

ENTRETIEN AVEC ROBERT LION

DIRECTEUR GÉNÉRAL DE LA CAISSE DES DÉPÔTS ET CONSIGNATIONS

*« La notion de foi publique demeure
un objectif pour l'Europe de demain »*

REF : *Vous êtes un observateur attentif des flux d'épargne. Selon vous, quels sont les grands mouvements que l'unification européenne peut provoquer en la matière ?*

Robert Lion : Les années quatre-vingt ont été marquées, à l'échelle mondiale, par de profonds déséquilibres entre l'épargne et l'investissement. Le Japon et, dans une moindre mesure, l'ex-RFA ont, en réalité, financé le reste du monde, autant dire les déficits courants des Etats-Unis. A la fin de cette dernière décennie, l'allocation mondiale de l'épargne s'était ainsi orientée vers un schéma selon lequel, d'une part, l'excédent courant japonais compensait le déficit américain et, d'autre part, l'Europe de l'Ouest obtenait un équilibre global sans excédents notables.

287

Les années quatre-vingt-dix se présentent autrement. D'abord, depuis la réunification, l'Allemagne a cessé de dégager des excédents courants massifs, l'effort de reconstruction de la partie orientale mobilisant l'essentiel de l'excédent d'épargne de la zone occidentale. Je pense que le retour de l'Allemagne aux excédents d'antan n'est pas pour demain.

En second lieu, les pays du sud de l'Europe, essentiellement l'Italie et l'Espagne, dont les situations économiques respectives sont par ailleurs assez contrastées, connaissent une dégradation rapide de leur position extérieure. Le déficit des paiements courants global pour ces deux pays atteignait quelque 37 milliards de dollars en 1991, contre seulement 1,5 milliard quatre ans plus tôt. A titre de comparaison, je vous rappelle que l'excédent japonais s'établissait à 78 milliards de dollars en 1991.

Troisième point : l'évolution récente de l'Europe centrale et orientale et de l'ex-URSS nécessitera dans les prochaines années un effort considérable de financement, auquel les Européens ne pourront rester indifférents.

Il faut donc être conscient du fait que, dans les années à venir, l'Europe au sens large ne pourra pas dégager une épargne nette positive. A terme

cependant, si, comme je l'espère, l'Union économique et monétaire suscite, à la fois une gestion économique et financière saine, une compétitivité accrue, et un regain de croissance, la Communauté devrait connaître à nouveau des excédents d'épargne.

— *Estimez-vous cependant envisageable une réallocation européenne de l'épargne ?*

— Dans bien des domaines, l'unification européenne constitue un objectif de long terme. C'est, à mon sens, le cas pour ce qui concerne les comportements d'épargne.

Même si les comparaisons chiffrées restent délicates, on voit que les niveaux d'épargne sont disparates. Les pays du sud de l'Europe, à l'exception de l'Espagne, connaissent des taux d'épargne élevés, parfois supérieurs à 20 %. Inversement, les ménages britanniques ou néerlandais épargnent peu en comparaison de leurs voisins. Mais l'affectation de l'épargne est également très différente d'un pays à l'autre. Suivant une sorte de modèle anglo-saxon, on voit au Royaume-Uni le portefeuille financier des ménages investi, pour plus de la moitié, en produits d'assurance et en fonds de pension, la part des dépôts bancaires étant très limitée. Les Espagnols restent massivement, pour plus de 60 % de leurs placements, favorables à ces dépôts, il est vrai très fortement rémunérés. En Italie, la préférence va aux dépôts bancaires et, de manière particulièrement accentuée, à la détention de titres obligataires publics. Quant à la France, elle a connu, nous le savons bien, un fort recul des placements intermédiés — dépôts à vue et livrets — et un développement tant des placements de marché — SICAV, etc. — que de l'assurance-vie ; mais les fonds de pension y demeurent presque inexistantes.

Sur ces bases contrastées, et pour répondre à votre question, une réallocation européenne de l'épargne ne peut être que très progressive en raison de la lenteur des modifications des comportements nationaux. Un changement, même marginal, dégagera, cependant, d'importants marchés de produits d'épargne pour des établissements souhaitant développer leurs activités hors des frontières nationales — à condition qu'ils adaptent leur offre à chaque pays ; je crois en effet que modes de placement et cultures nationales sont liés, et que ceci limitera longtemps, même dans l'Europe unie, la délocalisation massive de l'épargne.

— *Ne pensez-vous pas que la concurrence accrue des places financières risque précisément de relancer le débat sur la délocalisation de l'épargne ?*

— Comme dans les autres domaines de l'activité économique et financière, l'unification européenne va évidemment bouleverser le marché des produits d'épargne. Les nouveaux produits de l'avenir ne profiteront pas

nécessairement aux établissements financiers nationaux, qui ne s'y trouveront pas toujours les mieux préparés, en comparaison de leurs concurrents étrangers. Le poids des dettes publiques et la capacité des Etats à les financer sur le marché de l'écu, c'est-à-dire sur le marché financier européen, joueront un rôle primordial. S'agissant de la concurrence entre les places financières, interviendront de multiples facteurs comme leur capacité, fort différenciée, dans les domaines de l'assurance et des fonds de pension, le niveau de sécurité et de déontologie, bien entendu la dimension et le professionnalisme de départ, à coup sûr la localisation de la Banque centrale européenne.

Mais deux facteurs contribueront à atténuer les mouvements de capitaux ou les investissements vers des produits conçus dans un autre pays. D'abord, un certain esprit à la fois sécuritaire et casanier, qui laissera longtemps un handicap positif aux placements correspondant aux habitudes nationales ; ainsi la France a-t-elle grossi de manière phantasmique l'avantage des SICAV de capitalisation luxembourgeoises quand elle a instauré, pour ses propres SICAV monétaires, une fiscalité outrageusement favorable ; je ne crois pas que les ménages français auraient très massivement souscrit à ces produits luxembourgeois ; la dissuasion fiscale était donc excessive et c'est à juste titre que, deux ans plus tard, nous tentons de calmer le jeu en réduisant les avantages accordés à nos SICAV.

En second lieu, l'achèvement de l'U.E.M. conduira à une sorte de convergence des rendements des différents produits, comme des taux d'intérêt, de la fiscalité ou des garanties ; ceci atténuera, pour les ménages, l'incitation à préférer des placements dans un autre pays européen.

289

— *Compte tenu à la fois de ce que vous venez de dire sur l'épargne et des critères de convergence vers la monnaie unique, craignez-vous, de la part de certains pays, un recours exagéré à la débudgétisation ?*

— C'est vrai que derrière les déséquilibres épargne/investissement existant au sein de l'Europe, on retrouve en partie une situation contrastée quant aux déficits budgétaires ou aux dettes publiques des divers pays européens. La situation de départ est bien connue, la France et le Luxembourg étant, pour l'heure, les deux seuls pays à satisfaire les critères de Maastricht. A l'horizon des quatre prochaines années, un effort, parfois considérable, devra être entrepris dans les autres pays, qui visera à réduire, soit la dette publique pour la Belgique, l'Italie et l'Irlande, soit le déficit public pour le Royaume-Uni, l'Espagne, l'Allemagne et à nouveau l'Italie. Il n'est pas impossible que certains d'entre eux soient tentés de débudgétiser une partie de leurs charges traditionnelles.

Des modes de financement extra-budgétaires devraient alors être mis en place, qui pourraient mettre à contribution les marchés financiers au détriment de la détente sur les taux d'intérêt, ainsi que les institutions

financières ayant acquis historiquement un savoir-faire en la matière.

Pourtant, on ne peut exclure que, paradoxalement, la banalisation et l'uniformisation des produits d'épargne à rendement élevé dans la zone européenne oblige à une large budgétisation, ou re-budgétisation de financements aidés qui relèvent de la mission publique ! C'est clair en France, sur un créneau que je connais bien : le recul des livrets d'épargne et l'appel inévitable au marché pour financer le logement social entraînera soit l'arrêt de la construction des logements locatifs sociaux, soit la rebudgétisation partielle de leur financement.

Ceci suggère une brève méditation rétrospective : la débudgétisation des années 1960 et 1970 a été facilitée par le fait qu'en dépit d'une forte inflation, l'épargne des ménages acceptait alors une faible rémunération. L'inflation étant maîtrisée, les particuliers souhaitent désormais un rendement réel élevé pour leurs placements. Les solutions-miracle — pour l'Etat, pour la collectivité — qui ont duré vingt ans pourraient bien toucher à leur fin.

— *Vous êtes un ardent défenseur de la foi publique. Cette vieille notion, chère à la Caisse des dépôts, a-t-elle un avenir européen ?*

290

— Nous vivons dans un monde où la confiance dans les institutions publiques et les rouages économiques est ébréchée de toutes parts, particulièrement dans le secteur de la finance. Il y a ainsi une sorte de « crise de la foi publique » en Europe, aux Etats-Unis, au Japon. Le fait qu'il y ait eu beaucoup d'épargnants échaudés explique pour une bonne part l'épargne délaissée, son hésitation à s'investir dans le long terme, le crédit public parfois lézardé. Assurément, cette notion de foi publique, qui nous vient de l'Europe antique, demeure un objectif pour l'Europe de demain. Rendre à la foi publique sa légitimité, c'est-à-dire établir une pleine confiance dans les mécanismes financiers, ce sera faire œuvre utile pour la prospérité générale. L'Union européenne est une chance supplémentaire pour garantir la sécurité financière, comme elle l'est pour le maintien de la paix. La paix et la sécurité y compris la sécurité financière, reposent sur la confiance.

— *Vous insistez naturellement sur la confiance. Pensez-vous que cette vertu ait une influence sur l'épargne ?*

— Epargner, confier ses « économies » ou sa fortune à des institutions qui vont les faire fructifier, c'est effectuer un acte de foi : je retrouverai mon argent, il n'aura pas perdu sa valeur, il aura plus ou moins fructifié. Pas d'épargne sans confiance.

La notion de placement m'apparaît plus ouverte. Elle englobe l'épargne au sens le plus élémentaire, mais aussi l'investissement à risque, et même la spéculation. Les placements à risque sont naturels, dès lors que le jeu des

marchés y invite ; des formules innombrables sont proposées aujourd'hui — et ce n'est pas notre sujet ici.

En revanche, le placement hors risque n'est pas toujours facile. Or, il devrait être permis à chaque citoyen de placer tout ou partie des sommes qu'il peut épargner, à l'abri des aléas qui sont le lot des activités financières. Nous avons encore un tel système en France — à grande échelle puisqu'il réunit à ce jour plus de 650 milliards de francs de dépôts — avec le livret A qui est à la fois exempt d'impôts, assorti d'une rémunération réelle positive et pour lequel le risque de non-remboursement est nul ; des dispositifs comparables dans leur effet, toujours assortis d'avantages fiscaux, existent ailleurs. Prenons l'exemple de l'Allemagne, avant la réforme de la fiscalité de l'épargne, les particuliers allemands pouvaient investir dans les caisses d'épargne spécialisées dans les prêts au logement, dans les fonds de pension, et en assurance-vie ; bénéficiant de l'exonération fiscale.

Ces placements ont représentés en 1991 plus d'un quart de l'épargne financière totale. De plus, les dépôts à terme dans les banques (qui représentent aussi plus d'un quart de l'épargne) et dont les revenus étaient en théorie assujettis à l'impôt sur le revenu étaient dans les faits aussi exonérés puisque les intérêts versés n'étaient pas déclarés.

La réforme décidée à l'été 1992 met en place une retenue à la source de 30 % sur tous les revenus financiers. Cependant, l'existence d'abattements (de 6 000 à 12 000 DM par an) implique de fait, que 80 % des épargnants conserveront le bénéfice de l'exonération fiscale.

Ces avantages fiscaux me semblent légitimes. Il est en effet du devoir de chaque nation de permettre que des « dépôts de père de famille », assurant un revenu modeste mais offrant toutes les garanties, soient proposés à chaque ménage qui voudra mettre une fraction de son épargne à l'abri du risque. De tels systèmes devraient être un jour offerts à l'échelle communautaire, ce qui suggère un chantier à sa mesure pour l'Union économique et monétaire.

— *Vous ajoutez donc une large dimension éthique aux termes du Traité ?*

— Je constate une demande nouvelle de régulation dans la sphère financière ; elle est inspirée par une revendication sécuritaire pour l'épargne. En élevant le débat, il s'agit bien d'un appel à l'éthique.

En termes concrets, on observe, à l'échelle mondiale, une vague de re-régulation. La moralisation des opérations de marché donne lieu à des « déontologies de place » de plus en plus rigoureuses. L'information des épargnants est mieux contrôlée : l'information de place, les ratios, les index, les évaluations, la transparence, sont des objets auxquels s'attachent nombre d'institutions nationales et européennes, souvent dotées de pouvoirs quasi-judiciaires. La protection plus efficace des souscripteurs de contrats,

des investisseurs, des cotisants, des assurés, est également un thème actuel et communautaire. Voyez à quel point les mécanismes d'assurance des dépôts ont trouvé leurs limites, en particulier aux Etats-Unis où les déconfitures des dernières années, ricochant des fonds de garantie sur le budget de l'Etat, montrent que la sécurité ne s'achète pas par une cotisation. Le développement des fonds de pension ne peut plus envisager sans gardes-fous déontologiques susceptibles d'éviter les incidents rencontrés récemment en Grande-Bretagne.

La situation internationale accentue la nécessité de mieux établir la sécurité financière, en particulier les événements dans l'ex-URSS et dans les pays de l'Est. Au sortir de quarante ans de guerre froide, il faut ainsi penser le développement en termes non seulement économiques mais aussi éthiques. La vertu devrait être dans ces pays une valeur montante. Or elle s'y trouve généralement menacée, l'attrait du gain le plus trivial, sinon de la spéculation la plus condamnable — celle qui joue par exemple sur la pénurie — semblent gagner toujours de vitesse l'établissement, pour l'économie de marché, de règles du jeu,

— *Avez-vous une sorte de vision idéale de cette foi publique à l'échelle de l'Europe ?*

292

— Partons de ce que vous appelez une « vision idéale » et formulons un souhait que l'histoire permettra peut-être d'exaucer. Quand l'industrie est compétitive, quand les échanges extérieurs sont excédentaires, quand le déficit des comptes publics est maîtrisé et le recours de l'Etat à l'emprunt limité, quand la gestion de la dette maintient au plus haut le crédit de l'Etat, quand les agrégats monétaires sont sous contrôle et les taux d'intérêt pilotés avec pertinence, quand les marchés financiers sont sains et transparents, en même temps que dynamiques et attractifs, quand des règles de droit pérennes et claires gouvernent les activités financières, quand enfin, et ceci résulte pour l'essentiel de cela, l'inflation est jugulée, quand la monnaie est stable et réputée, on peut gager que la confiance règne.

Cela signifie en effet un climat de sécurité paisible pour l'épargne. A juste titre, nul ne nourrit de crainte pour les dépôts et les contrats d'assurance qu'il confie aux institutions et les contrats d'assurance qu'il confie aux institutions compétentes. C'est bien la communauté qui répond alors de la foi publique, par le « policy mix » qu'elle met en œuvre.

Or pareil paradis économique n'existe pas. On ne décrète pas la compétitivité, ni l'excédent commercial, ni le taux de change, etc. Surtout, on n'équilibre pas un budget sans une exceptionnelle assise politique ; on ne fait pas de bonnes finances sans bonne politique, et la bonne politique n'est pas... monnaie courante.

C'est pourtant cet ensemble subtil et contraignant de performances,

assorti d'un progrès constant dans la solidarité, qu'il faut viser. Et c'est ce que nous propose, à l'échelle communautaire, le traité de Maastricht. Dans le domaine que nous abordons ici, il a pour ambition d'établir un cercle vertueux entre une conduite politique courageuse et éclairée, ferme et acceptée, et la sécurité financière. Ceci contribuerait à bâtir un édifice économique européen qui devrait trouver alors naturellement sa clé de voûte, la confiance.