



Développer l'épargne de long-terme en France
pour répondre aux attentes des ménages
et satisfaire les besoins de l'économie



Rapport



Avril 2012

Composition du groupe de travail



Robert BACONNIER

ancien directeur général des impôts, ancien président de l'ANSA

Franco BASSANINI

ancien ministre, président de la *Cassa depositi e prestiti*

Jean-Paul BETBEZE

chef économiste et directeur des études économiques du groupe Crédit agricole SA, membre du Conseil d'analyse économique

Jean-Hervé LORENZI

professeur à l'Université Paris-Dauphine, président du Cercle des économistes, membre du Conseil d'analyse économique

Bernard SPITZ

président de la Fédération française des sociétés d'assurances

Michel TALY

avocat au barreau de Paris, ancien directeur de la législation fiscale

Rapporteur

Arnaud CHAPUT

conseiller du président et du délégué général de la Fédération française des sociétés d'assurances

Résumé



Le développement d'une épargne de long-terme en France se justifie, d'une part, par la nécessité d'accompagner les besoins des ménages (notamment la protection complémentaire contre les risques liés au vieillissement alors que les systèmes publics ne suffisent plus à garantir un degré de protection suffisant), d'autre part, par les « externalités positives » que permet cette épargne : encourager des investissements indispensables à la croissance et à la compétitivité (infrastructures, fonds propres des entreprises, PME, etc.), diversifier les modalités de financement de l'économie (tirer en particulier les conséquences des contraintes croissantes pesant sur le financement bancaire), moderniser la stratégie économique de la France (« politique de l'offre ») et contribuer à stabiliser le système financier. Il s'agit plus largement d'une possibilité de réconcilier les besoins de l'économie et des ménages, marqués par le long-terme, et les moyens mis à disposition pour les financer.

C'est pourquoi la politique de l'épargne doit faire le choix résolu et constant du soutien à la constitution d'une épargne de long-terme par les ménages français, qui y ont encore insuffisamment recours. S'il n'est pas seul possible, l'outil fiscal est déterminant. Son efficacité est cependant conditionnée par le respect de la psychologie de l'épargnant, par sa stabilité dans le temps afin de permettre l'engagement à horizon long de ce dernier, par le refus des caricatures dommageables (comparaison fiscalité du travail / fiscalité du capital) et, plus globalement, par un soutien aux produits d'épargne orientés vers le long-terme à l'aide d'incitations cohérentes avec cet objectif.

Au-delà, afin de tirer le meilleur parti de l'épargne de long-terme, les investisseurs collectant cette épargne doivent être aidés dans leur mission de transformation de cette dernière en investissements longs. Les normes comptables et prudentielles doivent être adaptées afin de ne pas entraver cette fonction essentielle à une stratégie économique et sociale moderne.

Executive summary



Developing long-term savings in France is primarily justified by the need to support household needs (including complementary protection against risks related to ageing, since public systems can no longer guarantee a sufficient degree of protection). Yet another good reason is the enabling of the "positive externalities" thanks to these savings. They allow the necessary investment towards growth and competitiveness (whether in infrastructure, in companies equity, in SMBs, etc.); they diversify the economy's modes of raising capital at a crucial time (the current credit crunch being the direct consequence of the increasing constraints weighing on banks indebtedness); and they modernise France's economic strategy ("supply policy") by helping stabilise the financial system. Broadly speaking, long-term savings make it possible to reconcile the needs of both the wider economy and the

households, which need to be able to take the long view, and the means available to finance them.

Therefore an optimum savings policy must steadfastly support the creation and holding of long-term savings by French households, who as of today do not yet choose such vehicles in large enough numbers. Tax policy is not the only incitative available, but it remains one of the most effective, and is therefore essential. Its efficiency hangs however on understanding and respecting the psychology of the investor. It must offer a time-guaranteed stability in order to justify a long commitment and the immobilisation of the sums invested. We must beware of yielding to harmful but fashionable caricatures (such as seemingly logical comparisons between income and capital gains tax.) It is imperative, more generally, to be consistent and inventive in devising and supporting savings vehicles geared to the long-term with incentives consistent with this objective.

In addition, to maximise the use of long-term savings, institutional investors collecting these savings should be supported in their efforts to allocate them towards proper long-term investments. Current accounting and prudential norms should crucially be adapted so as not to impede this essential function of a modern economic and social strategy.

Sommaire



Composition du groupe de travail – 3

Résumé / *Executive summary* – 4

Introduction – 7

1. Pourquoi développer l'épargne de long-terme ? – 8

1.1 Accompagner les besoins de long-terme des ménages – 9

1.2 Financer plus efficacement l'économie – 13

1.3 Stabiliser la sphère financière – 21

1.4 La cohérence entre le « passif » et l' « actif » de la Nation : un déséquilibre problématique en France, que l'épargne de long-terme peut aider à résoudre – 23

Conclusion de la partie 1 - 24

2. Comment développer l'épargne de long-terme ? Comment en tirer le meilleur parti ? – 25

2.1 L'épargne financière de long-terme en France : un niveau insuffisant – 26

2.2 Se placer du point de vue des ménages afin d'optimiser les politiques publiques d'orientation de l'épargne – 29

2.3 Mettre fin aux incohérences et à l'instabilité de la fiscalité des revenus de l'épargne – 34

2.4 Aider les investisseurs institutionnels à transformer l'épargne de long terme en investissements longs – 40

2.5 Mieux évaluer ex ante les conséquences des décisions en matière d'épargne et d'investissement – 41

Conclusion de la partie 2 - 42

Bibliographie – 43

Introduction

Pourquoi parler d'épargne de long-terme ?



La crise financière, devenue crise économique et crise des dettes souveraines, a profondément et sans doute durablement modifié les comportements des agents économiques. Elle ne peut se résoudre que par une politique organisée de désendettement donnant un rôle plus important que jamais à l'épargne longue. C'est la sous-estimation de son rôle qui a fait naître la crise ; c'est la prise en compte de son importance qui la fera reculer.

Une attention toute particulière doit donc, désormais, être portée à la question de l'orientation de l'épargne et du patrimoine des Français, située au confluent d'implications économiques, fiscales, sociales et politiques.

De nombreux travaux conduits ces derniers mois en France et en Europe, que ce soit par exemple au sein du Conseil d'analyse économique placé auprès du Premier ministre, du Club des investisseurs de long terme, de Paris EUROPLACE ou des Assises nationales du financement du long terme en novembre 2011 ont montré que l'on redécouvrait les vertus du « long-terme », à la fois en matière d'épargne et d'investissement. L'OCDE elle-même a récemment lancé une initiative sur ce thème. Il est tard, dira-t-on. Mais pas trop tard.

Ce rapport a vocation à apporter un éclairage complémentaire par différence, en mettant l'accent sur l'épargne de long-terme et sur les politiques publiques de l'épargne, partant du principe assez simple que c'est l'épargne qui permet seule un investissement sain, et donc la croissance.

On le sait, l'épargne des ménages est investie en actifs de natures diverses, non financiers ou financiers. Certains de ces supports d'épargne financière sont orientés vers le long-terme (actions, assurance vie, certaines obligations), d'autres ont au contraire vocation à répondre aux besoins de liquidité et de disponibilité exprimés par les ménages (livrets, etc.). Cette orientation, dépendant notamment de l'environnement économique et financier, détermine pour partie la capacité des investisseurs long-terme, en tant que collecteurs d'épargne à investir. Il est cependant clair que des comportements d'épargne plus « liquides » sont nécessaires afin de répondre à la diversité des choix dans le cadre de logiques de portefeuille.

C'est dans ce contexte que les auteurs de ce rapport, membres d'un groupe de travail informel réunissant économistes, fiscalistes et investisseurs institutionnels, ont souhaité mettre en commun des approches diverses et complémentaires afin de définir, sur la base d'un constat partagé – la nécessité de promouvoir l'épargne de long-terme – les grands principes présidant à la redéfinition d'une politique de l'épargne qui réponde aux impératifs économiques et sociétaux du moment et de l'avenir. **La conviction première des membres du groupe est la suivante : nous ne sortirons pas de la crise de la dette sans une politique claire et constante de soutien à l'épargne longue.**

1.

Pourquoi développer l'épargne de long-terme ?



Au cours des dernières décennies, une révolution s'est produite : la localisation géographique des capacités de financement (épargne) et des besoins de financement s'est profondément modifiée. Ce sont aujourd'hui les économies en développement (et non les économies développées) qui possèdent en effet l'essentiel de la capacité à financer des investissements¹.

Dans les années à venir, la compétition entre économies pour la captation de l'épargne mondiale devrait s'intensifier et le paysage international de l'épargne et de l'investissement pourrait à nouveau se recomposer. Les pays émergents, en particulier et en priorité la Chine, devront mobiliser leur épargne aux fins de financement de leur propre croissance et de leur protection sociale. Il s'ensuivra, en toute vraisemblance, une limitation de la capacité de ces pays à financer les économies développées. Quelles conséquences pour les pays développés ?

Ces derniers devront toujours faire appel à une épargne longue et ce, dans de grandes quantités.

- D'une part, le vieillissement de la population combiné à la dégradation de la situation des finances publiques imposera de compter aussi sur une épargne individuelle pour assurer un degré de protection suffisant contre certains risques sociaux, sources de coûts croissants que la collectivité ne peut plus assumer seule. Ce rôle de l'épargne dans l'accompagnement des besoins des ménages ne se limite d'ailleurs pas à la seule préparation de la vieillesse : elle contribue à protéger et à aider les ménages tout au long de leur « cycle de vie ».
- D'autre part, les économies développées devront investir massivement afin de conserver leur place dans la compétition mondiale et se donner ainsi les moyens d'une croissance forte et durable, au service de leurs citoyens et de l'amélioration de leur qualité et de leur niveau de vie.

Résoudre cette équation tout autant économique que sociale et politique ne peut passer que, d'une part, par le développement d'une épargne de long-terme domestique, et, d'autre part, par la création d'opportunités d'investissements de long-terme – la possibilité d'investir sur le long-terme étant en effet au cœur-même de la croissance d'un pays. Tout ceci est non seulement à exposer dans ses finalités (mais nos compatriotes sont *a priori* d'accord) mais plus encore dans ses logiques et modalités.

¹ Glachant, J., Lorenzi, J-H, Quinet, A. et Trainar, Ph., « *Investissements et investisseurs de long terme* », Conseil d'analyse économique, 2010

1.1 Accompagner les besoins de long-terme des ménages

A quoi doit servir la politique publique de l'épargne ? Les réponses les plus évidentes et les plus conformes à la tradition française sont de nature économique : pour soutenir l'investissement productif et l'emploi, par exemple celui des PME, aider à la diffusion des titres de la dette publique, mettre à la disposition des investisseurs publics des ressources aux fins de financement du logement social ou du développement durable, etc. Bref permettre la croissance économique et sociale.

En même temps, la politique de l'épargne doit aussi – et surtout ? – répondre aux besoins des ménages et les aider dans leurs décisions d'épargne². Sans pour autant remettre en cause le rôle d'orientation macroéconomique dévolu à la politique de l'épargne (*cf. infra*), il est possible et nécessaire de mieux prendre en compte les besoins des ménages, analysés selon une approche de « cycle de vie ».

Concrètement, il s'agit d'offrir aux ménages la possibilité et les moyens de financer leurs projets de long-terme et de les accompagner dans leur cycle de vie, sous la contrainte grandissante du vieillissement.

Le rôle de la puissance publique doit ainsi être le suivant : aider à la formation d'un patrimoine et mettre en place une vraie politique d'accompagnement du long-terme vue sous l'angle des attentes des ménages. Il ne peut y avoir plus de durée de l'épargne si l'on n'organise pas sa diversité.

Un mouvement inéluctable de désengagement des assurances publiques du champ de la protection sociale, qui nécessite de développer une protection complémentaire par l'épargne contre les risques liés à la vieillesse

Conséquence directe de la crise des finances publiques que nous connaissons, que ce soit en matière de protection de la santé ou de protection contre le risque vieillesse, les systèmes publics diminuent progressivement la couverture qu'ils proposent. Ils imposent, de fait, aux ménages de recourir à des mécanismes de protection complémentaire.

Dans le domaine de la vieillesse, le mouvement de réforme du système des retraites engagé depuis 1993 a pour conséquence directe de limiter la générosité des pensions versées par les systèmes publics (retraite « de base » et retraite « complémentaire » versée par le binôme AGIRC – ARRCO). Il en résulte une baisse du « taux de remplacement », *id est* du montant relatif de la pension par rapport au dernier salaire. Selon les estimations du Conseil d'orientation des retraites, entre 2003 et 2050, le taux de remplacement moyen observé baisserait de 10,1 points pour un salarié non cadre, et de 10,9 points pour un salarié cadre entre 2003 et 2050³.

Dans le même temps, les systèmes de retraite par répartition sont mis sous tension et reportent sur les générations futures une charge financière dont la

²Garnier, O. et Thesmar, D., « *Epargner à long terme et maîtriser les risques financiers* », Conseil d'analyse économique, 2009

³ Conseil d'orientation des retraites, 5^{ème} Rapport, 2007. Simulations faites pour une carrière complète, retraite de base + régimes complémentaires

soutenabilité est incertaine. Cette tendance au durcissement des conditions de liquidation de la retraite par répartition ne devrait donc pas s'inverser.

Pour ces deux raisons, une attention toute particulière doit donc être accordée à la préparation financière de la vieillesse et du grand âge.

Cela ne se limite d'ailleurs pas seulement à la problématique de la retraite, même si elle est centrale. Le financement de la perte d'autonomie ne pourra s'opérer que sous des contraintes financières publiques fortes, dont le report permanent de la réforme est la preuve évidente. Cela nécessite de trouver des financements complémentaires aux deniers publics et au « reste à charge ».

Retraite, dépendance : ces deux risques présentent la particularité d'être longs. Cela signifie que les ménages peuvent s'y préparer au cours de leur vie active par une **épargne longue, dédiée à la retraite ou à la perte d'autonomie**, et ce, sans pour autant remettre en cause les systèmes publics de type « assurantiel » (retraite par répartition) ou basés sur la solidarité⁴. **Il est de la responsabilité de la puissance publique de soutenir ces efforts de protection « complémentaire »** et ce, suffisamment tôt dans le cycle de vie des ménages.

L'appui aux stratégies des ménages : aider plus largement ces derniers à conduire leurs projets de long-terme et ce, avec le maximum de souplesse

La constitution de cette épargne financière longue, correctement encadrée et encouragée, peut permettre de répondre à d'autres besoins exprimés par les ménages.

- On pense évidemment à la transmission d'un patrimoine, c'est-à-dire à l'aval du cycle de vie⁵. Les solidarités sont désormais intergénérationnelles et l'on constate, par exemple, que la transmission d'un patrimoine fait partie des motivations principales de souscription des contrats d'assurance vie (**encadré n°1**).
- La volonté de constitution d'une épargne longue de précaution, à tous les âges de la vie, reste par ailleurs profondément ancrée dans les comportements d'épargne. L'incertitude liée au contexte économique et à la situation de l'emploi rend ce motif d'épargne plus prégnant. Cette « auto-assurance » contre les aléas de la vie doit être encouragée, en ce qu'elle est complémentaire des assurances sociales traditionnelles (assurance chômage, etc.). A ce titre, la résidence principale ne peut faire office que de protection de dernier recours, à la différence de l'épargne financière (assurance vie, Livret A, etc.).
- L'épargne longue financière permet enfin la réalisation de projets immobiliers ou de consommation lourds. Fréquemment, les supports d'épargne financière (PEL mais aussi assurance vie) sont utilisés pour préparer l'achat d'un logement ou pour nantir des emprunts. Cette épargne longue financière, ainsi transformée soit en épargne longue non financière soit en consommation, est souvent indispensable à la concrétisation de « projets de vie ».

⁴ C'est la raison pour laquelle la loi « Fillon » de 2003 a souhaité développer le recours aux mécanismes d'épargne retraite.

⁵ Masson, A., « Trois paradigmes pour penser les rapports entre générations », Regards croisés sur l'économie 1/2010 (n°7)

Encadré n°1

Une dimension à ne pas négliger : la volonté des ménages d'être solidaires de leurs enfants

Comme le souligne A. Masson (2010), « après la situation euphorique des Trente Glorieuses, ce revirement a créé un fossé entre les aspirations et les réalisations des plus jeunes et alimenté les débats sur la fin de l'équité générationnelle et la rupture du "pacte générationnel" au détriment des nouvelles cohortes – ce d'autant plus que l'Etat semble peu remédier à la détérioration du marché du travail pour ces derniers ».

L'épargne constituée en prévision de la transmission – par définition plutôt longue – doit donc être analysée avec un œil nouveau : celui de la solidarité entre générations, compte tenu de l'incapacité de l'Etat-providence à offrir aux jeunes générations à la fois les protections et les opportunités dont leurs parents ont pu bénéficier.

La transmission, soit par donation soit par succession, devient alors l'un des moyens légitimes employés par les ascendants afin d'atténuer l'exposition des descendants aux risques sociaux (précarité ou absence d'emploi, coût du logement, etc.).

L'impératif de sécurisation financière des ménages

Tout comportement d'épargne est motivé par la recherche d'un couple rendement / risque. Certains ménages, fortement averses aux risques, peuvent chercher avant tout la sécurité. Ils privilégient alors des supports d'épargne leur garantissant de ne pas perdre en capital, en échange de quoi le rendement financier est plus réduit et lissé (exemple : l'assurance vie « en euros »). D'autres ménages peuvent au contraire rechercher de hauts rendements et accepter de prendre les risques afférents (exemple : la détention directe de parts d'OPCVM actions).

Pour avoir une idée de la répartition des ménages sur l'échelle de l'aversion aux risques, il suffit de regarder la répartition des encours de l'assurance vie, produit d'épargne très répandu dans toutes les catégories socio-professionnelles, entre supports dits « en euros », totalement sécurisés pour l'épargnant (aucun risque de perte en capital), et supports dits « en unités de compte » (OPCVM comportant mécaniquement des risques). Dans les faits :

- les supports « en euros » représentent 1153 Md€, soit 85% des encours de l'assurance vie. Ils drainent non seulement l'essentiel de l'épargne orientée vers l'assurance, mais constituent en plus le premier réceptacle de l'épargne financière des ménages français ;
- la détention des supports « en unités de compte » se monte à 209 Md€, soit 15% des encours de l'assurance vie. Elle tend à augmenter avec le revenu (tout comme celle des actifs risqués comme les actions détenues en direct), signe d'une stratégie de diversification des portefeuilles financiers des ménages les plus aisés (augmenter le rendement global espéré de leur portefeuille par une exposition partielle au risque).

La conclusion qu'il faut en tirer est la suivante : **les ménages français ont massivement recours à des outils d'épargne par capitalisation, mais ils privilégient une forme de capitalisation sécurisée**, correspondant à un arbitrage entre le rendement et le risque dont les déterminants sont à la fois rationnels et psychologiques. Cette priorité donnée à la sécurité est plus forte chez les ménages modestes. C'est naturellement en période de crise que les ménages recherchent le plus la sécurité⁶. Il s'agit là de données comportementales dont la prise en compte est essentielle à la réussite d'une politique de l'épargne⁷.

⁶ Arrondel, L. & Masson, A., « *L'épargnant dans un monde en crise, ce qui a changé* », CEPREMAP, Editions Rue d'Ulm, 2011

⁷ Lequoy, J-F., « *Pour un écosystème " long term friendly "* : quelques principes à partir de l'exemple de l'épargne longue et de l'assurance vie », in « *Rapport moral sur l'argent dans le monde 2012* », Revue d'économie financière, janvier 2012

1.2 Financer plus efficacement l'économie

Financer l'investissement de long-terme, essentiellement par le biais d'investisseurs longs

Positionner correctement la France dans la compétition mondiale impose d'investir dans les infrastructures, l'innovation, la technologie, la croissance des PME et des ETI et la lutte contre le changement climatique⁸ (encadré n°2).

Encadré n°2

Les besoins d'investissements en infrastructures

« Au niveau européen, la Commission évalue les besoins à plus de 1.600 Mds € d'ici 2020 pour les infrastructures de transport de biens, de personnes et d'énergie.

En France, les évolutions attendues sont également considérables :

- *Energie : les besoins d'investissements en ce domaine iront croissants, évolution principalement portée par le secteur de la production électrique. Dans ce domaine les principaux enjeux sont de renouveler un parc nucléaire vieillissant (3/4 des centrales arrivant en fin de vie en 2020) et d'accorder une part plus importante aux énergies renouvelables ainsi qu'au gaz dans la lutte contre le réchauffement climatique. A l'horizon 2015, les investissements devraient s'élever à environ 11 Mds € par an, avec une large prédominance du secteur électrique. Sur la période 2016-2020, une augmentation significative des investissements en production électrique sera nécessaire ; le total des investissements devrait ainsi s'établir entre 16 à 17 Mds € par an dont plus de la moitié consacrée à la production électrique. Après 2020, les incertitudes sont plus fortes ; en tout état de cause, la place donnée à la filière nucléaire sera un enjeu clé. [...]*
- *Transport : D'après le Schéma national des infrastructures de transport, à l'horizon de 20 à 30 ans, 166 Mds € environ devront être investis dans le développement des infrastructures de transport (hors Grand Paris), dont plus de 90 % dans des modes alternatifs à la route et à l'aérien. Il faut ajouter à ce montant 90 Mds € au titre des investissements de modernisation et de régénération.*
- *Technologies de l'information et de la communication : dans ce secteur, les réseaux existants (cuivre) arrivent en fin de vie. Une politique nationale volontariste est mise en oeuvre afin de déployer des réseaux de fibre optique : 20 à 30Md € seront nécessaires sur les 2 prochaines décennies pour câbler tout le pays. »*

La Martinière (de), G., Rapport pour les Assises nationales du financement du long terme, novembre 2011

Or, les projets correspondants – privés, publics ou mixtes – ne sont la plupart du temps rentables qu'à moyen, long ou très long terme, ce qui limite le champ des financeurs possibles. Les financements ne peuvent donc venir que d'investisseurs dont l'horizon est par définition long et disposant de ressources en

⁸ Glachant, J., et al., op cit.

adéquation, c'est-à-dire suffisamment stables et permanentes pour autoriser des engagements longs.

De même, les besoins en investissements « risqués » dans les entreprises de type PME ou ETI sont grands. Depuis plusieurs années, de nombreux rapports ont alerté sur les fragilités potentielles du système français, dans lequel les entreprises sont insuffisamment capitalisées et trop dépendantes du financement bancaire. Si la situation financière des PME et ETI est encore plutôt satisfaisante⁹, diverses évolutions réglementaires et de marché sont de nature à fragiliser cette situation, ce qui affecterait plus particulièrement les plus petites entreprises, pourtant porteuses d'innovation.

Au surplus, il ne s'agit pas seulement de « regarder vers l'avenir » pour préparer la croissance de demain, mais aussi de combler le retard d'investissement accumulé en France depuis une vingtaine d'années. La France a durablement sous-investi, et le taux d'investissement, plus élevé en France depuis 2007, est loin d'avoir comblé le retard accumulé dans le courant des années 90¹⁰.

Ecart entre le taux d'investissement de la France et celui des autres pays avancés	
En rouge, les situations de sous-investissement sévères	
en points de PIB	
1992-1996	-3,5
1997-2001	-2,52
2002-2006	-0,98
2007-2010	1,25

Nous vivons actuellement une période paradoxale. Alors que les besoins sont plus grands que jamais, les dispositifs traditionnels de financement de ce type de projet risquent d'être asséchés :

- les ressources publiques sont rares et vont l'être de plus en plus dans la phase de désendettement des collectivités publiques ;
- les ressources bancaires seront de plus en plus contraintes¹¹ sous l'effet conjugué de Bâle 3 et de consolidation des bilans bancaires.

Pour leur part, les ménages ont une aversion au risque élevée et peu d'appétence pour les investissements longs en direct. Il faut d'ailleurs souligner que la fiscalité de la détention d'actions a été considérablement durcie, pénalisant, contre toute rationalité, le financement direct des fonds propres des entreprises.

En outre, les « *marchés actions et obligataires ne permettent pas de financer de manière optimale, en France, les entreprises à la fois quantitativement et qualitativement* »¹².

⁹ Observatoire du financement des entreprises, Rapport sur le financement des PME-PMI et ETI en France, avril 2011

¹⁰ Glachant, J., *et al.*, *op cit.*

¹¹ Comme le souligne le rapport La Martinière de 2011, « *le rôle d'intermédiation et de transformation du système bancaire va être profondément impacté par les nouvelles normes prudentielles* ». Seront victimes de cette recomposition du crédit bancaire les PME et ETI (sélectivité accrue, raccourcissement de la durée des prêts, hausse du coût du crédit), les infrastructures (raccourcissement de la durée des prêts, exigences en fonds propres accrues), le crédit-export et le financement des collectivités locales.

¹² La Martinière (de), G., Rapport pour les Assises nationales du financement du long terme, novembre 2011 ; Garnier, O. et Thesmar, D., *op. cit.*

Dans la période que nous connaissons, qui est en mesure de porter ces risques financiers sur un horizon long, voire très long ?

Ce rôle est essentiellement dévolu aux investisseurs de long terme. En France, ce sont essentiellement les sociétés d'assurances¹³ et certaines institutions publiques telles que la Caisse des dépôts¹⁴. Par leur nature même, leurs *business models* (encadré n°3) et les ressources dont ils disposent, ces investisseurs ont la possibilité de réaliser des opérations de financement de long-terme. Compte tenu de ce qui précède, ils risquent fort d'être d'ailleurs quasiment les seuls à pouvoir le faire...

En France, l'absence de fonds de pension a d'importantes conséquences sur la capacité de l'épargne domestique française à financer l'investissement long, soulignées par beaucoup de travaux. *De facto*, le secteur de l'assurance joue le même rôle que des fonds de pension dans d'autres pays.

- Le développement de l'assurance vie, dont les caractéristiques se rapprochent de celles des fonds de pension (intermédiation, horizon de placement long), a permis de soulager fortement une partie de la contrainte pesant sur le financement de l'appareil productif. C'est elle qui fournit l'essentiel des ressources dont disposent les sociétés d'assurances pour investir : elle requiert donc une attention toute particulière.
- Ces ressources longues mises à disposition des sociétés d'assurances autorisent des stratégies de placements longs. Cependant, même les sociétés d'assurances ne sont pas épargnées par le durcissement des contraintes prudentielles (Solvabilité 2), qui modifie leurs stratégies d'investissement et pénalise certains risques longs.

¹³ Près de 1 700 Md€ de placement au total à fin 2011

¹⁴ 270 Md€ d'actifs au bilan à fin 2010

Encadré n°3

Les investisseurs de long-terme en France, dans les pays développés et dans le monde

Selon le rapport sur le « futur de l'investissement long terme » présenté au Forum de Davos en janvier 2011, les investisseurs long-terme (ILT) désignent les fonds de pension, les assureurs, les fonds souverains et institutions de financement public autres, les fondations et les fonds d'investissement familiaux.

Au niveau mondial, fonds de pension et assureurs occupent les deux premières places en termes de capacité d'investissement : fin 2009, les fonds de pension géraient 29 500 Md\$ et les assureurs 20 000 Md\$ (contre 3 800 Md\$ pour les fonds souverains et les fonds de réserve publics).

Au sein de l'OCDE, le classement est différent : arrivent en tête les « *investment funds* », puis les sociétés d'assurances, et ensuite les fonds de pension.

En Europe et au sein de la zone euro, les sociétés d'assurances sont les premiers investisseurs institutionnels, devant les fonds de pension et les fonds d'investissement.

En France, en l'absence de fonds de pension, les assureurs qui réalisent l'essentiel des missions d'investissement institutionnel de long-terme. Les investissements des sociétés d'assurances se montaient ainsi fin 2010 à près de 1 713 Md€, pour plus de la moitié dans les entreprises, sous forme obligataire ou d'actions (925 Md€).

Aux sociétés d'assurances s'ajoutent les acteurs publics comme la Caisse des dépôts et consignations, le Fonds de réserve des retraites (FRR) ou le fonds stratégique d'investissement (FSI) dont les poids financiers sont divers. Ils exercent des missions d'intérêt général complétant le paysage des ILT.

Comme le souligne le rapport sus-évoqué, les ILT doivent aujourd'hui faire face à plusieurs contraintes entraînant un « déclin » de l'investissement long-terme au niveau mondial et appelant des mesures correctrices, parmi lesquelles certaines sont de la responsabilité des pouvoirs publics (mesures de régulation financière et de solvabilité, politique de l'épargne).

L'initiative lancée par le Club des investisseurs de long-terme (cf site de la CDC) au niveau européen a précisément pour vocation de porter auprès des pouvoirs publics communautaires la voix des investisseurs publics de long-terme (Banque européenne d'investissement / BEI, la Caisse des dépôts / CDC, la *Cassa Depositi e Prestiti* / CDP et la *KfW Bankengruppe* / KfW). Un ensemble de propositions a été présenté au commissaire européen Michel Barnier en septembre 2010 sur le volet réglementaire et comptable applicable à cette catégorie d'investisseurs, afin de stimuler leur capacité d'investissement.

Moderniser la stratégie économique de la France : moins d'endettement bancaire, plus de fonds propres et une vraie « politique de l'offre »

Comme on l'a vu, il est indispensable de diversifier les modes de financement de l'économie en réduisant la pression sur les financements bancaires.

Les financements non bancaires doivent être encouragés afin que les entreprises puissent trouver des ressources longues (obligations de long-terme, actions) indispensables à leur développement.

Il ne s'agit évidemment pas d'opposer, comme on le fait si souvent en France, financement bancaire à financement direct, mais de tâcher de les combiner au mieux.

Les événements les plus récents montrent en effet que le financement long par l'assurance est affaibli par la fiscalité et la régulation Solvabilité 2. En même temps, le financement intermédié, qui s'est pourtant montré résilient en France pendant cette crise, est lui-même affaibli par la fiscalité et les normes nationales, sans compter l'escalade des normes Bâle 3.

Le risque est donc un double affaiblissement du financement de l'économie, par financement direct et transformé, au moment même où il est décisif pour faire repartir la croissance et l'emploi – et soulager d'autant les comptes publics.

Les règles prudentielles, comptables et fiscales applicables aux investisseurs sont donc un enjeu essentiel. En corriger les effets les plus nocifs sur la capacité de financement de l'économie, notamment le financement long, doit être une priorité.

Encore une fois, le paradoxe est saisissant : ces nouvelles réglementations handicapent l'investissement, notamment l'investissement long, alors que **l'économie française a plus que jamais besoin d'une véritable « politique de l'offre »**.

Il est impossible de compter sur la seule politique de la demande (soutien à la consommation), en période de croissance comme en période de crise (« relance »). Les politiques de la demande n'ont qu'un impact limité en économie ouverte et profitent moins aux économies de services qu'aux économies qui produisent des biens de consommation.

Même si l'opposition « soutien à la consommation = encouragement de l'activité étrangère » / « soutien à l'investissement = encouragement de l'activité nationale » est très caricaturale s'agissant de la possibilité de « relance »¹⁵, il est évident que le potentiel de croissance ne peut être relevé que par un recours à l'investissement.

En somme, une vraie stratégie économique moderne doit aussi marcher sur la « jambe » de l'investissement et en particulier de l'investissement long – d'où l'importance du développement de la « ressource », l'épargne de long terme, et du cadre réglementaire dans lequel opèrent les investisseurs de long-terme.

¹⁵ OFCE, « *Consommation et Importations* », Note pour la délégation aux études et à la planification du Sénat, janvier 2009

Préserver le contrôle de l'appareil de production par les acteurs économiques nationaux

On ne peut pas négliger le fait que la capacité de financement au niveau mondial est élevée, ce qui résulte d'un excès d'épargne par rapport à l'investissement. Le taux d'épargne dans le monde a significativement augmenté depuis le début des années 2000¹⁶. Cette épargne globale abondante peut trouver à s'investir en France, d'autant que l'on constate une érosion progressive du « biais domestique », c'est-à-dire la propension des investisseurs d'une nationalité donnée à investir dans des actifs de même nationalité (encadré n°4).

Encadré n°4

Le « biais domestique » se réduit à mesure que la mondialisation financière avance

« Premièrement, le « home bias » est un phénomène qui est mondialement répandu, et non réservé à quelques nations. Toutes les nations de l'étude présentent une préférence plus ou moins marquée des ménages pour les titres domestiques. C'est d'ailleurs un constat qui dépasse le cadre des pays inclus dans le panel. Ainsi Sie Ting Lau, Lilian Ng et Bohui Zhang, qui ont étudié le « home bias » sur 38 marchés différents, constatent qu'il s'agit d'un phénomène mondial et qui continue de se développer. Ces universitaires s'interrogent d'ailleurs sur la persistance du phénomène en ce que la mondialisation aurait dû supprimer nombre de causes explicatives du « home bias » (barrières aux flux de capitaux, couvertures financières, variation de la parité du pouvoir d'achat, asymétrie de l'information, biais comportementaux et normes comptables).

Deuxièmement, de grandes disparités apparaissent entre les pays du panel de l'étude. Si l'on se tient à la situation de 2003, les Pays-Bas et l'Allemagne dominent le classement : près d'une action sur deux du patrimoine revêt une nationalité étrangère pour le premier, et près de 45% pour le second pays. Viennent ensuite l'Italie et le Royaume-Uni dont les ménages détiennent près d'un tiers de leur patrimoine actions en titres étrangers (l'Europe à 6 se trouve dans cette moyenne). Puis la France, les Etats-Unis, l'Espagne et le Japon tiennent le bas du classement de la diversification géographique (respectivement : 22,5%, 17,5%, 12% et 5%). (...).

Troisièmement, (...) la tendance est à l'augmentation du patrimoine financier investi dans les actions étrangères. Il y a donc une évolution structurelle qui s'est réalisée entre les deux dates témoins. Certes l'augmentation de la détention d'actions étrangères ne fut pas proportionnellement identique. Ainsi, si l'Espagne a connu une évolution spectaculaire (passant de moins de 5% à plus de 10%), la France a connu une augmentation plus modeste (environ 17% en 1995 et 23% en 2003) ».

Rousseau, L., « Faut-il orienter l'épargne de long-terme pour financer l'économie à long-terme ? », CHEA, novembre 2011

¹⁶ Glachant, J., et al., op. cit.

Près du quart des actions des entreprises résidentes est détenu par des non-résidents et cette proportion est proche de 40% pour les seules entreprises cotées¹⁷.

Une mauvaise allocation de l'épargne nationale, c'est-à-dire une épargne qui n'est pas suffisamment investie en actifs d'entreprises, expose ces dernières à devoir chercher à l'étranger les ressources dont elles ont besoin.

Une attention particulière doit par exemple être accordée aux « fonds souverains », compte tenu de l'approfondissement de la mondialisation financière et des déséquilibres évoqués plus haut. Hormis quelques fonds souverains des pays développés, l'essentiel de cette capacité de financement se situe dans les pays dégagant des excédents commerciaux élevés (Chine) ou ceux bénéficiant d'une rente énergétique (pays du Golfe). La rentabilité des entreprises cotées françaises permet à la fois d'attirer du capital domestique et non-domestique, soutenant ainsi plus largement l'appareil productif et exportateur français, mais diluant la maîtrise du tissu productif national.

Il est donc crucial, du point de vue de la maîtrise de l'appareil de production, de conserver une capacité forte d'investissement national dans les entreprises nationales. Il en résulte que les investisseurs de long-terme sont des acteurs centraux d'un véritable « enjeu de souveraineté »¹⁸.

Optimiser et moderniser le financement des PME et des ETI

L'accès des entreprises au financement est consubstantiel à la compétitivité et à la croissance.

Parce que les PME et ETI risquent de pâtir des évolutions réglementaires impactant les banques et les investisseurs institutionnels (*cf. supra*), leur modèle de financement doit s'adapter à la nouvelle donne « post-crise ».

Diverses initiatives fournissent déjà des indications intéressantes sur les solutions à trouver afin de moderniser les outils de financement des entreprises innovantes. Le récent rapport Giami-Rameix¹⁹ insiste par exemple sur la nécessité d'améliorer les conditions de financement par le marché des PME et ETI – le marché étant, s'il est bien organisé, un outil puissant de dynamisation du financement, à la fois substitut partiel au financement bancaire et allié du « *private equity* ».

Le *private equity*, qui a connu un fort développement avant la crise, doit demeurer un mode de financement indispensable mais non exclusif dans l'accompagnement du développement des entreprises de croissance : ces dernières doivent pouvoir accéder à des ressources en adéquation avec leurs besoins et conciliables avec les contraintes fortes pesant sur les investisseurs, en particulier les investisseurs institutionnels. Ainsi, le développement d'un marché des cotations petites et moyennes et la mise en place d'un véritable marché des obligations à destination des PME-ETI sont des étapes indispensables dans le cadre de cette nécessaire modernisation du financement des PME et ETI.

Cet exemple montre que toute réflexion sur la promotion de l'épargne longue ne peut faire l'économie de travaux sur l'optimisation des outils de

¹⁷ Garnier, O. et Thesmar, D., *op. cit.*

¹⁸ La Martinière (de), G., *op. cit.*

¹⁹ Giami, T. et Rameix, G., Rapport sur le financement des PME-ETI par le marché financier, novembre 2011

financement destinés à drainer l'épargne ainsi constituée vers les emplois les plus productifs.

La crise actuelle, et les modifications réglementaires en cours, condamnent les acteurs économiques, notamment les investisseurs de long-terme, à faire preuve d'audace afin de trouver des solutions innovantes, adaptées aux besoins de l'économie et ce, dans un contexte financier et économique bouleversé en profondeur.

1.3 Stabiliser la sphère financière

Cela doit être rappelé : la crise économique que nous traversons a été précipitée par le développement de comportements spéculatifs de court-terme, et engendre elle-même des réactions court-termistes en raccourcissant l'horizon prévisionnel et décisionnel de nombreux agents économiques. C'est dans ce contexte, volatile et incertain, que les investisseurs de long-terme doivent jouer à plein leur rôle de stabilisateur du système financier et tirer partie des particularités de leur modèle économique (encadré n°5).

Cette vocation au long-terme, les investisseurs institutionnels de long-terme la doivent à la structure stable de leur passif, destiné à couvrir des risques longs. Plus qu'un choix stratégique, c'est donc une responsabilité fiduciaire qui détermine leur politique d'investissement fondé sur la règle d'or de l'adossement actif/passif. Egalement moins exposés au risque de liquidité que les autres investisseurs du fait de la relative permanence de leurs ressources, les investisseurs de long-terme sont en capacité d'optimiser leur stratégie d'allocation d'actifs dans la durée.

De ce fait, ils exercent une fonction stabilisatrice, qui peut s'observer sur le marché des actions cotées. Si la volatilité des cours s'est considérablement accrue, cela résulte en partie du raccourcissement de l'horizon de détention, auquel le rôle des intermédiaires adoptant des stratégies d'arbitrage n'est évidemment pas étranger. En s'inscrivant dans une perspective de détention durable des actions et d'accompagnement du développement fondée sur l'analyse fondamentale et non l'arbitrage opportuniste, l'investisseur de long terme permet d'atténuer les fluctuations négatives tout en optimisant son retour sur investissement.

Alors que les principales économies de la planète s'interrogent sur les moyens de stabiliser la sphère financière, favoriser le long terme dans les comportements financiers, d'épargne ou d'investissement, est l'un des leviers à employer.

En encourageant les comportements longs, qu'il s'agisse d'épargne ou d'investissement, les politiques publiques « produisent » de la stabilité financière et économique – stabilité dont on admettra aisément, à l'aune de la crise financière et de ses conséquences, qu'il s'agit d'un bien public.

Encadré n°5

Les vertus stabilisatrices de l'investissement de long terme : l'exemple du modèle économique assurantiel

« Les assureurs ont toujours affiché un tropisme prononcé d'investisseur, notamment sur le long terme. Ce comportement s'explique naturellement par les caractéristiques du modèle économique auquel ils obéissent, à la faveur d'un cycle de production inversé qui leur permet d'encaisser le prix de leur service avant ou même bien avant de le rendre.

L'encaissement anticipé des primes d'assurance leur permet de disposer de fonds particulièrement importants – en général le niveau des réserves dépasse largement celui du chiffre d'affaires – fonds qu'il est judicieux de placer pour en obtenir le meilleur rendement pendant le temps de leur détention.

La vocation d'investisseur des assureurs est donc une conséquence de leur mode d'exploitation et de la nature des services qu'ils offrent. Ce volet investisseur, qui a toujours été présent dans leur activité, s'est trouvé considérablement renforcé dans la période récente par le développement rapide de l'assurance vie, dans laquelle une part croissante des primes est constitutive d'une épargne longue déconnectée de tout aléa de couverture d'un risque lié à la durée de la vie humaine ».

[...]

Du fait de l'importance des sommes dont ils disposent et de la relative stabilité de leurs passifs, les assureurs entrent dans la catégorie des investisseurs institutionnels dont ils forment la majeure partie dans les pays qui, comme le nôtre, sont dépourvus de fonds de pension.

[...]

Investissement au capital sans effet de levier, vision stratégique de long terme, objectif de création de valeur durable et implication active dans la gouvernance et le choix des dirigeants ont été les clés de ces succès. »

La Martinière (de), G. : « les assureurs comme investisseurs de long terme », in « Investissements et investisseurs de long terme », Conseil d'analyse économique, 2010

1.4 La cohérence entre le « passif » et l'« actif » de la Nation : un déséquilibre problématique en France, que l'épargne de long-terme peut aider à résoudre

L'ensemble des approches précédentes, essentiellement la satisfaction des besoins des ménages, d'une part, l'utilité économique de l'épargne de long terme d'autre part, sont pleinement complémentaires.

Elles conduisent l'une et l'autre à vouloir favoriser l'épargne longue, dans le premier cas afin de favoriser des comportements individuels répondant aux besoins individuels, dans le second cas afin de donner à l'investissement de long-terme la ressource dont il a besoin, pour plus de croissance.

Cette complémentarité est « politique », au sens où ces objectifs peuvent être poursuivis conjointement par la puissance publique, pourvu qu'elle soit bien avisée.

Cette complémentarité est aussi économique. **Elle a pour effet de rétablir la congruence de la gestion actif / passif de la Nation**, en vertu d'une règle de bonne gestion voulant que des engagements ou investissements de long-terme aient comme contrepartie une épargne de long-terme, ce que l'on appelle le « principe de congruence » entre l'actif et le passif, bien connu des investisseurs institutionnels.

Au-delà, elle permet de garantir plus efficacement un niveau de vie croissant et un haut niveau de protection à la population française, en donnant à l'ensemble des acteurs les ressources indispensables à la poursuite de ces deux objectifs : aux entreprises les moyens d'investir, de croître, d'innover, de créer de l'emploi et de la richesse ; aux collectivités publiques les moyens de financer la dette publique afin de préserver la qualité des services publics ; et aux ménages eux-mêmes des outils de protection complémentaires.

Conclusion de la partie 1

Les externalités positives dégagées par l'épargne et l'investissement longs

Encadré n°6

L'utilité de l'épargne longue et de l'investissement long

- **Du point de vue des ménages**, une politique favorable à l'épargne longue offre un outil propice à la protection contre des risques longs, notamment dus au vieillissement, et à l'accompagnement de leur cycle de vie, y compris la transmission (instrument de solidarité entre générations).
- **Du point de vue des entreprises**, une politique de l'épargne et du patrimoine favorisant l'épargne longue signifie la mise à disposition, essentiellement au travers des investisseurs de long-terme, de ressources stables, propices à leur développement et permettant de conduire des projets nécessitant des horizons longs (innovation).
- **Du point de vue de la puissance publique**, l'épargne longue permet tout à la fois :
 - de retrouver des marges de manœuvre pour la dépense budgétaire et fiscale aux fins de soutien à l'économie, en soutenant l'offre, c'est-à-dire l'épargne longue et les investissements qu'elle permet ;
 - de soulager la contrainte pesant sur le financement des systèmes publics de protection sociale (retraites, dépendance), dont les dépenses futures et prévisibles sont élevées ;
 - de trouver des ressources permettant de financer une dette de long-terme, *a priori* moins coûteuse parce que la mettant à l'abri des aléas macro-économiques ;
 - de conduire des projets d'investissements en partenariat avec des investisseurs de long-terme, dans un contexte de raréfaction des ressources budgétaires : infrastructures, recherche, etc., au bénéfice de la croissance et de l'emploi en France, et plus largement aussi de la zone euro ;
 - de renforcer des mécanismes favorisant la stabilité financière.



2.

Comment développer l'épargne de long-terme ? Comment en tirer le meilleur parti ?



A trop avoir d'objectifs, peu ou pas hiérarchisés, la politique de l'épargne, en particulier son volet fiscal, s'est avérée mal structurée.

Les multiples objectifs affichés (soutenir l'épargne liquide, l'immobilier, les fonds propres des entreprises, améliorer la justice fiscale, etc.) sont souvent trop contradictoires pour être effectifs ou sont, à tout le moins, difficilement compatibles entre eux.

De surcroît, l'instabilité des règles relatives à l'épargne, notamment fiscales, modifie en permanence les signaux envoyés par l'Etat aux épargnants, au détriment de la stabilité temporelle des comportements. La rétroactivité fiscale est l'une des composantes de cette « insécurité » fiscale et il y a fort à parier que la « chasse » aux économies budgétaires va encore l'aggraver. Il nous faut insister ici sur les risques d'une telle démarche.

En conséquence de quoi, et compte tenu de l'attention toute particulière qu'il faut accorder à la question de l'épargne, une politique intelligente d'encouragement à l'effort d'épargne de long-terme doit s'attacher à rechercher plus de rationalité et de stabilité.

Pour cela, il faut se fixer un nombre minimum d'objectifs pour cette politique et s'y tenir, notamment en matière de fiscalité. **Il faut non plus juxtaposer des politiques par support, par ailleurs modifiées trop fréquemment, mais élaborer une politique de l'épargne, cohérente, dotée d'un objectif clair et pertinent d'orientation vers le long-terme et reposant sur des outils, par exemple fiscaux, stables dans le temps.**

2.1 L'épargne financière de long terme en France : un niveau insuffisant

Une « nouvelle donne » de la politique de l'épargne est incontournable. Comme le souligne le rapport La Martinière, l'épargne financière française est abondante « *mais insuffisamment orientée vers le long terme.* »

Les ressources des investisseurs de long-terme en France sont essentiellement constituées de l'épargne financière de long-terme des ménages (encadré n°7). Or, on constate que l'épargne longue financière française est peu développée, alors même que le taux d'épargne des Français est élevé (16% en 2010), bien plus que dans la plupart des autres pays développés.

Comment expliquer cette faiblesse « qualitative » ?

- Premièrement, par rapport à d'autres pays, cette capacité à épargner dans le long-terme est limitée par l'absence de systèmes de retraite par capitalisation, largement développés ailleurs en Europe et dans le monde²⁰.
- Deuxièmement, il existe une véritable concurrence entre les différentes destinations de l'effort d'épargne (immobilier, foncier, épargne longue financière, épargne liquide financière). Cette concurrence s'exerce non seulement entre supports d'épargne financière (liquide /longue) mais aussi entre supports d'épargne longue (financière / non financière). La crise peut d'ailleurs accentuer l'appétence pour les placements liquides ou l'immobilier. Si l'épargne financière est moins développée en France que dans d'autres pays développés, y compris européens²¹, c'est la conséquence du poids de l'immobilier.

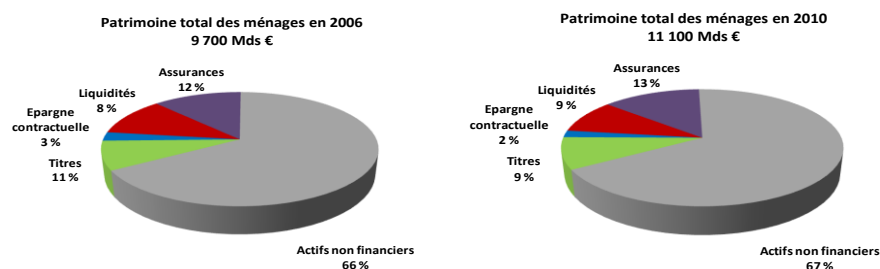
²⁰ Garnier, O. et Thesmar, D., *op. cit.*

²¹ Glachant, J. *et al.*, *op. cit.* A

Encadré n°7 L'épargne longue en France

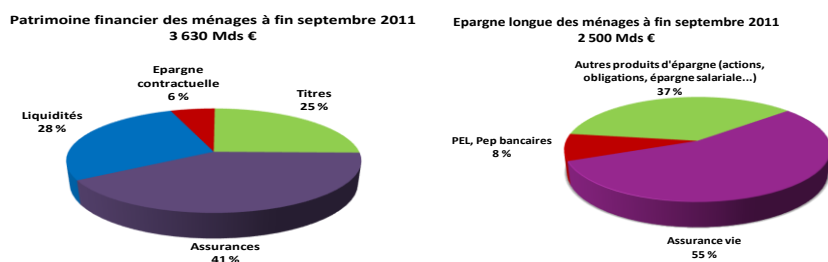
En 2006, le patrimoine total des ménages s'élevait à 9 700 Md€ soit plus de cinq fois le PIB de la même année. Il se répartissait pour deux tiers en actifs non financiers (immobilier, terrain, or...) et un tiers en actifs financiers. L'assurance constituait le deuxième poste le plus important avec 12 % du patrimoine total des ménages.

En 2010, la part de l'assurance et des liquidités s'est accrue au détriment de l'épargne contractuelle et des titres qui se sont fortement dévalorisés pendant la crise.



En septembre 2011, l'assurance représentait toujours la majeure partie du stock du patrimoine financier des ménages (41 %).

Avec une part de 55 %, l'assurance vie occupe la première place de l'épargne longue en France.



Source : FFSA

La part importante de l'immobilier et, au-delà, de l'ensemble du patrimoine non financier (environ 7 400 Md€ sur 11 100 Md€ de patrimoine des ménages français) réduit d'autant l'orientation de l'épargne de long-terme des ménages vers l'investissement long. Cette « préférence pour la pierre » et la concurrence entre les destinations de l'épargne qui en résulte ne sont pas neutres du point de vue macroéconomique :

- Elle explique en partie l'appel des entreprises françaises aux capitaux étrangers aux fins de constitution de fonds propres²².
- L'horizon de placement financier des ménages, élément central dans l'évaluation du caractère « long-terme » de l'effort d'épargne et de leur capacité à financer des investissements de long-terme, détermine en grande partie la capacité de l'économie française à financer des investissements risqués.

La mise à disposition de ressources financières longues pour les investisseurs de long-terme nécessite ainsi une attention particulière portée aux vecteurs de l'épargne financière des ménages, notamment à l'environnement juridique et fiscal dans lequel ils évoluent.

Le levier fiscal est, de ce point de vue, déterminant, même s'il n'est pas le seul, comme l'a montré la dernière période.

²² Glachant, J. *et al.*, *op. cit.* A

2.2 Se placer du point de vue des ménages afin d'optimiser les politiques publiques d'orientation de l'épargne

Si tout le monde s'entend pour reconnaître que le financement de l'économie est au cœur de la justification politique et économique de la stratégie publique dans le domaine de l'épargne, cela ne doit cependant pas faire oublier un élément central : **cette externalité positive considérable n'est que la conséquence de comportements d'épargne, déterminés par les données psychologiques des ménages, leur environnement économique et financier et l'offre de supports d'épargne.**

Méconnaître ou minimiser cette dimension « résultante » pourrait engendrer des interférences contreproductives et grever l'efficacité d'une politique de l'épargne orientée « long terme »...

Les conséquences sur les décisions publiques sont de plusieurs ordres.

Ancrer les comportements des ménages dans le long-terme : l'importance des anticipations et de l'environnement macroéconomique

L'épargnant est très attentif à son environnement économique. Une conjoncture dégradée alimente son « épargne de précaution ». Son arbitrage entre consommation et épargne, et entre supports d'épargne, est lui-même très dépendant non seulement des circonstances mais aussi de ce qu'il anticipe : hausse ou baisse du chômage, etc.

Les efforts d'épargne financière à long-terme dépendent *de facto* assez directement de la « confiance » des ménages. L'incertitude économique s'avère peu propice à l'engagement long et ce, pour l'ensemble des acteurs, y compris les épargnants.

En d'autres termes, un climat macroéconomique morose (ou, pire, instable, ou, pire encore, adverse) encourage les comportements d'épargne dirigés vers la recherche de liquidité plus que vers le long-terme. Cela explique assez largement ce qui a été observé sur l'assurance vie depuis septembre 2011 (**encadré n°8**).

Encadré n°8

L'impact de la crise sur l'épargne de long-terme

Depuis les débuts de la crise en 2007 et jusqu'en 2011, l'épargne longue a bien résisté aux effets de cette crise notamment par le biais de l'assurance vie. Le niveau du flux d'épargne longue est resté positif sur l'ensemble de la période. A partir de 2011, cependant, l'épargne de long-terme est entrée dans une sérieuse phase de "turbulence".

Rétrospective de la crise

La première phase (juin 2007 – mars 2009) : la crise financière

L'épargne longue est impactée à la baisse, par l'éclatement de la bulle immobilière aux Etats-Unis suivi de la mise en cessation de paiement de nombreux établissements financiers (faillite de Lehman Brothers). Les actifs financiers sont fortement dévalorisés. La collecte des titres est mauvaise. L'inversion de la courbe des taux due à la montée des taux de court terme rend les horizons d'investissement de long terme incertains et peu compétitifs. Les placements liquides sont en hausse.

La deuxième phase (avril 2009 – avril 2010) : la crise économique

Amorce d'une reprise en faveur de l'épargne longue (assurance vie et titres) à la suite de la normalisation des marchés financiers malgré l'impact de la crise financière sur l'économie réelle. Les liquidités sont pénalisées par les politiques monétaires expansionnistes qui font chuter les taux de court terme.

La troisième phase (mai 2010 – aujourd'hui) : la crise de la dette

Eclatement de la crise des dettes souveraines en Europe et remise en cause des fondamentaux économiques (un Etat peut faire faillite). Les obligations d'Etat sont perçues comme des produits risqués, ce qui impacte négativement les flux vers les titres. La crise de confiance s'accroît lors du plan de sauvetage de la Grèce le 21 juillet 2011 avec la demande de la participation des investisseurs privés. La suspicion généralisée impacte fortement à la baisse la collecte de l'assurance vie. A l'inverse, la constitution d'une épargne de précaution est, dans le contexte actuel, très favorable aux liquidités.

La fiscalité des revenus de l'épargne : un facteur déterminant des comportements d'épargne des ménages

Les décisions d'épargne des ménages sont déterminées par un ensemble de facteurs. Ainsi que cela a été évoqué plus haut, le couple rendement / risque est essentiel – mais il n'est pas le seul facteur : la disponibilité de l'épargne joue aussi, ce qui explique le peu d'appétence pour les produits dits « tunnels » sous leur forme actuelle, dans la mesure où l'épargne est durablement bloquée.

Le recours à l'instrument fiscal aux fins d'orientation de l'épargne repose sur un postulat : les prélèvements obligatoires modifiant le rendement après impôt, les signaux fiscaux permettent de diriger l'effort d'épargne vers tel ou tel support.

Dans les faits, plusieurs éléments prouvent que ce postulat est juste. Les modifications drastiques du régime fiscal d'un produit peuvent par exemple avoir des effets très nets. Le cas du PEL est souvent cité en exemple ([encadré n°9](#)).

En réalité, compte tenu de la concurrence s'exerçant entre destinations de l'épargne, **c'est moins la fiscalité absolue que la fiscalité relative qui joue** : la fiscalité relative d'un support d'épargne par rapport à un autre mais aussi la fiscalité relative d'une zone d'investissement par rapport à une autre (concurrence fiscale).

Naturellement, la fiscalité n'est que l'un des déterminants des comportements d'épargne. Le rendement après impôt dépend en effet, essentiellement, du rendement avant impôt, c'est-à-dire de la performance financière du produit.

Ainsi, l'attractivité d'un support d'épargne par rapport à un autre est d'autant plus sensible à la fiscalité que les rendements avant impôt sont proches. L'exemple de l'assurance vie doit, par exemple, inciter à la plus grande prudence s'agissant d'éventuelles modifications de son régime fiscal.

Il convient cependant de considérer avec humilité l'efficacité de l'outil fiscal.

Lorsque les « signaux » fiscaux envoyés aux ménages sont cohérents avec le comportement que ces derniers sont susceptibles d'adopter, la fiscalité peut exercer un réel effet levier et encourager ces comportements.

En revanche, lorsque ces signaux vont dans le sens inverse des perceptions des ménages, alors l'outil fiscal voit son efficacité fortement atténuée. A la limite, il peut s'avérer contre-productif.

Encadré n°9

Le PEL à partir de 2006 : une fuite des épargnants résultant très largement d'une modification du régime fiscal

« Les lois n° 2005-1719 du 30 décembre 2005 de finances pour 2006 et n° 2005-1579 du 19 décembre 2005 de financement de la sécurité sociale pour 2006 ont modifié le régime des prélèvements fiscaux (Tableau 9) et sociaux pesant sur les intérêts produits par les plans d'épargne logement (PEL). [...] »

Après avoir oscillé autour de + 3 % durant l'année 2005, le taux d'évolution annuelle des PEL est devenu négatif depuis le début de l'année 2006. [...] Les sorties du PEL se sont situées en 2006 à près de 28 milliards d'euros et la décollecte s'est poursuivie à un rythme élevé en 2007 avec un flux négatif de 20 milliards d'euros. [...]

Ce phénomène de décollecte au détriment d'un produit d'épargne traditionnel a surpris par son ampleur et sa rapidité et n'a pas été anticipé à sa juste mesure par les différents intervenants concernés (ni le réseau bancaire, ni les services de l'État).

Il est le résultat de la conjonction de deux attitudes :

- celle de l'épargnant particulier, dont la réaction peut être qualifiée d'« épidermique à la fiscalité » ;
- celle du réseau distributeur, qui a largement accompagné cette réaction en incitant les épargnants à s'orienter vers d'autres produits. »

Censi, Y., Rapport d'information sur l'impact des mesures législatives portant sur les produits financiers, 18 juin 2008

Encourager de manière réaliste l'épargne longue : quelles conséquences sur l'offre de produits d'épargne ?

La politique de l'épargne doit, prioritairement, s'efforcer de favoriser les comportements individuels tendant à préparer au mieux le futur. Il s'agit ici :

- d'une part, de renverser la préférence naturelle des ménages pour le présent, qui conduit ces derniers à sous-estimer les risques futurs (tels que ceux résultant du vieillissement) ;
- d'autre part, d'aider au déploiement des projets de vie, comme par exemple la progression dans le parcours résidentiel (achat immobilier), la protection financière contre les aléas de la vie (chômage, arrêt temporaire ou permanent de travail, décès d'un conjoint, etc.) et à la transmission d'un patrimoine.

Ces deux approches étant complémentaires, deux types de supports d'épargne doivent ainsi être soutenus :

- Les supports par capitalisation dédiés à la préparation de la vieillesse : épargne retraite (PERP, PERCO dans un cadre individuel, régimes supplémentaires de retraite d'entreprise) ou épargne dépendance ;
- Les supports « souples », dont les usages sont multiples, tels que l'assurance vie, qui permettent de répondre à une multitude de préoccupations et de besoins exprimés par les ménages, dans un cadre long et avec des garanties de sécurité.

Enfin, sans doute est-il temps d'envoyer les « bons signaux » politiques. On ne peut à cet égard que déplorer les excès des discours critiques sur la notion même de « capital », alors qu'il s'agit en réalité d'épargne accumulée.

Faut-il inciter les ménages à porter des risques financiers que la puissance publique ou les investisseurs institutionnels ne peuvent pas porter ?

C'est une tentation permanente de la politique de l'épargne. Partant par exemple du constat selon lequel les Français détiennent moins d'actions « en direct » que les Italiens, les Suédois ou les Américains, de nombreux acteurs appellent à un renforcement de l'incitation des ménages à recourir aux actions.

Même si cela est en grande partie irrationnel, c'est une donnée comportementale majeure de l'épargnant français : le Français est averse à la détention directe d'actions et à la prise de risque. Peut-on lutter contre ? Rien n'est moins sûr.

De surcroît, la culture financière des ménages français est de très mauvaise qualité, comme l'a montré une étude du CREDOC de fin 2011²³. Ignorant pour la grande majorité d'entre eux ce qu'est une obligation ou un dividende, ainsi que le fonctionnement des produits plus complexes que les livrets ou l'assurance vie, est-il légitime de les inciter à y avoir recours ?

Cela n'empêche pas, naturellement, le recours à des dispositifs incitatifs pour des supports d'épargne longue plus risqués (exemple : les actions, les produits investis en actions, etc.), dont l'utilité économique est évidente.

Il serait cependant déraisonnable – car non conforme aux intérêts des ménages – de les orienter « à marche forcée » vers des supports d'épargne non cohérents avec leur aversion naturelle aux risques.

Dans tous les cas, une telle offre risquerait fort de ne pas rencontrer la demande escomptée et ce, quelles que puissent être les incitations notamment fiscales. L'exemple du PEA, bénéficiant d'une incitation fiscale forte mais ne représentant qu'environ 1% du patrimoine des ménages, est assez illustratif.

²³ CREDOC, Enquête sur « La culture financière des Français », 2011

2.3 Mettre fin aux incohérences et à l'instabilité de la fiscalité des revenus de l'épargne

Constater que l'outil fiscal ne peut pas tout ne remet cependant pas en cause sa pertinence. Il faut l'envisager d'abord comme l'un des outils à disposition de la puissance publique pour déployer une politique de l'épargne, outil doté d'un certain degré d'efficacité et qui, comme tous les outils, peut être mal ou bien employé²⁴.

De ce point de vue, beaucoup reste à faire.

Un biais fiscal en faveur des produits d'épargne financière liquide

La fiscalité applicable aux produits d'épargne liquides et sécurisés est indissociable du succès populaire de ces produits. Elle a incité les ménages à y avoir largement recours, alors même que les épargnants français ont spontanément peu d'appétence pour les placements « tunnels » et/ou risqués.

Les intérêts du Livret A, du Livret jeune ou du Livret de développement durable sont totalement exonérés à la fois de prélèvements sociaux et fiscaux. Cet écart de fiscalité est d'autant plus déterminant lorsque les rendements avant impôts comparés entre produits sont réduits.

De ce fait, les régimes fiscaux et sociaux dont bénéficient ces produits sont sans doute excessifs par rapport à l'impératif d'allongement de la durée de l'épargne. Tel est, selon le rapport du député Y. Censi sur la fiscalité de l'épargne de 2008, le constat largement partagé par l'ensemble des experts²⁵.

Des incohérences dans les régimes fiscaux du point de vue de l'encouragement à l'épargne longue financière

Certaines incohérences de la fiscalité du patrimoine et de l'épargne, du point de vue de l'objectif d'encouragement de l'épargne longue financière, doivent être relevées.

- L'utilité économique de certains supports d'épargne est par exemple discutable. On peut s'interroger sur la fiscalité des œuvres d'art qui sont par exemple exclues du champ de l'ISF.
- De même, on peut noter que pour la vente d'une résidence secondaire, la plus-value imposable au taux de 19% (sans compter les prélèvements sociaux) est progressivement réduite grâce à un abattement à partir de la sixième année (exonération au bout de 30 ans) alors que les plus-values sur titres (hors PEA) sont imposées en règle générale au taux de 19% quelle que soit la durée de détention.

Au surplus, on ne doit pas négliger la question de cohérence posée par la taxation des transactions financières, tant ses conséquences – qui dépendent

²⁴ Lequoy, J-F., *op. cit.*

²⁵ Censi, Y., Rapport d'information sur l'impact des mesures législatives portant sur les produits financiers, 18 juin 2008

largement du dispositif retenu – peuvent être importantes à la fois sur les ménages (portefeuille d’actions, etc.) ou les investisseurs institutionnels de long terme.

Une fiscalité favorable à la détention longue de l'épargne sur certains supports d'épargne longue financière et en particulier l'assurance vie

L'existence d'une imposition forfaitaire libératoire au titre de l'impôt sur le revenu permet – entre autres – de tenir compte de la durée de détention de l'épargne. Si le barème de l'impôt sur le revenu s'appliquait, la prise en compte du facteur temps serait impossible par le biais des taux.

Cette « récompense » fiscale en fonction de la durée de détention existe pour les actions détenues via le PEA²⁶.

La fiscalité de l'assurance vie va encore plus loin : en dessous de 4 ans, les intérêts sont fiscalisés à hauteur de 35% : le taux d'imposition à court terme, dissuade l'utilisation de l'assurance vie comme support d'épargne liquide, le montant des produits financiers étant alors très significativement amputé après impôt ; entre 4 et 8 ans, 15% ; au-delà de 8 ans, 7,5% (ce à quoi il faut ajouter 13,5 points de prélèvement sociaux et 15,5 à partir de juillet 2012). Le profil du taux de prélèvement forfaitaire libératoire en fonction du temps est ainsi parfaitement cohérent avec l'incitation à la détention de long terme.

Pour mémoire, dans son rapport consacré à l'évaluation de la politique publique de l'assurance vie²⁷, la Cour des comptes reconnaît la pertinence de l'incitation fiscale à la détention longue, tout en proposant un réaménagement du dispositif²⁸.

Certains dispositifs peuvent cependant être améliorés : c'est le cas de la fiscalité de la « rente », modalité de « sortie » des produits d'épargne destinés à la préparation de la retraite.

Comparaison fiscalité du capital / fiscalité du travail : mettre fin aux caricatures pour éviter des erreurs dommageables

Dire, comme on l'entend parfois, que le capital (ou l'épargne) est moins taxé que le travail est une erreur.

- La comparaison des taux d'imposition des revenus de l'épargne et du travail est trompeuse à cause de l'inflation. Certes, les taux nominaux d'imposition sont plus faibles pour les revenus du capital que pour ceux du travail (24% pour le taux normal du prélèvement forfaitaire libératoire, 41% pour le taux marginal de l'impôt sur le revenu, sans prise en compte des prélèvements sociaux). Mais cette comparaison des taux nominaux n'est pas pertinente. L'inflation, certes désormais contenue, érode mécaniquement le pouvoir d'achat des revenus accumulés, à la différence des revenus du travail : considérer par conséquent qu'un euro de revenu du travail et un euro de revenu de l'épargne doivent avoir le

²⁶ Pour le PEA, au-dessus d'une durée de détention de 5 ans, il y a exonération d'impôt sur le revenu sur les dividendes et les plus-values (mais pas de prélèvements sociaux).

²⁷ Cour des comptes, Rapport d'évaluation de la politique publique en faveur de l'assurance vie, janvier 2012

²⁸ Abattement de 10% par an de 4 à 14 ans au lieu d'un PFL dégressif par paliers de 4 à 8 ans.

même traitement fiscal en termes de taux nominaux est injuste²⁹ (encadré n°10).

Encadré n°10

Un exemple montrant les pièges de la comparaison fiscalité du travail / fiscalité du capital

Un épargnant est rémunéré à hauteur de 4% par an sur un placement, alors que l'inflation est de 2%.

- Un taux de rendement nominal de 4% correspond, avec une inflation de 2%, à un taux de rendement réel de 2%. Si ces 4% lui rapportent 100€ par an, son gain de pouvoir d'achat n'est que de 50€.
- L'impôt sur le revenu qu'il acquitte est assis sur le rendement nominal et non sur le rendement réel – qui seul mesure le pouvoir d'achat effectif d'un revenu de l'épargne.
- **Par conséquent, avec un taux de prélèvement de 24% sur un revenu nominal de 100€, l'épargnant devra acquitter un impôt de 24€. Rapporté à son gain de pouvoir d'achat réel qui n'est que de 50€, cet impôt sera donc en réalité de $24/50 = 48\%$, ce qui est sensiblement plus élevé que le taux de 41% de la dernière tranche de l'impôt sur le revenu...**
- **...et ce sans prendre en compte les prélèvements sociaux, plus élevés sur les revenus de l'épargne.**

- Le niveau de taxation dépend aussi des prélèvements sociaux, plus élevés pour les revenus de l'épargne. Ainsi, à fin mars 2012, ils représentent 13,5% – et bientôt 15,5% – pour les revenus du patrimoine et de placement, contre 8 points pour les revenus d'activité (salaires, revenus professionnels) et 7,1 points pour les revenus de remplacements (retraites).

D'ailleurs, la taxation de l'épargne est déjà élevée en France, alors que la concurrence fiscale en Europe exige au contraire de ne pas la surtaxer.

La fiscalité des revenus du patrimoine est plus élevée en France qu'en Allemagne et d'une manière générale dans l'Union européenne comme l'a récemment montré la Cour des comptes³⁰ (que ce soit pour les revenus du capital ou pour le capital dans son ensemble – revenus ou stock). Cela n'empêche naturellement pas de rechercher une meilleure justice fiscale, mais une fiscalité vertueuse du capital ne peut résider, en tant que telle, dans un alignement avec celle du travail, facteur de production en moyenne très peu mobile.

Dans un environnement européen mais aussi mondial marqué par la forte mobilité des capitaux, le niveau de taxation optimal du capital

²⁹ Pour mémoire, le système du prélèvement forfaitaire libérateur avait été créé pour prendre en compte le « prix du temps », et en particulier l'inflation, qui entame le rendement de l'épargne. L'injection de liquidités dans l'économie pour éviter la récession a été colossale. Ses effets pourraient se faire ressentir dans les années à venir, et jouer un rôle important dans la taxation du patrimoine – rôle qui est aujourd'hui totalement sous-estimé.

³⁰ Cour des comptes, Rapport sur les prélèvements fiscaux et sociaux en France et en Allemagne, mars 2011

(patrimoine, revenus du patrimoine) doit ainsi être défini en fonction des niveaux pratiqués à l'étranger, au risque, sinon, de perdre en compétitivité fiscale et d'assister à une « fuite » de capitaux.

C'est très précisément ce que rappelle le Conseil des prélèvements obligatoires³¹ : « Dès lors, augmenter le taux de taxation des revenus de l'épargne financière à un taux substantiellement plus élevé en France pourrait se traduire par une augmentation des flux d'expatriation de celle-ci, donc à une diminution d'assiette, voire, dans le cas extrême, à une perte de recettes en dépit d'un niveau de taxation plus élevé. Ce sont donc des considérations liées à des différences de niveaux de taxation et de fraudes potentielles qui expliquent que les revenus de l'épargne financière soient traités différemment, c'est-à-dire moins taxés que si ces revenus étaient intégrés au revenu imposable du redevable et étaient soumis au barème de l'IR, alors que ce dernier peut aujourd'hui opter pour un PLF si tel est son intérêt. »

L'une des conséquences de l'erreur consistant à raisonner sur les taux nominaux, pourrait être la suppression du système du prélèvement forfaitaire libératoire, qui offre la possibilité de ne pas être imposé au barème de l'impôt sur le revenu.

- D'une part, le système du prélèvement forfaitaire libératoire permet d'introduire une dégressivité dans le temps, compensant ainsi l'érosion du pouvoir d'achat de certains revenus du capital du fait de l'inflation. D'autres dispositifs sont naturellement possibles, tels que l'abattement d'assiette croissant avec le temps.
- D'autre part, beaucoup d'autres pays européens proposent un tel système.

L'instabilité fiscale, ennemie de l'engagement de long terme

Selon le rapport d'Olivier Fouquet de juin 2008 au ministre du Budget, des comptes publics et de la fonction publique, citant des données de la direction de la législation fiscale, « environ 20% des articles du code général des impôts sont modifiés chaque année. Même si certaines de ces modifications s'expliquent par l'indexation de certains seuils numériques, l'écart entre le nombre minimal (458) et maximal (1 528) de modifications annuelles [de 1990 à 2008] donne une idée de l'impact de l'activisme législatif. » Il en résulte que « l'instabilité et la complexité de la norme fiscale sont les premières causes d'insécurité juridique : les changements fréquents de la loi et les difficultés qui apparaissent lorsqu'il s'agit de l'interpréter constituent une source de risque pour l'ensemble des contribuables dans leur relation avec l'administration fiscale comme dans l'appréhension de la dimension fiscale d'un projet économique. »

Ainsi, outre les difficultés dans les relations entre les contribuables et l'administration fiscale – objet du rapport Fouquet –, l'instabilité emporte des conséquences de nature économique : en modifiant et en rendant moins lisibles à la fois leurs intentions et les dispositifs fiscaux, les pouvoirs publics font évoluer en permanence les signaux fiscaux envoyés aux acteurs économiques. On pense naturellement aux entreprises, mais on doit aussi prendre en compte les épargnants.

³¹ Conseil des prélèvements obligatoires, « Prélèvements obligatoires sur les ménages. Progressivité, effets redistributifs », rapport annuel 2011

Les effets délétères de l'instabilité de la fiscalité sont d'autant plus importants qu'elle concerne des décisions d'épargne ou d'investissement de long terme. En effet, ces décisions conduisent normalement à des engagements longs, résultant d'une équation économique basée elle-même sur un horizon lointain. Modifier la fiscalité revient à bouleverser l'ensemble de cette équation, via le rendement escompté, et, à la limite, à rendre caduque cette équation. En d'autres termes, on ne doit pas changer « les règles du jeu » en cours de jeu.

Pire, l'instabilité des règles fiscales est par ailleurs nourrie, en France, par la rétroactivité fiscale. Comme le souligne le rapport Gibert de 2004 – réalisé à la demande du ministre de l'Economie, des finances et de l'industrie de l'époque, Nicolas Sarkozy –, la rétroactivité en matière fiscale est un mal ancien, régulièrement dénoncé et contre lequel il semble manifestement difficile de lutter. Pourtant, *« la limitation du recours à la technique de la rétroactivité fiscale contribue au renforcement de la sécurité juridique de l'ensemble des citoyens. Il est en effet légitime que le contribuable puisse effectuer les arbitrages de sa vie quotidienne (« travail/loisir », « épargne/consommation ») en pleine connaissance de cause, sans être exposé au risque d'un changement rétroactif des règles du jeu. »* Le rapport souligne d'ailleurs, fort à propos, qu'un *« encadrement plus strict des usages de la rétroactivité fiscale apparaît en outre de nature à renforcer l'efficacité des orientations de politique économique du gouvernement. »*

L'une des formes les plus pernicieuses de la rétroactivité est dite « économique ». Alors que la rétroactivité dite « juridique » modifie le passé et est encadrée par la jurisprudence, la rétroactivité « économique » ne dispose juridiquement que pour l'avenir et n'est donc pas encadrée. Cependant, elle peut affecter des situations en cours et bouleverser l'équation d'épargne des ménages.

Encadré n°11

L'encadrement de la rétroactivité en matière fiscale : deux initiatives parlementaires restées sans suite

- **Proposition de loi organique déposée par Nicolas Sarkozy, Jean-Louis Debré, Philippe Douste-Blazy et José Rossi (1998).** Modifier le premier alinéa de l'article 4 de l'ordonnance organique du 2 janvier 1959 de la manière suivante : *« L'autorisation de percevoir les impôts est annuelle. Toutefois, sous réserve d'en limiter précisément la durée dans la loi, les avantages fiscaux peuvent acquérir un caractère pluriannuel, sans qu'une loi ultérieure puisse venir les modifier avant l'échéance prévue. Le rendement des impôts dont le produit est affecté à l'Etat est évalué par les lois de finances. »*
- **Propositions de loi organique de Philippe Marini, Charles Millon, Michel Meylan et Jean-Claude Carle (1999, 2000 et 2001).** Ces propositions de loi organique, accompagnant des propositions de loi constitutionnelle déposées il y a une décennie, encadraient la « rétroactivité économique », en interdisant la *« modification des dispositions à caractère incitatif instituées pour une durée déterminée avant le terme prévu, sauf dans le cas où la modification vise à rendre le dispositif plus favorable au contribuable ».*

Gibert, B., « Améliorer la sécurité du droit fiscal pour renforcer l'attractivité du territoire », rapport à Nicolas Sarkozy, ministre d'Etat, de l'Economie, des finances et de l'industrie, 2004

Pour résumer : quels sont les atouts et les faiblesses de la fiscalité du point de vue de la nécessité de développer l'épargne financière de long terme ?

FAIBLESSES	ATOUPS
<ul style="list-style-type: none">• Une fiscalité complexe et « en millefeuille »• Une instabilité fiscale, une rétroactivité et un manque d'évaluation <i>ex ante</i> des conséquences des décisions prises préjudiciables• Un taux plus élevé d'imposition du patrimoine que chez beaucoup de nos voisins européens• Un biais fiscal favorable à l'épargne liquide• Des incohérences dans les modalités d'imposition des différents supports de patrimoine, du point de vue de l'encouragement du long-terme• Des dangers à comparer la fiscalité des revenus du « capital » et celle des revenus du travail	<ul style="list-style-type: none">• Une fiscalité de l'assurance vie et du PEA cohérente avec la logique de détention de long-terme• Un système de prélèvement forfaitaire libératoire qui permet d'encourager la détention longue

2.4 Aider les investisseurs institutionnels à transformer l'épargne de long terme en investissements longs

Il a assez été dit qu'une réglementation qui omettait de prendre en compte les spécificités du modèle économique d'un secteur courrait le risque d'en pénaliser le développement en induisant des effets pervers. Cela semble particulièrement vrai s'agissant des différentes évolutions réglementaires en cours – sur le plan comptable (normes IFRS 9 et IFRS 4-phase 2) comme sur le plan prudentiel (Bâle 3, Solvabilité 2) – qui sont de nature à pénaliser l'investissement de long terme.

La comptabilisation en valeur de marché génère une plus grande sensibilité du compte de résultat et du bilan des institutions financières aux fluctuations de court terme des marchés. Elle tend à brouiller l'interprétation qui peut être faite des résultats de la stratégie d'un investisseur sur le long terme et à favoriser l'adoption de comportements pro-cycliques.

De même, les approches prudentielles qui sont construites par référence à un horizon d'au maximum un an (calcul de la « *value at risk* », ratio de liquidité), incitent les investisseurs à raccourcir leurs horizons d'investissement. S'agissant de Solvabilité 2, les charges en capital s'avèrent particulièrement lourdes pour les investissements des assureurs dans les entreprises et les infrastructures et ce, d'autant plus que les durations sont longues. Quant à Bâle 3, c'est la fonction même de transformation de l'épargne par les banques qui est partiellement remise en cause au travers, notamment, de la mise en place de ratios de liquidité qui renchérissent, et donc limitent significativement, les financements les plus utiles à l'économie (infrastructure, PME, crédit export).

C'est pour répondre à ces préoccupations, qu'il convient, comme c'est le cas avec le rapport La Martinière de novembre 2011, d'insister sur la nécessité vitale d'assurer la meilleure prise en compte possible des particularités du modèle économique des investisseurs de long terme afin d'optimiser leur rôle de stabilisateur des marchés et de financeur de l'économie.

2.5 Mieux évaluer *ex ante* les conséquences des décisions en matière d'épargne et d'investissement

Le rapport Censi cité plus-haut souligne en creux l'incapacité des pouvoirs publics à évaluer correctement l'impact des décisions de modification de la fiscalité de l'épargne.

De même, comme le rappelle le rapport Fouquet, « *la concertation insuffisamment ouverte et le manque d'études préalables liés à l'élaboration dans l'urgence de certains textes conduisent à des difficultés d'application et à des effets pervers non anticipés, qui nécessitent des modifications ultérieures* ».

Ce point de méthode est crucial : l'exemple du PEL, support d'épargne longue malmené par une réforme fiscale dont les conséquences ont été peu ou pas anticipées, est là pour le rappeler (encadré n°9).

L'évaluation des décisions en matière d'épargne mais aussi dans le domaine de l'investissement et de la régulation des investisseurs de long-terme doit être non seulement systématisée mais aussi renforcée.

Même si la France a réalisé d'importants efforts dans le domaine, en systématisant par la loi organique le recours aux études d'impact pré-législatives³², l'exercice reste dans les faits très insuffisant, lacunaire et parfois politique. En outre, comme le souligne le Conseil d'Etat³³, la dimension consultation / concertation ne reste que marginale. Le législateur français gagnerait à s'inspirer de méthodes mises en œuvre soit au niveau européen (l'Union européenne a depuis de nombreuses années recours aux « *impact assessments* » laissant une place importantes aux consultations des parties prenantes), soit dans d'autres pays d'Europe (le concept de « *better regulation* » anglo-saxon est très riche et ouvre d'intéressantes perspectives en France).

Un tel chantier pourrait être utilement lancé au niveau de la place financière de Paris. Il exigerait cependant que les pouvoirs publics acceptent de faire évoluer les modalités de production des règles juridiques en matière d'épargne ou d'investissement et ce, à tout niveau et quel que soit le « véhicule juridique » concerné (directive européenne, loi, règlement, etc.).

³² Loi organique du 15 avril 2009

³³ Conseil d'Etat, « *Légiférer autrement, participer effectivement* », Rapport public annuel 2011, juin 2011

Conclusion de la partie 2

Quelques règles à respecter pour une politique de l'épargne et de l'investissement orientées « long-terme »

Encadré n°12

Cinq grands principes favorables à la mise en place d'un écosystème favorable à une épargne longue et d'un investissement long

« • Une politique de l'épargne efficace doit avant tout respecter les données comportementales et psychologiques de l'épargnant : délégation de la gestion, recherche de sécurité, de simplicité, de souplesse et de stabilité.

• La politique de l'épargne doit trouver de manière réaliste le point de rencontre entre les besoins exprimés par les épargnants, leur psychologie et les objectifs d'intérêt général.

• La politique de l'épargne doit faire du long-terme son premier objectif. Cet objectif doit guider toutes les décisions prises en matière d'épargne ou au moins être sérieusement pris en compte.

• L'efficacité des décisions de politique publique en matière d'épargne dépend de la prise en compte des contraintes pesant sur l'offre de produits d'épargne et les investisseurs (relation client, d'une part, gestion de l'épargne, d'autre part).

• Faire un choix cohérent en faveur du long terme signifie soutenir la capacité de transformation de l'épargne longue en investissements longs et connecter les différentes politiques publiques, à la fois celle de l'épargne et celle de l'investissement. »

Lequoy, J-F., « Pour un écosystème "long term friendly" : quelques principes à partir de l'exemple de l'épargne longue et de l'assurance vie », in « Rapport moral sur l'argent dans le monde 2012 », Revue d'économie financière, janvier 2012



Bibliographie



Arrondel, L. & Masson, A., « *L'épargnant dans un monde en crise, ce qui a changé* », CEPREMAP, Editions Rue d'Ulm, 2011

Brard, J-P., Cahuzac, J., Carrez, G., Migaud, D. et Yanno, G., Rapport d'information sur les niches fiscales, 2008

CEA, « *Insurance: a unique sector. Why insurers differ from banks* », juin 2010

Censi, Y., Rapport d'information sur l'impact des mesures législatives portant sur les produits financiers, 18 juin 2008

Conseil des prélèvements obligatoires, « *Prélèvements obligatoires sur les ménages. Progressivité, effets redistributifs* », Rapport annuel 2011

Conseil d'Etat, « *Légiférer autrement, participer effectivement* », Rapport public annuel 2011, juin 2011

Conseil d'orientation des retraites, 5ème Rapport, 2007

Cour des comptes, Rapport d'évaluation de la politique publique en faveur de l'assurance vie, janvier 2012

Cour des comptes, Rapport sur les prélèvements fiscaux et sociaux en France et en Allemagne, mars 2011

CRÉDOC, Enquête sur « *La culture financière des Français* », 2011

« *Fiscalité de l'épargne dans le cadre du marché intérieur européen* », Rapport des groupes de travail du Conseil national du crédit et du titre, sous la direction de Daniel Lebègue, 1988

Fouquet, O., « *Améliorer la sécurité juridique des relations entre l'administration fiscale et les contribuables : une nouvelle approche* », rapport au ministre du Budget, des comptes publics et de la fonction publique, 2008

Garnier, O. et Thesmar, D., « *Epargner à long terme et maîtriser les risques financiers* », Conseil d'analyse économique, 2009

Giami, T. et Rameix, G., Rapport sur le financement des PME-ETI par le marché financier, novembre 2011

Gibert, B., « *Améliorer la sécurité du droit fiscal pour renforcer l'attractivité du territoire* », rapport à Nicolas Sarkozy, ministre d'Etat, de l'Economie, des Finances et de l'Industrie, 2004

Glachant, J., Lorenzi, J-H., Quinet, A. et Trainar, Ph., « *Investissements et investisseurs de long terme* », Conseil d'analyse économique, 2010

Institut Montaigne, « *Financement des entreprises : propositions pour la présidentielle* », mars 2012

- Kessler, D. et Masson, A., « *Cycles de vie et générations* », 1985, *Economica*
- La Martinière (de), G., « *Les assureurs comme investisseurs de long terme* », in « *Investissements et investisseurs de long terme* », Conseil d'analyse économique, 2010
- La Martinière (de), G., Rapport pour les Assises nationales du financement du long terme, novembre 2011
- Lequoy, J-F., « *Pour un écosystème « long term friendly » : quelques principes à partir de l'exemple de l'épargne longue et de l'assurance vie* », in « *Rapport moral sur l'argent dans le monde 2012* », Revue d'économie financière, janvier 2012
- Masson, A., « *Trois paradigmes pour penser les rapports entre générations* », Regards croisés sur l'économie 1/2010 (n°7)
- Observatoire du financement des entreprises, Rapport sur le financement des PME-PMI et ETI en France, avril 2011
- OFCE, « *Consommation et Importations* », Note pour la délégation aux études et à la planification du Sénat, janvier 2009
- Paris EUROPLACE, « *20 propositions pour relancer le financement de l'économie et la croissance durable* », Livre blanc, mars 2012
- Pastré, O., « *Les investisseurs à long terme : vieille histoire, nouveaux paradigmes* », Revue d'économie financière n° 98/99 (3-2010)
- Perrier, Y., « *Le développement de l'épargne longue* », Paris EUROPLACE, 2010
- Rousseau, L., « *Faut-il orienter l'épargne de long-terme pour financer l'économie à long-terme ?* », CHEA, novembre 2011
- « *The future of long-term investment* », rapport du Forum économique mondial, janvier 2011

