

Épargne vs investissement : épargner autrement

Yves Mathieu
Université Saint-Louis

Les contributions précédentes à cet ouvrage collectif ont abordé le thème de l'épargne traditionnelle, de manière large et sous des angles tout à fait différents. Il nous a cependant paru utile de retourner à l'origine de l'épargne, à l'époque où elle était destinée uniquement à l'investissement et de voir si une telle approche est encore possible de nos jours.

Avant toute chose, l'épargne, en tant que comportement, doit-elle être opposée à l'investissement ? Probablement pas, mais il est clair que son statut a évolué lors de l'apparition des métiers relatifs à l'intermédiation financière, en général prestés par les institutions financières.

En bref, nous pouvons dire aujourd'hui que l'épargne répond à trois motivations principales¹ :

- une épargne de précaution, pour faire face aux incertitudes à long terme ;
- une épargne de liquidité, pour faire face aux incertitudes à court terme ;
- une épargne d'accumulation, pour constituer un patrimoine personnel soit réel, soit financier.

¹ Clerc D, «L'épargne, entre vice et vertu», *Alternative Economique* 316, septembre 2012, pp. 56 à 58.

Si nous excluons tout phénomène de thésaurisation – cette dernière n'étant utilisée en général que pour spéculer ou en attente d'un investissement –, par le passé – c'est-à-dire avant l'époque des intermédiaires financiers –, l'épargne était principalement investissement.

L'apparition des institutions financières sous la forme que nous connaissons aujourd'hui – c'est-à-dire celles qui collectent les fonds (passif), octroient les crédits (actif) et prestent des services – a introduit progressivement un écart temporel entre le moment où l'agent économique ne consomme pas son revenu (en acceptant que l'épargne soit un revenu non consommé) et le moment où cette ressource est injectée dans l'économie réelle. L'objet de la réflexion qui suit n'est pas de relancer le débat sur le rôle de création de monnaie des institutions financières, ni d'aborder les théories économiques relatives à l'épargne (Marx, Keynes, Friedman, Hayek...), mais bien de constater qu'aujourd'hui, ce n'est plus l'épargnant qui décide de l'affectation de son épargne, s'il souhaite effectivement l'investir dans l'économie réelle.

En effet, à l'issue de la crise, le rapport du groupe d'experts de haut niveau sur la réforme structurelle du secteur bancaire qui furent mandatés par l'Union européenne (Rapport Liikanen) montre clairement que plus de la moitié des actifs des banques (donc l'emploi des ressources que constitue le passif, c'est-à-dire en partie les dépôts des épargnants) ne concerne pas l'économie réelle: 16% seulement des bilans des banques sont des prêts aux particuliers et 12% des prêts à des entreprises non financières. Est-ce bien acceptable aujourd'hui, dans le marasme économique que nous connaissons?

Pour être précis, rappelons aussi que le concept d'«économie réelle» doit s'entendre comme la sphère de l'activité économique uniquement concernée par la prestation de biens et de services (la ressource est transformée en quelque chose d'autre, marchandises, équipement, salaires, etc.), par opposition à celle concernée par la sphère financière (la ressource monétaire reste monétaire). D'autre part, les considérations qui vont suivre ne tiennent compte ni d'un impact fiscal quelconque – qui est souvent utilisé par les pouvoirs publics pour favoriser l'un ou l'autre

type d'épargne – ni d'éléments relatifs au rendement, considéré comme rejoignant les attentes des épargnants.

Y a-t-il dès lors moyen pour un citoyen lambda de se réapproprier, ne serait-ce qu'un tant soit peu, cette faculté de contribuer directement à l'économie réelle?

Que faire?

Que risque-t-on?

L'avantage majeur d'une épargne via le bilan d'une institution financière (donc un dépôt sur un compte, quelle que soit sa forme) est qu'elle permet d'éviter deux risques majeurs que l'investisseur direct va devoir appréhender : le risque de défaillance (ou risque de crédit) et le risque de liquidité (ou mobilisation de son épargne). À noter, pour être complet, que les institutions financières proposent également des produits qui peuvent être qualifiés de « hors bilan » – il s'agit en général de titres qui sont émis par des structures spécifiques créées dans ce but, telles que les fonds de placement ou autres véhicules d'épargne.

Sans revenir sur ce qui a été écrit par ailleurs dans cet ouvrage, l'épargne déposée auprès d'une institution réglementée est protégée contre sa défaillance, à concurrence de montants qui, pour le petit épargnant, peuvent être considérés comme confortables (100 000 €). Ce risque est donc pris en charge par la communauté. D'autre part, sauf circonstances tout à fait particulières, mais fort peu probables dans un environnement économique tel que celui de la Belgique, la liquidité des dépôts est également assurée, étant donné que les fonds disponibles sur les comptes bancaires sont accessibles en général immédiatement, tout en tenant compte d'une réglementation de plus en plus stricte vis-à-vis des transactions en « cash ». Les nouvelles réglementations internationales (principalement dites « de Bâle III ») veillent par ailleurs à ce que les banques disposent de liquidités suffisantes pour faire face à leurs obligations.

Les produits « hors bilan » offrent une certaine protection, qui peut cependant être considérée comme moindre que celle des produits bilan-

taires. Les titres peuvent être traités sur un marché secondaire (risque de liquidité), mais à un prix de marché dont la maîtrise échappe en général à l'épargnant traditionnel. À titre d'exemple, si vous avez un fonds commun de placement qui est investi en obligations d'État, et que les taux d'intérêt augmentent, la valeur de marché de ce fonds va diminuer. Par contre, il est vrai que l'émission de ce type de produits est soumise à certaines règles d'information qui sont surveillées par l'autorité de contrôle des marchés financiers: ces règles visent à réduire le risque que l'émetteur ne soit plus en mesure de rembourser l'investissement à l'échéance. En Belgique, cette autorité est la FSMA (*Financial Services and Markets Authority*).

Ces deux risques majeurs doivent en général être pris en considération dans les différents cas d'espèce qui se présentent aux candidats épargnants/investisseurs, tout en tenant compte du fait que se passer des intermédiaires financiers traditionnels ne peut s'envisager que de deux manières:

- soit en entrant directement en relation avec la contrepartie qui est en manque de fonds;
- soit en entrant indirectement en relation avec la contrepartie qui a besoin de fonds, par l'intermédiaire d'une structure spécialisée dans ce genre de transaction.

Afin d'harmoniser l'approche d'évaluation de ces risques, ils seront estimés selon deux paramètres classiques dans ce domaine, et en fonction de trois niveaux: faible, moyen et élevé. Le premier paramètre est celui de la probabilité de voir le risque se réaliser: probabilité faible, risque faible, probabilité élevée, risque élevé. Le second paramètre concerne la sévérité et il correspond à l'impact du risque sur la valeur de l'investissement, qui peut aller d'un impact limité (pour une évaluation du risque «faible») à une perte totale (pour une évaluation du risque «élevé»).

Relation directe

Bien entendu, le premier engagement dans l'économie réelle auquel il est permis de penser est celui que l'on va faire pour soi-même, soit en visant la constitution d'un patrimoine personnel, soit en développant une activité génératrice de revenus.

Dans cette configuration, il paraît peu opportun d'évoquer la problématique des risques, sachant que, d'une part, théoriquement, il est toujours possible à n'importe quel citoyen de réaliser ses actifs pour résoudre un problème de liquidité – même s'il apparaît que cela reste réellement théorique dans le cas des actifs professionnels. D'autre part, peut-on estimer que l'on a un risque de crédit vis-à-vis de soi-même, sauf à faire une distinction éventuelle entre le patrimoine privé et le patrimoine professionnel ?

Dans certains cas, des entrepreneurs (au sens large, c'est-à-dire des indépendants ou encore des micro-, petites et moyennes entreprises) peuvent faire un « appel public à l'épargne » qui, en fonction du nombre de personnes qui sont ciblées et du montant visé, doit faire l'objet d'un prospectus soumis à l'approbation de l'autorité de contrôle, la FSMA déjà évoquée plus haut. Techniquement, cet appel public peut prendre différentes formes, mais sera principalement le support à l'émission d'obligations ou d'actions/parts représentatives du capital social.

Quelle que soit la forme choisie par l'émetteur, tant le risque de liquidité que le risque de crédit peuvent être évalués comme élevés. Même si l'appel public à l'épargne fait l'objet d'un prospectus qui doit expliquer aussi bien le projet que les risques qui y sont liés, l'investisseur sera rarement à même de réaliser une analyse professionnelle des risques de crédit et de liquidité. Ce sera souvent un investissement fait d'instinct, soit parce que le projet lui-même plaît bien et « parle » à l'investisseur, soit parce que le promoteur du projet est l'une de ses connaissances qui est venue le solliciter. Il faut également noter que l'autorité de contrôle ne peut théoriquement se prononcer sur l'opportunité du projet qui fait l'objet du prospectus : seule une analyse technique de l'information est fournie.

En vogue à l'heure actuelle, la technique du financement participatif, mieux connue sous le nom de « *crowdfunding* » permet, et ce sous différentes formes, de supporter l'économie réelle via le financement (don, récompense, prêt – y compris le préfinancement – ou capital) de projets de petite et moyenne importance. Il est intéressant de voir que la Commission européenne s'intéresse à la question et à un encadrement harmonisé à lui donner. Cet intérêt montre que considérer l'épargne en tant qu'investissement immédiat dans l'économie réelle n'est pas dénué de sens. Localement, en Belgique, cette activité est également sous le contrôle de la FSMA.

Le problème de la liquidité est variable et dépend de la forme choisie entre celles évoquées ci-dessus (hormis le don, bien logiquement). Plus le projet financé s'inscrit dans le long terme, plus la liquidité de l'investissement sera faible (risque élevé) car les fonds seront difficilement exigibles avant le terme convenu. Et il est peu probable qu'il existe un quelconque marché secondaire qui permette à l'investisseur d'échanger son investissement, d'une manière ou d'une autre.

Le risque de défaillance dans le cadre du *crowdfunding* est élevé, car il n'est ni diversifié ni pris en charge par une structure intermédiaire (comme dans le cas d'une banque). Cependant, les dossiers qui sont proposés à l'investisseur via les plateformes spécialisées font l'objet d'une analyse détaillée avant d'être mis via leurs sites web spécialisés à la disposition des candidats potentiels, ce qui est un plus par rapport à une réponse directe à un appel public à l'épargne.

Semblables aux plateformes de *crowdfunding*, les *market places* spécialisées dans le support aux petites et moyennes entreprises commencent également à émerger: elles mettent en contact les principaux acteurs qui interviennent dans le financement des activités économiques de ce type d'entreprise, à savoir les entrepreneurs, les investisseurs et les conseillers spécialisés. Les montants d'investissement sont néanmoins plus importants que ceux traités dans le cadre du *crowdfunding*, mais l'approche risque reste cependant tout à fait comparable.

À ce stade, il est enfin intéressant de se poser la question de savoir si un investissement en actions via une Bourse spécialisée est un réel investissement dans l'économie réelle. Par rapport aux différentes formes évoquées ci-dessus, il faut tenir compte d'un effet de dilution de l'investissement, par rapport à l'importance du projet. Même dans ce qui est considéré comme petite capitalisation (« *small cap* »), le montant généralement accepté pour la capitalisation boursière varie entre 250 millions d'euros et 2 milliards d'euros, ce qui n'est pas rien, à comparer par exemple au maximum de 300 000 euros dans les projets financés via le *crowdfunding* et soumis à la législation belge. Si le risque de liquidité peut être considéré comme moyen, le risque de défaillance reste élevé, compte tenu du caractère général de *start-up* des entreprises qui sont cotées sur ce type de « petit » marché.

Quelle va, dès lors, être l'utilité réelle de l'investissement réalisé dans une *small cap*? À l'investisseur de juger s'il peut se forger une idée valable et acceptable quant à la réponse à cette question.

Relation via des structures de facilitation

Dans le cadre de cette contribution, le concept de « structure de facilitation » est à comprendre comme une institution qui se place entre l'investisseur et le bénéficiaire direct de l'investissement, sans prendre la forme d'une institution financière réglementée traditionnelle.

La première forme qui vient d'emblée à l'esprit, car elle est mondialement répandue, est celle des *credit unions*, terme que l'on pourrait traduire par « coopérative de crédit », quoique la signification du terme « *union* » soit celle de *syndicat*². Selon la définition donnée par le *World Council of Credit Unions* (WOCCU)³, il s'agit de coopératives financières

2 La forme de *credit union* n'existe pas dans la législation belge, quoique l'activité d'intermédiaire de crédit soit régie par une loi spécifique pour le crédit à la consommation.

3 www.woccu.org.

sans but lucratif détenues par leurs membres. À condition que ce type de véhicule existe dans le pays visé par l'investisseur, et vu la relation étroite qui existe entre les membres de la coopérative, qui sont les destinataires privilégiés des crédits qui sont octroyés, ceci peut être considéré, dans sa forme complète, comme un investissement dans l'économie réelle.

Les *credit unions* sont souvent réglementées, quoique de manière moins stricte que les banques traditionnelles, sauf si elles peuvent recevoir des fonds remboursables (des dépôts). Dans ce cas, elles sont souvent soumises aux mêmes exigences que les banques. Le niveau de risque de défaillance dépend, dès lors, en grande partie de cette réglementation. Il faut ajouter également que l'historique de l'institution est important : plus elle est ancienne, plus le risque sera réduit. Le risque peut dès lors s'inscrire dans une fourchette allant de « moyen » à « élevé ».

La liquidité dépend de l'instrument utilisé (investissement en capital, ou sous forme de prêt) et est en général soumise aux contraintes légales ainsi qu'aux règles internes de la coopérative. Il ne faut donc pas négliger que récupérer ses fonds n'est pas simple et prendra probablement du temps, plus spécifiquement dans le cas de remboursement de capital. Entre le moment de la demande et celui du remboursement, l'institution initialement en situation favorable peut se trouver en difficultés pour des raisons internes ou externes et ne pas être en mesure d'honorer ses obligations de remboursement.

Il existe, bien entendu, des formes hybrides qui ne remplissent pas nécessairement les conditions pour être catégorisées comme de vraies *credit unions*. L'important est bien entendu de considérer l'objet social de la structure visée, ainsi que sa clientèle cible. Ce genre de structure n'est en général pas réglementée, ou alors elle ne l'est que de manière très limitée : elles agissent souvent au niveau local, et leur portefeuille de clients emprunteurs est souvent limité par le volume des ressources disponibles. Leur structure est adaptée à un investissement limité afin de réduire le risque de défaillance, mais le fait qu'elles soient proches de leurs clients est en général un gage de remboursement régulier des

crédits, car ils sont souvent idéalement supportés par des mesures d'accompagnement. Même si le terme peut sembler à beaucoup inapproprié, vu sa connotation «sud», nous nous trouvons pourtant bien ici dans le domaine de la microfinance.

L'investissement doit être plutôt considéré comme une participation aux fonds propres, vu la taille de ces institutions et leur forme juridique. Celle-ci est souvent celle d'une coopérative donc, malgré le commentaire qui précède à propos de l'accompagnement des bénéficiaires des micro-crédits, avec un niveau de risque élevé tant pour la défaillance que pour la liquidité. Si elles ont un statut d'association sans but lucratif, seuls le prêt et le don sont possibles. Dans le cas du don, nous sommes cependant totalement en dehors du schéma d'un investissement, tout comme dans le cas des transactions similaires dans le domaine du *crowdfunding*.

Dans certains pays, il existe des fonds communs de placement, parfois dotés d'avantages fiscaux, qui permettent un investissement dans le secteur des petites et moyennes entreprises non cotées en Bourse (en France, par exemple). Si, dans ce genre de structure, un effet «portefeuille» permet de réduire le risque, il reste clair que l'investissement dans des entreprises non cotées reste risqué (niveau moyen). Il bénéficie aussi d'un effet positif sur la liquidité, car il existe en général un marché secondaire pour ce type de valeur. Si les gestionnaires du fonds agissent de manière transparente en publiant une information détaillée à propos du portefeuille, l'investisseur peut évaluer le type de financement octroyé par l'institution et vérifier si son objectif d'investissement dans l'économie réelle est bien rencontré.

En synthèse

Que déduire de ce tableau brossé de manière succincte? La première conclusion est une réponse positive à la question posée en introduction : oui, il est possible de se réapproprier la faculté de contribuer directement à l'économie réelle. Certes, tant la prise de décision que la gestion de ce type d'épargne sont loin d'en faire un chemin de tout repos. Un problème majeur (qui ne se pose quasiment pas dans le cadre des

investissements pour compte propre) reste, en effet, l'accès à l'information, déterminant pour la capacité de prendre une décision qui tienne compte du niveau réel des risques courus. Bien entendu, moins l'environnement est réglementé, plus l'asymétrie d'information entre l'épargnant investisseur et l'entrepreneur sera importante, avec pour conséquence un niveau de risque majoré et nettement moins maîtrisable.

Une seconde conclusion est qu'il ne faut pas envisager ces investissements comme épargne de précaution ou comme épargne de liquidité. Ce sont essentiellement des véhicules d'épargne à long terme, peu liquides et présentant un risque de défaillance élevé. À condition d'avoir une approche diversifiée, et donc de se créer un portefeuille d'investissements variés dans l'économie réelle, il doit être possible de se constituer un patrimoine de ce type (toujours hors investissements pour compte propre), mais dont la valorisation à terme restera toujours un problème. Il est dès lors prudent, au moment de l'investissement, de prévoir si possible et en fonction de son horizon d'investissement, des portes de sortie pour éviter une immobilisation quasi définitive de son épargne.

Enfin, en considérant son patrimoine globalement, l'épargnant doit veiller à rencontrer au juste niveau son niveau d'appétit pour le risque. De fait, si cette épargne à risque vient s'ajouter à d'autres instruments risqués de la sphère financière, il est possible que la proportion de patrimoine à risque devienne trop importante.

La réappropriation est donc possible, mais est-elle gérable pratiquement? Elle l'est probablement pour un nombre limité de personnes qui veulent en faire une priorité, soit simplement par passion, soit pour des raisons sociétales – sauf s'il s'agit d'une opération isolée. Il est clair qu'un nombre même limité d'investissements dans l'économie réelle va demander un suivi particulier et bien organisé. Qui est prêt à le faire? Toute approche sociétale et/ou durable demande des efforts que tout le monde n'est pas prêt à consentir, que l'on soit dans le domaine commercial ou, en l'occurrence, dans le domaine financier.