d'accession sociale à la propriété (PAS) ont représenté plus de 15 % du marché en une année, avec plus de 1 milliard d'euros de crédits.

Investissement immobilier et croissance : les épargnants financent l'économie

Patrick de Lataillade



Dominique Lefebvre

Dans l'épargne financière comme dans celle des Français en général, l'investissement immobilier tient une place particulière. De plus, la construction a également besoin de financement.

L'immobilier peut paradoxalement être défini comme un secteur à la fois sans risque et trop cher. Les placements immobiliers sont souvent présentés comme s'effectuant au détriment de l'économie en général.

Or mon propos est d'affirmer que l'épargne immobilière est mobilisée au service de la croissance : elle participe à la création de richesses et au dynamisme économique. Elle s'inscrit dans une perspective de long terme et prend des risques, comme le rappelait Philippe Marini en introduction.

Nous représentons le volet particulier que constitue l'immobilier intermédié, au travers des deux véhicules d'investissement que sont les SCPI et les OPCI. Ces fonds sont gérés par les professionnels eux-mêmes et régulés par l'AMF. Ils sont intégrés dans le paysage des organismes de placement collectifs depuis la transposition de la directive européenne sur la gestion alternative. Ils entrent dans les catégories de contrôle croisé de type EMIR, FADCA ou MIFID II.

Les SCPI constituent le domaine des épargnants par excellence, avec 600 000 personnes pour un patrimoine qui dépasse les 30 milliards d'euros. Les OPCI sont destinés aux investisseurs professionnels, mais s'ouvrent aux particuliers. Cette épargne est orientée à 90 % vers l'immobilier tertiaire, c'est-à-dire l'immobilier de bureau, de commerce et de locaux d'activité. Ces deux dispositifs vont à l'encontre de l'idée selon laquelle les particuliers ne pourraient pas participer au financement de l'immobilier d'exploitation des entreprises.

On estime à 1 million le nombre d'emplois tertiaires qui reçoivent ainsi un bureau grâce au seul patrimoine des SCPI réparti également entre la région parisienne et les régions. Une place non négligeable est accordée aux PME et aux start-up. Les entreprises qui louent au lieu d'investir dans des locaux d'exploitation peuvent ainsi dégager des ressources pour financer leur cœur d'activité. Pour les épargnants, ces fonds constituent un complément de retraite et un capital préservé sur le long terme.

Président de l'Association française des sociétés de placements immobiliers (ASPIM), depuis juin 2008, Patrick de Lataillade a effectué la première partie de sa carrière (1972 à 1989) dans le secteur de la promotion immobilière. Il y a, en particulier, exercé des responsabilités de direction de programmes au sein des groupes Sepimo/La Henin (Groupe Suez), Manera/John Arthur et Tiffen, Pierre et Vacances Développement, puis SAE Constructeurs (aujourd'hui groupe Eiffage). En 1989, il rejoint le Crédit Agricole en qualité de directeur général adjoint d'Unimo, filiale d'Unifica en charge de la promotion immobilière et de la maîtrise d'ouvrage déléguée. En 1994, il devient directeur général adjoint d'Unifica. En 1999, il devient directeur général d'Uniger, société de gestion de sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) et de groupements fonciers. En 2005, à l'occasion du rapprochement opéré entre Uniger et Clam Immobilier, société de gestion de SCPI du Crédit Lyonnais, il devient directeur général délégué, puis, jusqu'en janvier 2009, directeur général de la nouvelle entité en charge de la ligne "métier" Immobilier au sein du pôle de gestion d'actifs du Crédit agricole, qui prend en 2006 le nom de Crédit Agricole Asset Management Real Estate (devenu Asset Management Real Estate en 2010).

Cet investissement est vivant. En effet, l'immobilier tertiaire est beaucoup plus frappé par le phénomène d'obsolescence que le logement. Les standards réclamés par les entreprises évoluent rapidement. De plus, les exigences environnementales formulées par le « Plan Bâtiment Grenelle » pèsent lourdement sur cette exploitation. L'ensemble de la filière du bâtiment en recueille les retombées.

*« L'épargne
immobilière participe
à la création
de richesse
et au dynamisme
économique »,
Patrick de Lataillade*

Les conditions pour que cette épargne vertueuse et utile continue à se développer sont :

- un cadre fiscal stable qui permette de dégager une vue à long terme ;
- une fiscalité équitable. Aujourd'hui, les droits d'enregistrement frappent à la fois la vente des actifs et celle des parts détenues par les particuliers, avec un phénomène de « surtaxation de la surtaxation » des plus-values immobilières ;
- les conditions de l'équilibre entre bailleurs et utilisateurs doivent être maintenues. Le Parlement débattrait bientôt d'une loi relative à l'artisanat, au commerce et aux petites entreprises qui pourra mettre en péril l'attractivité de ce produit d'investissement ;
- l'élargissement de l'éligibilité de ces fonds à l'épargne longue et salariée, à l'instar de certains contrats d'assurance.

La part de l'assurance-vie dans le financement de l'économie

Bernard Spitz

Dominique Lefebvre

Au cours de sa jeune histoire, l'assurance-vie a su relever le défi du financement de la dette française. Cependant, les nouveaux outils attendus se mettent-ils en place ?



Président de la Fédération française des sociétés d'assurances (FFSA) depuis le 1^{er} octobre 2008, Bernard Spitz est maître des requêtes au Conseil d'État. Il a notamment été conseiller au cabinet du Premier ministre Michel Rocard (de 1988 à 1991), rapporteur au Conseil de la concurrence et directeur de la stratégie de Vivendi Universal (de 2000 à 2004). Auteur de nombreux essais économiques et sociaux, il a enseigné l'économie numérique à l'Université Paris I Sorbonne. Bernard Spitz est membre du bureau du MEDEF depuis 2009 et président de son pôle international et Europe depuis juillet 2013.

Il y a un an, trois grandes inquiétudes avaient été exprimées autour de cette table : pour la première fois de l'Histoire, la collecte nette de l'assurance-vie était négative ; nous étions inquiets quant à la tournure que prendrait Solvency 2 et quant au débat parlementaire à venir sur la réforme de l'assurance-vie.

Sur ces trois points, la situation s'est améliorée. D'abord, la collecte est redevenue positive. Solva 2 a finalement été négociée dans de bonnes conditions, dans un effort collectif essentiel, et le financement de l'économie à long terme possède aujourd'hui un cadre. La réforme de l'assurance-vie a été sage et réaliste et devrait autoriser des progrès.

L'assurance-vie finance l'ensemble des classes d'actifs, notamment les entreprises, à travers les obligations et les actions, dans des proportions

relative-ment stables, et avec un net biais en faveur des entreprises françaises.

Des initiatives ont été prises : ont été créés les fonds NOVA en 2012 et une offre obligataire pour les PME-ETI en 2013 grâce à une réforme du Code des assurances et à un travail efficace entrepris avec le ministère des Finances.

En 2012, l'assurance-vie permettait de financer les PME et ETI à hauteur de plus de 42 milliards d'euros. Cette année-là, 2 milliards d'euros supplémentaires furent investis alors que nous nous trouvions dans une année de collecte nette négative.

Le logement a fait l'objet de la présentation précédente. Il constitue une classe d'actifs comme les autres. Dans une logique de diversification, le logement offre des atouts, notamment dans une perspective de long terme.

L'Euro-croissance représente la plus importante réforme fiscale et juridique

*« L'Euro-croissance
constitue
la plus importante
réforme fiscale
et juridique
depuis respectivement
15 et 10 ans »,
Bernard Spitz*

depuis respectivement quinze et dix ans, et c'est la plus grande innovation depuis la création des UC il y a 30 ans. Il s'agit de trouver un juste milieu entre une sécurité avec des rendements faibles et le risque dans une période volatile. La réforme consiste en un affranchissement des contraintes prudentielles qui permettaient un rachat à tout moment du capital garanti. Sa mise en place au cours de l'année 2014 aura un impact sur la refonte des systèmes informatiques et sur la commercialisation des produits. Chaque entreprise pourra décider des modalités et des formes de son produit. L'offre sera diversifiée et donc concurrentielle.

Les Français peuvent accepter de prendre certains risques, comme ceux inhérents à la vie économique, mais pas celui d'un changement permanent de fiscalité. Le président de la République a annoncé qu'aucune réforme fiscale sur le plan de l'assurance-vie ne surviendrait jusqu'à la fin du quinquennat. Il est essentiel que les assurés aient cette certitude pendant trois ans.

DOMINIQUE LEFEBVRE

Merci. La réforme de l'assurance-vie s'effectue à prélèvements obligatoires constants. Elle n'entraîne que des gagnants. Cependant, il ne faudra pas attendre dix-huit mois avant que la collecte. L'épargne française est abondante. Dans des moments de nécessaire soutien de l'activité par la consommation, elle pourrait même l'être un peu trop.

Le premier Ministre devrait confirmer le fait que la fiscalité de l'épargne et de l'assurance-vie demeurera stable.

L'épargne, ressource rare

Jean-Hervé Lorenzi



Président du Cercle des économistes, conseiller du directoire de la Compagnie financière Edmond de Rothschild, Jean-Hervé Lorenzi est également titulaire d'une chaire "économie du vieillissement" de la Fondation du Risque. Il a commencé sa carrière en 1975 en tant que professeur d'économie à l'Université de Paris XIII et à l'École normale supérieure. Entre 1979 et 2000, il a été conseiller auprès du président du groupe Havas (développement des nouvelles technologies), directeur adjoint de la direction des Industries électroniques et informatiques (DIELI) au ministère de l'Industrie, chef de la mission Informatique, conseiller technique du ministre de l'Industrie en charge des nouvelles technologies, conseiller économique du Premier ministre (industrie, services, télécommunications) ; directeur général de CEA Industrie et directeur général adjoint, puis directeur général délégué de Gras Savoye. Il est docteur en sciences économiques et a reçu, pour cette thèse, le prix 1975 de l'Association française de sciences économiques (A.F.S.E). Il est l'auteur de nombreux ouvrages et articles et participe à diverses émissions de radio et de télévision.

Le financement de notre économie ne pourra s'effectuer si l'on ne prend pas en compte la modification profonde qui interviendra au cours des prochaines années dans l'équilibre mondial de l'épargne et l'investissement.

Autour de la notion de *saving glut*, Ben Bernanke expliquait il y a dix ans le déséquilibre de la balance des paiements courants américaine par un excès d'épargne à l'échelle mondiale. Malgré la réalité de cet excès, il avait tort d'établir un lien de causalité entre les deux phénomènes. Son idée était que l'épargne mondiale était excessive car non totalement utilisée, et donc que l'investissement était faible au niveau mondial. La seule exception était constituée par les années 2002 et 2008, dans la mesure où l'investissement des pays émergents redémarrait.

Pendant 20 ou 30 ans, le monde a fonctionné sur l'idée selon laquelle l'épargne était abondante et que l'investissement était sous-mobilisé. Or dans les prochaines années les pays émergents connaîtront une baisse de leur taux d'épargne en raison d'une consommation croissante des ménages. De plus, leurs besoins d'infrastructure seront massifs.

Ainsi, la Banque mondiale prévoit que la moitié de l'épargne et les trois cinquièmes de l'investissement mondiaux

se trouveront dans les pays émergents en 2030. Il faut également prévoir le transfert massif de leur épargne vers nos pays.

Du côté des pays de l'OCDE, le vieillissement est l'élément-clé qui conduira notre économie, il se caractérisera par une augmentation de l'aversion des agents pour le risque. De plus, nos besoins d'investissement croîtront fortement, notamment au niveau des infrastructures.

En ce cas, les taux d'intérêt auront tendance à progresser. De plus, le sous-investissement dans notre système industriel constaté au cours des dix à quinze dernières années exigera d'être compensé. Nos politiques d'utilisation de l'épargne devront donc permettre de la canaliser fiscalement et de créer les conditions de l'investissement dans une situation d'aversion au risque croissante.

Cependant, le problème majeur dans une situation où l'épargne est détenue massivement par des agents ayant une aversion pour le risque sera de répartir ce dernier. Par exemple, le programme nucléaire français avait été financé par de l'argent privé, garanti par l'État. Il faudra parvenir à répartir le risque en France, en Europe et dans l'ensemble des pays de l'OCDE.

Dans le financement de notre économie, un tiers du chemin a été

parcouru. Il nous reste encore deux autres tiers à entreprendre.

Déjeuner-débat présidé par

Charles de Courson



Député de la Marne depuis 1993, Charles de Courson est secrétaire de la commission des Finances. Maire de Vanault-les-Dames depuis 1986, il est par ailleurs vice-président du conseil général de la Marne depuis 1988 et président de la Communauté de communes des Côtes-de-Champagne. Conseiller référendaire à la Cour des comptes, Charles de Courson est également président de la Caisse mutuelle marnaise d'assurances et président du service départemental d'incendie et de secours de la Marne. Il a été haut fonctionnaire au sein de la direction du Budget, juge suppléant de la Cour de justice de la République de 1997 à 2002 ainsi que président de la Société marnaise du crédit immobilier.

Déjeuner-débat

Christian Noyer

Charles de Courson

Je donne la parole à Christian Noyer ; est-ce que notre système fiscal et institutionnel récompense les acteurs qui prennent des risques ? Il semble que la situation actuelle soit plutôt inverse.



Monsieur le président, mesdames et messieurs, je vous remercie beaucoup de m'avoir invité à ce débat sur l'épargne. Ce sujet est important pour l'économie, particulièrement en ce moment.

Tout d'abord, je rappellerai que le taux d'épargne des ménages en France est l'un des plus élevés de la Zone euro, avec 16 % du revenu fiscal brut, le taux moyen dans la Zone euro étant de 13 % (soit trois points de plus que la moyenne française).

La plus grande partie de cette épargne est investie dans l'immobilier ; le reste est investi dans trois grands types de placements financiers :

- les contrats d'assurance-vie (1 500 milliards d'euros) ;
- les placements bancaires (1 250 milliards d'euros) ;
- les titres (1 150 milliards d'euros).

Cette épargne représente deux fois le PIB de la France. Elle constitue une source majeure de financement, que les banques, intermédiaires financiers, doivent réussir à placer dans l'économie, de la façon la plus efficace possible.

L'assurance-vie est le placement préféré des Français ; entre le mois de janvier et le mois septembre 2013, cette

épargne a augmenté de 32 milliards d'euros (soit 12 milliards d'euros de plus que sur l'ensemble de l'année 2011). Il s'agit du seul placement financier dont la progression en 2013 est plus forte qu'en 2012. À compter de 2014, nous bénéficierons d'un nouveau produit créé par la réforme de l'assurance-vie adoptée par le Parlement au mois de décembre dernier, celui-ci devrait drainer une partie de l'épargne des ménages vers la détention d'actions. De plus, avec le nouveau contrat « génération », il est question de financer les PME et les entreprises de taille intermédiaire.

Néanmoins, l'apport de fonds des nouveaux contrats satisfera une faible partie des besoins de financement des entreprises françaises. C'est la raison pour laquelle il est essentiel que les banques disposent de compléments de ressources à bon marché, pour pouvoir en faire bénéficier les emprunteurs – particulièrement dans la situation actuelle de reprise économique fragile.

Nous devons donc nous assurer que la politique monétaire de la Banque centrale européenne puisse être répercutée dans le taux des crédits.

Les placements bancaires atteignent 1 240 milliards d'euros et représentent une source de financement très

Ancien élève de l'École nationale d'administration, Christian Noyer est gouverneur de la Banque de France depuis 2003. Il est, à ce titre membre du Conseil des gouverneurs et du conseil général de la Banque centrale européenne (BCE) dont il a été vice-président de 1998 à 2002. Il est aussi président de la Banque des règlements internationaux (BRI) et gouverneur suppléant du Fonds monétaire international. En tant que gouverneur de la Banque de France, Christian Noyer est président de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution et président du conseil de surveillance de l'Institut d'émission des départements d'Outre-mer (IEDOM) et du conseil de surveillance de l'Institut d'émission d'Outre-mer (IEOM). Son expérience européenne et internationale inclut plusieurs années de participation au Comité monétaire européen, la position de suppléant du ministre des finances à l'OCDE, au G7 et au G10, celle de gouverneur suppléant au FMI et à la Banque mondiale, ainsi que la présidence du Club de Paris de 1993 à 1997. Christian Noyer a été directeur du Trésor de 1993 à 1995 après y avoir exercé différentes fonctions. Durant sa carrière, il a été également conseiller au cabinet d'Édouard Balladur, alors ministre des Finances, en 1986-1988, et directeur de cabinet de deux autres ministres des Finances, d'Edmond Alphandéry en 1993 et Jean Arthuis en 1995-1997.

« Nous devons donc nous assurer que la politique monétaire de la Banque centrale européenne puisse être répercutée dans le taux des crédits »,

importante pour les entreprises. En réalité, ces ressources sont souvent trop coûteuses en France, car les trois quarts de ces placements se composent de dépôts dont les taux de rémunération sont réglementés : le Livret A, le Livret de développement durable (LDD), le Compte d'épargne logement, etc. Ainsi, à titre d'exemple, les taux de rémunération du Livret A et du LDD coûtent à eux seuls 360 milliards d'euros à la fin du mois de décembre 2013. Ceci dit, au début de l'année 2014, leurs taux se situent à un niveau bien supérieur à celui du refinancement de l'euro-système.

En outre, ces taux dépassent largement ceux des Livrets qui sont rémunérés pour des motifs commerciaux évidents. Leurs niveaux élevés continuent donc, en réalité, à renchérir une partie des ressources bancaires et *in fine* se répercuteraient sur le coût du crédit.

Les ménages détiennent également des dépôts à terme, principalement sous la forme de Plans d'épargne logement (PEL). Ces derniers, dont la rémunération est réglementée (autour de 2,5 %, indépendamment du coût du marché), ont davantage attiré l'épargne des ménages en 2013 ; en influant sur la capitalisation des intérêts, leur encours a progressé de 9,5 milliards d'euros, ce qui n'est pas surprenant, dans la mesure où les fonds déposés sur les PEL sont bloqués pour seulement deux ans et échappent ainsi à l'impôt sur le revenu – ce qui n'est pas le cas des intérêts obligataires. Les épargnants ont donc agi de façon rationnelle en privilégiant ces dépôts à terme.

Les ménages détiennent également des dépôts à terme, principalement sous la forme de Plans d'épargne logement (PEL). Ces derniers, dont la rémunération est réglementée et qui sont à près de 2,5 %, indépendamment du coût du marché, ont davantage attiré l'épargne des ménages en 2013 ; en influant sur la

capitalisation des intérêts, le recours a progressé de 9,5 milliards d'euros, ce qui n'est pas surprenant, dans la mesure où les fonds déposés sur les PEL sont bloqués pour seulement deux ans et échappent ainsi aux impôts sur le revenu – ce qui n'est pas le cas des intérêts obligataires. Les épargnants ont donc agi de façon rationnelle en privilégiant ces dépôts à terme.

Enfin, les ménages détiennent des titres, principalement sous deux formes : celle de parts de PCBE non monétaires et celle d'actions, pour un montant total au deuxième trimestre 2013 de 1 250 milliards d'euros.

Dans ce domaine, la création, au 1^{er} janvier 2014, du PEA/PME, qui implique le relèvement du plafonnement du PEA, pourrait participer au financement sous la forme de fonds propres. C'est évidemment une évolution qu'il faut soutenir.

Toutes ces initiatives, et d'autres concernant la croissance, la compétitivité et l'emploi, devraient faciliter le financement des entreprises et contribuer à accroître l'investissement, conditions nécessaires pour la reprise de la croissance économique.

Outre les effets bénéfiques qu'elles devraient avoir sur le coût du travail et sur la productivité des entreprises, de telles mesures peuvent contribuer à restaurer la marge des entreprises et, donc, à améliorer leur capacité à investir, souci capital pour le développement de la croissance et de l'emploi.

Dans ce contexte global que je viens de décrire à très grands traits et qui est spécifique à la France, il me semble pertinent de poursuivre la réflexion sur la question de l'épargne en posant les conditions de son efficacité suivant quatre objectifs.

« Nous devons donc nous assurer que la politique monétaire de la Banque centrale européenne puisse être répercutée dans le taux des crédits »,

Le premier consiste à orienter une plus grande partie des placements des ménages dans le financement de l'investissement, afin que les entreprises innovantes françaises puissent être plus compétitives à l'échelle mondiale.

Le deuxième objectif consiste à permettre au système bancaire d'assurer, dans les années à venir, son rôle d'intermédiation au service de l'économie, dans un contexte qui est celui de normes internationales, et donc européennes, qui les conduisent à améliorer le rapport entre les crédits et les dépôts.

Le troisième objectif consiste à assurer l'efficacité des recettes de la fiscalité, avec une juste rémunération de l'épargne des ménages, qui soit fonction de la durée des placements et du risque encouru, comme cela est déjà le cas dans tous les grands pays européens. La fiscalité actuelle est inversée, en ce qu'elle privilégie l'absence de risque. Avec le vieillissement de la population, qui sera certes moins prononcé en France que dans les autres pays européens, une bonne utilisation de l'épargne constituera un vrai levier de la croissance économique.

Le quatrième objectif est de permettre l'atteinte de l'objectif monétaire de la BCE, en réduisant les contrats de ces transmissions que constituent les réglementations effectives des taux d'intérêt, dont nous pouvons d'ailleurs nous demander si elles sont bien conformes aux règles de l'Union monétaire...

Concilier ces quatre objectifs semble être à la fois possible et souhaitable. Ceci souligne l'utilité et le mérite de cette Rencontre parlementaire sur l'épargne. Je suis très heureux que vous m'ayez invité à y participer. Je vous en remercie.

CHARLES DE COURSON

Merci monsieur le Gouverneur, je vous remercie de cette intervention. Votre conclusion était riche en critiques explicites du système existant.

JEAN BERTHON

Monsieur le Gouverneur, il a été fait récemment état dans la presse de la possibilité, voire parfois de la nécessité, de taxer l'épargne disponible des ménages dans les pays qui n'arrivent pas à redresser leur capacité d'autofinancement. Il s'agit selon moi d'une incitation à la fraude fiscale. J'aimerais savoir quelle est votre position à ce sujet.

CHRISTIAN NOYER

Il s'agit d'une information que j'ai découverte dans la presse comme vous. L'Eurosystème a procédé, au cours de l'année 2013, à une étude sur le patrimoine financier dans les différents pays. Cette étude, qui a été publiée et qui a trouvé des échos dans la presse, aboutit à la conclusion que le patrimoine financier moyen des ménages dans ces différents pays ne correspondrait pas à l'idée que nous nous en faisons en général : il apparaît comme étant plus important dans certains pays « périphériques ». La conclusion potentielle montrait que ces pays n'auraient ainsi pas tant besoin de plans d'aides, pouvant financer leurs économies grâce à leur patrimoine financier plutôt que grâce aux fonds européens. La Bundesbank a repris à son compte cette étude réalisée par des chercheurs en science économique. Je voudrais, pour ma part, rester prudent là-dessus. Ce que je souhaiterais simplement souligner, c'est que l'étude réalisée l'an dernier ne dégage pas de vérité absolue et mériterait d'être nuancée par des travaux complémentaires, dans la mesure où elle adopte un certain nombre de

*« Le problème de la France réside dans le manque de terrains constructibles aux bons endroits, c'est-à-dire dans les zones qui souffrent d'insuffisance de logements par rapport à la population qui voudrait se loger »,
Christian Noyer*

présupposés qui ne sont pas forcément vérifiés. À propos de ce genre d'études, il faut toujours rester très prudent avant d'en tirer des conséquences radicales. Cependant, l'idée qui subsiste, et qui, il me semble, a été en partie mise en œuvre via une décision européenne, est que le besoin d'aide de la part d'un État doit faire d'abord suite à des coupes dans les dépenses et à une augmentation de ses recettes. Tous les pays qui bénéficient du programme d'aides du FMI et de l'Europe ont procédé à des ajustements budgétaires très vigoureux, des ajustements dont nous n'avons fort probablement pas idée en France.

FRANÇOIS SCHELLER, député du Val-d'Oise

Monsieur le Gouverneur, nous constatons depuis des décennies que notre pays souffre d'une grave crise du logement. L'offre de logements est tout à fait insuffisante par rapport à la demande et aux besoins, ce qui entraîne un problème d'accès, que ce soit pour le logement ou pour l'acquisition. Auriez-vous un moyen pour faire en sorte qu'une partie de l'épargne s'oriente davantage encore vers le financement du logement, dont nous avons grand besoin ?

CHRISTIAN NOYER

De mon point de vue, le problème de la France n'est ni un problème d'incitation fiscale, ni un problème de disponibilité de l'épargne (qu'elle soit publique ou privée, qu'elle soit centralisée dans les banques pour le financement des prêts hypothécaires ou non) ; le problème de la France réside dans le manque de terrains constructibles aux bons endroits, c'est-à-dire dans les zones qui souffrent d'insuffisance de logements par rapport à la population qui voudrait se loger. L'autre problème de la France est la complexité des réglementations ; celle-ci a deux effets : premièrement, elle ralentit

énormément le démarrage des constructions (par rapport à nos partenaires européens, il existe un énorme écart) ; deuxièmement, cette complexité réglementaire renchérit fortement le prix du logement. Nous avons des mécanismes propres qui sont tels que le financement du secteur social est « déformé » : la France, pour des raisons plus ou moins compréhensibles, empêche la politique monétaire agressive de la BCE de se transmettre efficacement à l'économie française – il s'agit là d'un facteur supplémentaire de renchérissement. Si nous avons une capacité à générer de l'offre facilement, si le problème n'était pas le manque d'espaces constructibles et la complexité des réglementations, si le problème était celui de la motivation des constructeurs, à ce moment-là, les incitations fiscales auraient eu un effet. Or, dans le domaine du logement, marqué par la rareté et la complexité, les incitations fiscales ont tendance à se traduire par des augmentations de prix, profitant intégralement aux titulaires de rentes et pas du tout à la construction de logements supplémentaires. Économiquement, il faut d'abord résoudre le problème spécifiquement français.

DE LA SALLE

Monsieur le Gouverneur, concernant la relance de la titrisation, la Banque de France travaille de manière orientée sur ce sujet. Est-ce que vous pouvez énoncer votre vision de la réforme qui se dessine sur ce point ?

CHRISTIAN NOYER

Concernant la titrisation, il existe deux étapes différentes. La première étape, sur laquelle nous avons beaucoup travaillé avec des banques étrangères, est sur le point d'aboutir : il s'agit de créer un véhicule de refinancement des crédits aux PME et aux entreprises

*« La titrisation sera sans doute nécessaire pour disposer de fonds supplémentaires »,
Éric Alauzet*

intermédiaires, qui resterait dans le giron des banques. Il s'agit en fait de fournir un produit de placements attractifs qui soient sécurisés par les produits aux TPE et ETI. Les obligations foncières sont sécurisées par les prêts hypothécaires pour faciliter le financement de prêts à long terme aux entreprises ; les banques françaises ont un déficit structurel de dépôts pour financer les TPE et les entreprises intermédiaires. Pour nous, c'est donc une façon d'attirer de l'épargne, qu'elle soit détenue par les ménages ou par les assurances. Nous avons la chance d'avoir, en France, une Banque centrale qui note les entreprises sur une large échelle, dans une mesure beaucoup plus importante que dans d'autres pays européens, comme l'Allemagne. Nous avons la capacité de faire des instruments parfaitement clairs. Le deuxième élément sur lequel il faut que nous réfléchissions concerne la vraie titrisation de fonds communs de créances, qui permettrait de sortir un certain nombre de crédits du bilan des banques. Cela ne sera possible que si ces instruments répondent aux normes existantes, en étant homogènes, transparents, parfaitement clairs et avec un risque objectivement mesurable. Les règles doivent être claires. La surveillance doit être continue ; en France, la surveillance des instruments de marché est réalisée par l'AMF. Il se peut que nous ayons besoin de ces instruments, car nous avons en France moins de dépôts que de crédits, ce qui est rare dans d'autres pays comparables ; les banques ont donc besoin de ressources de long terme pour financer de l'investissement à long terme ou pour sortir une fraction de crédits. Cela justifie le choix du Gouvernement sur la loi bancaire de maintenir la tenue du marché dans les activités normales des banques : celles-ci doivent accompagner les entreprises vers le marché. Sinon, nous serons face à un défaut de

financement grave. Demain, il se peut que nous ayons une forte croissance ; il se pourra alors que les banques aient besoin de mettre sur le marché un peu de crédits diffusés (des crédits immobiliers, sans doute, dans la mesure où ils constituent des placements homogènes, transparents, réglementés et surveillés).

ÉRIC ALAUZET, député du Doubs

La titrisation sera sans doute nécessaire pour disposer de fonds supplémentaires. Si cette titrisation arrive, les fonds seront mobilisés de façon importante or les banques n'ont pas forcément de disponibilités. Il existe une apparente contradiction entre les normes financières qui ont été mises en œuvre il y a quelques années, et qui se durcissent (sur la liquidité, notamment, ou les capitaux), d'une part, et ce mouvement de déconsolidation en dehors du bilan, vers des fonds non soumis à ces normes financières, de l'autre. Comment pouvez-vous nous rassurer sur cette question ?

CHRISTIAN NOYER

L'idée fondamentale est que les crédits de long terme doivent être financés par des ressources de long terme ou par des dépôts (je l'ai déjà dit tout à l'heure : en France, nous avons moins de dépôts qu'ailleurs). C'est nécessaire pour pouvoir éviter de se retrouver dans la situation qu'ont connue des pays où trop d'engagements à long terme étaient financés par des dépôts à court terme pour sortir d'une crise : les banques se sont alors retrouvées en manque de liquidité. Nous nous trouvons en fait dans une situation particulière, car notre assurance-vie est très développée ; les assureurs prêtent aux banques ; lorsqu'il s'agit de titres à court terme, le financement n'est alors pas stable. Les normes futures conduiront les banques à ne pas offrir de crédits d'investissement

*« Nous ne pouvons pas avoir à la fois une politique monétaire indépendante et un taux de changes fixe »,
Christian Noyer*

aux entreprises à travers des refinancements à court terme de la part des compagnies d'assurance-vie. Notre forte base d'assurance-vie sera soumise aux contraintes de Solvency 2. De plus, étant donné la structure de notre épargne règlementée, liée à notre volonté de parvenir à un excédent de ressources par rapport aux besoins, nous avons créé une fuite dans le système : des dépôts ne sont pas utilisés pour le financement du logement social ou celui de la politique de la ville, mais ils sont en réserve de liquidité à la Caisse des dépôts ; les prêts qu'octroie cette Caisse aux banques sont des prêts de marché monétaire, qui sont considérés comme étant des sources de financement non stables. Nous avons donc des fuites dans le calcul des équilibres de bilans. Pour que les banques puissent émettre des titres longs, il faut qu'elles trouvent des souscripteurs (des compagnies d'assurance) ; ou alors les compagnies d'assurance peuvent directement souscrire des APS, ce qui constitue une façon, pour elles, de financer des entreprises ; cela pourrait cependant être un moyen d'éviter les ratios. Aller dans cette direction nécessite donc de disposer d'instruments clairs, transparents et homogènes.

ANDRÉ BABEAU

En ce qui concerne l'épargne des ménages, nous enregistrons un flux de comptabilité nationale autour de 200 milliards d'euros, dont 60 milliards correspondent au remboursement d'emprunt des ménages. Pourquoi les banques centrales ne publient-elles pas d'informations sur ce remboursement ?

CHRISTIAN NOYER

Votre question est intéressante. Nous avons tendance à publier le brut mis à disposition des crédits, et le net, sachant qu'en France, la situation est compliquée par le fait que certains remboursent pour réemprunter. Il est difficile de distinguer

ce qui est vraiment du remboursement de ce qui est une forme d'épargne nouvelle.

JEAN-PAUL BETBÈZE

Monsieur le Gouverneur, je me permets de poser une question qui ne concerne peut-être pas tout à fait le sujet qui nous rassemble aujourd'hui, mais je voudrais saisir l'occasion de votre présence pour vous demander comment vous envisagez une politique des changes.

CHRISTIAN NOYER

Depuis les années 1970, le système mondial est un système de changes flottants. Nous ne pouvons pas avoir à la fois une politique monétaire indépendante et un taux de changes fixe. Nous avons connu une exception en ce qui concerne les relations entre pays européens, pendant la période précédant la mise en place de la monnaie unique. Les Français pouvaient avoir l'impression d'évoluer dans un système de changes fixes, mais les Allemands n'avaient pas du tout cette impression : depuis les années 1970, ils se comparent aux autres monnaies mondiales, en considérant qu'il y a des fluctuations. Bien entendu, les grands pays industrialisés ont toujours essayé d'éviter les fluctuations totalement anormales et trop brutales (le G7 tenta ainsi de corriger des taux de change aberrants par des prises de position fermes). Je pense qu'il n'existe pas de politique de change, ni aux États-Unis, ni dans la Zone euro, ni au Royaume-Uni, ni au Japon, etc. Pour avoir une politique de changes structurée, il faut imposer des restrictions aux mouvements de capitaux, comme le fait la Chine – qui a néanmoins adopté un processus de libéralisation devant conduire à libérer les mouvements de ses capitaux afin d'internationaliser sa monnaie. Ensuite, bien entendu, le taux de changes est influencé par un certain nombre d'éléments, dont la balance des paiements (qui peut être excédentaire ou déficitaire), la vigueur de la croissance et

*« Je pense que dans le secteur du logement les taux d'intérêts doivent refléter le coût des ressources et la marge dont les banques ont besoin pour pouvoir constituer les fonds propres nécessaires »,
Christian Noyer*

la rentabilité des économies. En outre, les politiques monétaires exercent une certaine influence sur les taux de changes. Les banques centrales prennent en compte les objectifs constitutionnels de leurs États, dans la mesure où la variation de changes a un impact sur l'évolution des prix; nous sommes donc conduits à prendre en compte la variation des changes. Le taux d'inflation dans la Zone euro est faible par rapport à l'objectif défini; il est donc évident que toute appréciation du taux de changes de l'euro serait susceptible de rejoindre la zone de stabilité de prix que nous visons.

DE LA SALLE

L'indépendance des banques centrales – elles qui interviennent dans l'achat de titres d'États – n'a-t-elle pas été mise entre parenthèses? Les politiques monétaires ne seront-elles pas contraintes par la nécessité de désendetter les États?

CHRISTIAN NOYER

Ce n'est pas mon sentiment. Les Banques centrales ayant choisi de mener un programme d'achats de titres sur le marché n'ont pas été poussées ou influencées par leurs gouvernements. Elles le font car cela leur a paru être le meilleur instrument, dans les conditions de fonctionnement de leurs économies, pour atteindre leurs objectifs de restauration de la stabilité des prix. N'oublions pas qu'aux États-Unis, l'économie est largement financée par le marché; pour influencer le coût du crédit, le gouvernement américain a voulu intervenir sur le marché des titres pour refinancer les banques. Ce gouvernement a privilégié les marchés les plus liquides, en pensant que les marchés moins liquides suivraient la tendance impulsée. Dans les programmes beaucoup moins importants que nous avons conclus par la suite dans la Zone euro, avec le programme de rachat d'obligations, nous avons choisi également les deux

compartiments de marché les plus liquides. Si ces programmes s'arrêtaient, cela compliquerait le financement des États. Nous visons un retour de l'inflation proche de 2 % *via* les recettes naturelles des États.

PIERRE BERNARD-REYMOND, sénateur des Hautes-Alpes

Que pensez-vous de l'interprétation négative de la presse concernant vos propos relatifs au financement des logements par la titrisation?

CHRISTIAN NOYER

Je pense que dans le secteur du logement les taux d'intérêts doivent refléter le coût des ressources et la marge dont les banques ont besoin pour pouvoir constituer les fonds propres nécessaires (afin de faire face aux charges fiscales, de rémunérer les collaborateurs, etc.). Il est de la responsabilité des Banques centrales de fixer les taux de marché au bon niveau; cela fonctionnera d'autant mieux qu'il y aura peu d'interférences de la part d'autres autorités sur le jeu naturel des taux d'intérêt. Les conditions de fixation des taux de la Banque centrale et les mécanismes de transmission de ces taux aux acteurs du marché doivent être ajustés, afin que nous disposions d'un taux permettant un financement optimal de l'activité économique. Les taux doivent s'établir à un niveau normal. Si les taux de marché sont tels qu'ils ne reflètent pas le financement de marché, ce financement est à perte et n'est pas sain, car les banques chercheront à compenser la vente à perte de ce produit par la sur-rémunération d'un autre produit.

DOMINIQUE LEFEBVRE

Le rapport relatif au patrimoine a montré l'existence d'une divergence entre l'évolution en volume et en valeur du patrimoine financier immobilier; il existe néanmoins un déficit de logements, avec une valorisation excessive du patrimoine.

Dans l'agenda parlementaire, nous avons discuté de ce sujet et nous avons voté la loi sur la régulation bancaire ; en début de semaine, j'ai été alerté par la lecture d'articles de journaux faisant état des propositions d'un commissaire européen allant plus loin dans la régulation bancaire.

CHARLES DE COURSON

Monsieur le Gouverneur, avant de vous donner la parole, je souhaiterais rappeler que l'opposition est diverse et que les critiques de la loi votée provenaient de plusieurs courants.

CHRISTIAN NOYER

Je pense que dans ce domaine, le plus important est la qualité de la supervision. Personne ne conteste le fait que les banques doivent être capables de gérer le risque : c'est même un devoir. Pour gérer le risque – par exemple, le risque de transformation – il faut être capable d'ajuster son actif et son passif pour réduire le risque de transformation. Personne ne conteste cela. C'est précisément dans l'entité qui gérait le risque de la dette américaine qu'un scandale a éclaté l'été dernier, ayant provoqué un certain nombre de réactions. La vraie façon de réduire le risque consiste à assurer une bonne qualité de supervision. Ceci étant dit, je considère que les textes législatifs qui ont été votés en France et en Allemagne sont optimaux. Ils ont fondamentalement la même philosophie que la règle Volker aux États-Unis. Ce sont des textes équilibrés, visant durablement une forte réduction des risques, et gardant dans le bilan des banques les activités qui sont nécessaires au financement de l'économie. Pour que les petites et moyennes entreprises puissent avoir accès au marché financier, il est indispensable que les banques

continuent à accompagner les sociétés sur le marché. Le Parlement belge discute en ce moment d'une loi ayant la même teneur que les textes votés en France et en Allemagne. Les critiques émises par le commissaire européen sont irresponsables et contraires aux intérêts de l'économie européenne. J'espère que la Commission européenne ne suivra pas ces critiques.

DE LA SALLE

Personne n'a encore posé la question de la modification du contrôle des banques. Sous les auspices de la BCE, les grandes banques vont être contrôlées : qu'est-ce que cela changera ?

CHRISTIAN NOYER

Nous allons évoluer vers un système de type fédéral qui surveillera les banques et s'assurera que la façon dont nous contrôlons, interprétons et mettons en œuvre les règles soit homogène en Europe. Ce contrôle et cette surveillance s'effectueront grâce à des équipes de supervision. Le Conseil de supervision aura voix sur la manière dont les règles sont appliquées dans toutes les banques de la Zone euro. Si nous voulons que notre économie soit réactive, la transmission entre les systèmes bancaires doit être identique.

CHARLES DE COURSON

Monsieur le Gouverneur, je vous remercie pour vos réponses. Je vous remercie tous pour votre présence et pour les questions que vous avez posées.

*« Les critiques émises par le commissaire européen sont irresponsables et contraires aux intérêts de l'économie européenne. J'espère que la Commission européenne ne suivra pas ces critiques »,
Christian Noyer*