

Paris Europlace

Le développement de l'épargne longue

Groupe de travail présidé par
Monsieur Yves Perrier
Directeur Général, Amundi

Sommaire

Groupe de travail	4
Synthèse du rapport.....	5
1. Définition et objectifs de l'épargne longue des ménages	7
1.1. Définition de l'épargne longue	7
1.2. Le développement de l'épargne longue permet de répondre à trois objectifs	9
1.2.1. Offrir une source de financement pérenne pour l'économie.....	9
1.2.2. Permettre aux Français de répondre à leurs besoins de long terme.....	10
1.2.3. Renforcer le dynamisme financier de la Place de Paris dans le contexte de l'ouverture européenne	12
2. Le taux d'épargne en France est élevé, mais la performance des investissements d'épargne peut être améliorée.....	13
2.1. Le taux d'épargne des Français est relativement élevé	13
2.2. L'immobilier constitue la majorité du patrimoine des Français	14
2.3. L'épargne financière des Français est investie principalement dans des produits à rendement modéré	16
2.3.1. Près des deux tiers de l'épargne financière des Français sont placés sur des supports à rendement modéré.....	16
2.3.2. Certains supports d'épargne de court terme sont utilisés comme véhicules d'une épargne de longue durée	16
2.4. Une part limitée des Français est exposée aux actions, principalement à travers une détention professionnelle.....	16
3. Des freins à l'investissement long terme sur des actifs dynamiques.....	19
3.1. La fiscalité de l'épargne est peu lisible et décourage la détention d'actifs dynamiques	19
3.1.1. Le panorama fiscal de l'épargne de long terme est peu lisible pour l'épargnant.....	19
3.1.2. L'incohérence de la fiscalité avec la durée de détention limite le taux de détention d'actions	20
3.2. Les évolutions anticipées de la réglementation risquent de réduire l'attractivité des investissements de long terme.....	21
3.2.1. La mise en place en l'état de la directive Solvabilité II pénaliserait l'investissement des sociétés d'assurances en actions	21
3.2.2. Les recommandations du comité de Bâle limiteraient la capacité des banques à financer les entreprises	22
3.3. Les lacunes en matière d'éducation financière des épargnants conduisent à une allocation d'actifs peu diversifiée ou à faible performance.....	23
3.3.1. Le niveau d'éducation financière des épargnants limite le dynamisme de leur épargne financière longue	23
3.3.2. L'allocation d'actifs des ménages dont l'éducation financière est limitée offre un profil rendement-risque sous-optimal.....	24

3.4. La méconnaissance du rôle que peuvent jouer les investisseurs de long terme en France pénalise le rendement des placements financiers des épargnants.....	25
4. Propositions pour renforcer l'épargne longue	26
4.1. La consolidation de l'assurance-vie est un préalable au développement de l'épargne longue.....	27
4.2. Les Français doivent augmenter leur épargne financière de long terme.....	27
4.2.1. Action 1 : Orienter une part significative de la future collecte d'épargne financière vers des produits de long terme.....	28
4.2.2. Action 2 : Modifier la structure des encours actuels d'épargne des ménages en faveur de produits à horizon long.....	32
4.3. Le rendement de l'épargne des Français doit être amélioré.....	34
4.3.1. Action 3 : Encourager les Français à épargner plus tôt pour préparer leur avenir et leur permettre de bénéficier d'un horizon de placement allongé.....	34
4.3.2. Action 4 : Renforcer massivement la détention d'actifs dynamiques (actions ou produits investis en actions) dans le cadre de placements à horizon long.....	36
4.4. La gestion professionnelle, la formation et l'information des épargnants doivent être renforcées pour accompagner les Français dans la gestion de leur épargne de long terme.....	39
4.4.1. Action 5 : Renforcer la place de la gestion professionnelle dans l'épargne longue	40
4.4.2. Action 6 : Sensibiliser et former les ménages aux enjeux de l'épargne financière.....	41
Conclusion	43
Références bibliographiques	44

Groupe de travail

Yves Perrier	Amundi	Directeur Général, Président du groupe de travail
Pascal Blanqué	Amundi	Chief Investment Officer
Arnaud de Bresson	Paris Europlace	Délégué Général
Edouard-François de Lencquesaing	Paris Europlace	Conseiller
Olivier Garnier	Société Générale	Chef Economiste
Philippe Morel	BCG ¹	Senior Partner and Managing Director

Contributeurs

Nous tenons à remercier les personnes rencontrées dans le cadre de la rédaction de ce rapport pour leurs contributions :

Paul-Henri de la Porte du Theil	AFG ²	Président
Pierre Bollon	AFG	Délégué Général
Jean-Pierre Grimaud	Af2i ³	Président
Philippe Haudeville	Af2i	Secrétaire Général
Pierre Schereck	Amundi	Responsable de l'épargne salariale
Pierre de Lauzun	FBF ⁴	Directeur Général Adjoint
Jean-Paul Caudal	FBF	Directeur dép. supervision bancaire et comptable
Jean Tricou	FBF	Directeur dép. banque d'investissement et de marché
Bernard Spitz	FFSA ⁵	Président
Gilles Cossic	FFSA	Directeur des assurances de personnes

¹ The Boston Consulting Group

² Association Française de Gestion Financière

³ Association Française des Investisseurs Institutionnels

⁴ Fédération Bancaire Française

⁵ Fédération Française des Sociétés d'Assurances

Synthèse du rapport

Ce rapport a pour objectifs de souligner la nécessité de développer l'épargne longue des Français et de proposer des mesures permettant de soutenir ce développement.

L'épargne longue permet aux ménages de répondre à leurs besoins de financement à long terme. Elle est constituée de produits pour lesquels les avantages sont conditionnés à une durée de détention minimale et d'investissements dans des actifs dont les caractéristiques sont plus attractives sur un horizon long terme (par exemple investissements en actions). Ces produits et actifs dits « longs » permettent d'un point de vue individuel de dynamiser l'épargne des Français et servent 3 principaux objectifs macroéconomiques :

- Offrir une source de financement pérenne pour l'économie française, notamment à travers la détention à long terme de titres de PME et de grandes entreprises, dans un contexte de raréfaction anticipée des financements publics et des financements émanant des banques et sociétés d'assurances
- Permettre aux Français de constituer une épargne disponible à long terme pour faire face à des besoins financiers futurs (par exemple la constitution d'un complément aux ressources distribuées par les régimes de retraite obligatoires)
- Renforcer le dynamisme de la place financière de Paris qui pourra capitaliser sur son expérience reconnue en gestion d'actifs, et bénéficier d'une partie des flux financiers de l'épargne de long terme des ménages français.

La diversification du patrimoine des Français peut être améliorée ; la part relativement faible des actifs longs présentant des rendements dynamiques pénalise la capacité des ménages à préparer leur avenir.

- La majorité du patrimoine des Français est constituée d'actifs immobiliers ; le patrimoine financier des Français représente un tiers de leur patrimoine total
- L'assurance-vie est le premier vecteur des flux d'épargne financière longue des Français (environ 1 250 Md€⁶ d'encours fin 2009 ; dont approximativement 1 000 Mds€ sont investis sur les fonds en euros des contrats d'assurance-vie et 250 Mds euros sur les supports unités de compte⁷). En moyenne, un contrat d'assurance-vie a une durée de détention de 14 ans.
- 900 Mds€ sont investis sur des produits liquides (dépôts à vue, livrets, produits monétaires)
- Si la détention d'actions représente une part non négligeable des placements des ménages via l'assurance-vie et les actifs des assureurs (19 % des placements, soit un peu plus de 300 mds d'euros) et la gestion d'actifs, la détention directe d'actions est en revanche limitée à une minorité de Français et la part des actions cotées dans le patrimoine financier des Français, bien que comparable à celle des autres pays d'Europe continentale, est nettement inférieure à celle des pays anglo-saxons.

Dans le contexte actuel, plusieurs freins limitent les investissements des ménages dans des actifs dynamiques, notamment les actions.

- La fiscalité ne favorise pas suffisamment la détention de véhicules longs ni d'actifs dynamiques et reste peu lisible pour les épargnants
- Les évolutions réglementaires à l'échelle européenne (directives Solvabilité II et Bâle III) vont limiter fortement les investissements des sociétés d'assurances et des banques dans les classes d'actifs ayant un rendement et un risque élevés
- L'éducation financière limitée des épargnants français et leur faible niveau d'information les empêchent de bénéficier des opportunités d'investissement qui leur sont offertes

⁶ Source : FFSA, décembre 2009

⁷ Estimations

- L'usage restreint d'une véritable gestion professionnelle de long terme a limité la performance de l'épargne financière en empêchant de bénéficier d'horizons de gestion de très long terme.

Une action énergique doit être mise en œuvre pour développer l'épargne longue en France et coordonner les efforts des ménages, des pouvoirs publics, des entreprises et des institutions financières en ce sens :

- La part de l'épargne longue dans la structure d'épargne des Français doit être renforcée pour leur permettre de répondre à leurs besoins financiers de long terme. La fiscalité doit clairement favoriser l'épargne longue.
- L'horizon de l'épargne doit être allongé, pour lui permettre d'être une épargne dynamique, orientée vers des sous-jacents présentant un profil rendement-risque optimisé en fonction du cycle de vie de l'épargnant et de ses attentes.
- Enfin, le développement de l'épargne longue doit s'accompagner d'un renforcement de la gestion collective et de la gestion par des investisseurs professionnels ainsi que d'une meilleure information et sensibilisation des Français aux enjeux de la gestion financière à long terme.

Un préalable indispensable est la stabilisation des encours existants d'épargne longue, notamment les encours de l'assurance vie qui est en France le principal pilier de l'épargne longue.

Par ailleurs, le rapport propose 6 actions clés permettant d'atteindre les objectifs énoncés ci-dessus :

- Action 1.** Orienter une part significative de la **future collecte** d'épargne financière vers des produits de long terme.
- Action 2.** Modifier la structure des **encours actuels** d'épargne des ménages en faveur de produits à horizon long.
- Action 3.** Encourager les Français à **épargner plus tôt** pour préparer leur avenir et leur permettre de bénéficier de cet horizon de placement allongé.
- Action 4.** Renforcer massivement la détention d'**actifs dynamiques** (actions ou produits investis en actions) dans le cadre de placements à horizon long.
- Action 5.** Renforcer la place de la **gestion professionnelle** dans l'épargne longue.
- Action 6.** **Sensibiliser et former** les ménages aux enjeux de l'épargne financière.

1. Définition et objectifs de l'épargne longue des ménages

1.1. Définition de l'épargne longue

Le patrimoine total des Français s'élevait fin 2008 à ~10 200 Mds€, dont ~6 950 Mds€ en actifs non financiers (principalement des actifs immobiliers) et ~3 250 Mds€ en actifs financiers⁸. Le présent rapport se concentre sur le développement de l'épargne financière longue. L'épargne financière est dite « longue » lorsqu'elle permet aux ménages de répondre à des besoins de financement qu'ils envisagent à long terme, par exemple la préparation de la retraite, l'acquisition d'un logement ou la transmission d'un patrimoine, par opposition à l'épargne liquide qui leur permet de répondre ponctuellement à leurs besoins de consommation.

L'épargne financière longue peut être définie à plusieurs niveaux, en considérant à la fois les enveloppes-produits ou contrats souscrits par les ménages pour épargner et les actifs sous-jacents sur lesquels les sommes sont investies.

On peut considérer comme épargne financière longue les fonds placés par les ménages français dans des enveloppes peu liquides et ayant vocation à être détenues à un terme supérieur ou nettement supérieur à 2 ans. Il faut cependant distinguer plusieurs catégories de produits :

- Certains véhicules possèdent des caractéristiques qui incitent les épargnants à les détenir sur le long terme, grâce à des avantages (notamment fiscaux) accordés en contrepartie d'une durée de détention minimale ou du fait de la nature des actifs sous-jacents. C'est le cas des produits suivants :
 - Contrats d'assurance vie (contrats en euros et contrats en unités de comptes)⁹
 - Epargne contractuelle de type PEP ou PEL¹⁰
 - Actions détenues via un Plan d'Epargne en Actions
 - OPCVM obligataires et actions
 - Certains fonds d'investissement, notamment ceux souscrits dans le cadre d'une épargne salariale
- D'autres véhicules engagent l'épargnant pleinement sur une durée de détention minimale¹¹ ou jusqu'à une échéance déterminée (par exemple la retraite) et sont les seuls qui permettent une véritable gestion longue de la part des investisseurs professionnels. C'est le cas des produits suivants :
 - Contrats d'assurance vie « euros diversifiés »
 - Produits d'épargne retraite (notamment PERP, PERCO, Article 83, article 39...)

Enfin, les fonds épargnés sur les produits décrits ci-dessus sont investis dans des actifs sous-jacents qui peuvent être considérés longs si leur détention a vocation à offrir un avantage marqué sur le long terme plutôt qu'immédiatement. C'est le cas notamment des actions de sociétés cotées ou non-cotées et, dans une moindre mesure, des obligations d'entreprises et obligations d'Etat.

Pour les actions, l'allongement de la durée de détention augmente la probabilité de surperformance face aux placements monétaires et réduit l'écart de volatilité face à ces mêmes placements. Garnier

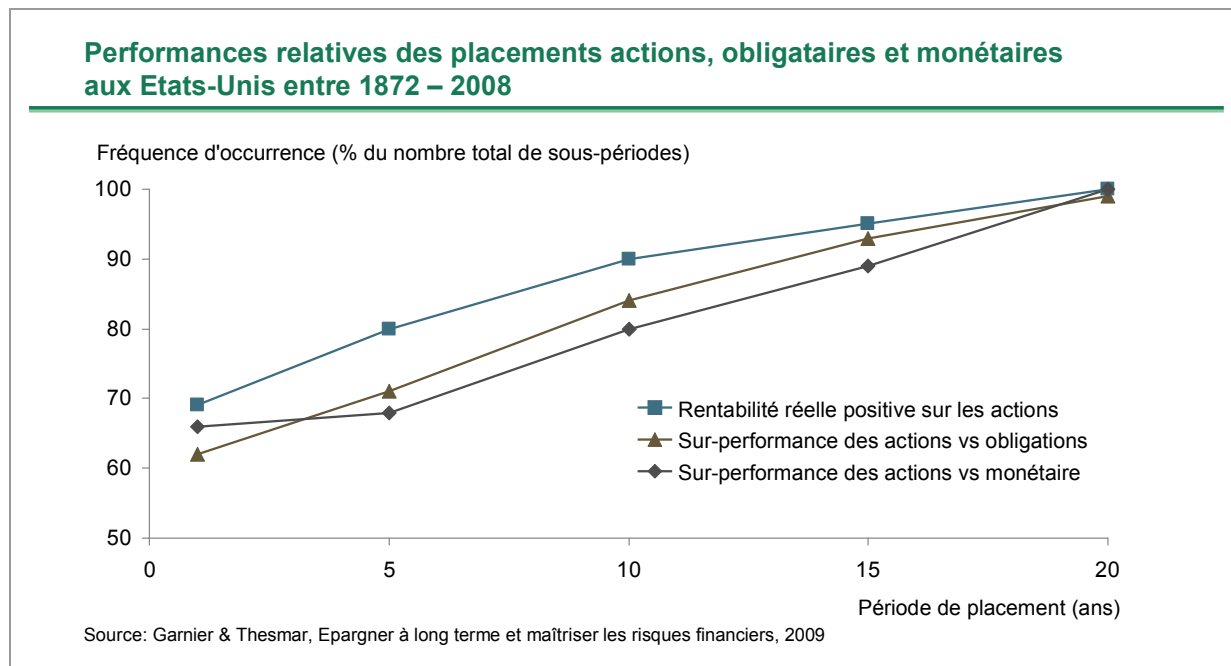
⁸ Ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages (S14 et S15) ; source : INSEE, Banque de France

⁹ La fiscalité de ces produits incite les épargnants à les détenir au moins 8 ans mais l'épargnant peut effectuer un rachat tout au long de la vie du contrat

¹⁰ La durée de détention n'est pas contractuelle : la possibilité pour l'épargnant de clôturer un PEL au-delà de la période initiale d'épargne sans pénalité fiscale supplémentaire en fait le support d'une épargne dont l'horizon est généralement supérieur à 2 ans mais pas nécessairement très long.

¹¹ Engagement contractuel

& Thesmar (2009) rappelle qu'aux Etats-Unis, sur une période d'étude allant de 1872 à 2008, la performance sur le long terme des actions a été significativement supérieure à celle des placements obligataires ou monétaires. La fréquence des sous-périodes entre 1872 et 2008 pendant lesquelles les actions ont eu une performance inférieure à celle des instruments monétaires diminue considérablement avec l'horizon d'investissement. Ainsi, il n'y a aucune sous-période de 20 ans entre 1872 et 2008 pendant laquelle la rentabilité réelle des actions a été inférieure à celle des placements monétaires aux Etats-Unis¹².



Cette surperformance est bien entendu liée à une volatilité plus élevée des actions. Mais sur le long terme, cette volatilité apparaît en partie lissée et l'écart de volatilité entre les actions et les instruments monétaires se réduit. Ainsi, si sur les sous-périodes de 5 ans les volatilités annuelles des actions et des instruments monétaires sont très différentes (17% pour les actions contre 5% pour les placements monétaires), elles deviennent comparables à un horizon de 20 ans (13% pour les actions, 9% pour les placements monétaires).

Les actions ne sont évidemment pas un placement sans risque et une épargne constituée seulement d'actions tout au long du cycle de vie ne serait pas souhaitable. Le surcroît de performance qui peut en être espéré devrait néanmoins être exploité dans le cadre de l'épargne de long ou de très long terme, l'horizon d'investissement permettant alors avec une certaine résilience d'accepter un profil de risque supérieur à celui de l'épargne de court terme.

Les produits d'épargne longue et les actifs considérés comme « longs » permettent de répondre à trois objectifs principaux : offrir une source de financement pérenne pour l'économie, permettre aux ménages de se constituer une épargne dynamique pour répondre à leurs besoins de financement à long terme, et renforcer le dynamisme de la Place de Paris.

¹² Source : Garnier & Thesmar, Epargner à long terme et maîtriser les risques financiers, 2009

1.2. Le développement de l'épargne longue permet de répondre à trois objectifs

1.2.1. Offrir une source de financement pérenne pour l'économie

Les besoins grandissants de financement de l'Etat, dont l'endettement continue de progresser, vont limiter les financements publics. D'autre part, la capacité de financement des banques et sociétés d'assurances sera contrainte par les nouvelles évolutions réglementaires. L'investissement plus actif de l'épargne des ménages dans l'économie (notamment infrastructures, PME et grandes entreprises) permettrait de soutenir et d'accompagner les agents économiques dans ce contexte de raréfaction des financements émanant de l'Etat ou des intermédiaires financiers.

Le besoin de financement des PME en particulier est important. Fin 2009, 68% des PME avaient des besoins de financement, liés dans la moitié des cas à des investissements¹³. Au cours du premier semestre 2009, les crédits bancaires ont été la source externe utilisée par plus de la moitié des PME (54%)¹⁴, loin devant le financement de marché¹⁵. L'accès au crédit des PME a connu un resserrement lors de la crise. Dans cette perspective, l'allocation par l'Etat de 2 Mds€ pour renforcer leurs fonds propres¹⁶ vise à lever les contraintes de financement perçues par les PME auprès des établissements bancaires. Mais ce soutien reste faible par rapport aux besoins, d'autant que les établissements bancaires pourraient être pénalisés par les recommandations récentes du comité de Bâle, dont l'application limiterait leur capacité à offrir des prêts longs ou à investir au capital des entreprises et des plus petites entreprises en particulier. L'accès des PME au financement par le marché est également à renforcer : Demarigny (2010) rappelle la nécessité de créer un environnement financier et réglementaire favorable au soutien des petites et moyennes entreprises recherchant un financement par émission de titres¹⁷.

Les infrastructures ont, elles aussi, des besoins de financement substantiels. A titre illustratif, les besoins de financement pour les infrastructures de transport étaient évalués à 163 Mds€ jusqu'en 2030¹⁸. Ce financement ne peut être assuré par l'Etat seul¹⁹. Il est aujourd'hui facilité par les partenariats publics-privés et l'intervention des banques, intervention qui sera sans doute limitée à l'avenir par les évolutions réglementaires décrites dans la suite de ce rapport, qui vont réduire la capacité de transformation des établissements bancaires. Or les projets d'infrastructure peuvent avoir des profils de passifs compatibles avec l'épargne financière à long terme des ménages. L'importance stratégique des infrastructures en France font du maintien du niveau d'investissement dans celles-ci une priorité de premier ordre, réaffirmée notamment par le gouvernement lors du plan de relance début 2009. Les ménages pourraient donc également jouer un rôle important dans le financement des infrastructures à travers le développement de l'épargne longue.

Enfin, le coût de financement en fonds propres des entreprises françaises pourrait être réduit par le dynamisme financier des investisseurs français, notamment les ménages. Actuellement, le faible investissement en actions des Français conduit les entreprises à recourir fortement aux investisseurs étrangers ; ceux-ci exigent une prime de risque pour placer en dehors de leurs pays d'origine. Selon

¹³ Source : CGPME, communiqué de presse sur le financement et l'accès au crédit des PME

¹⁴ Source : BCE, Flash Eurobaromètre, septembre 2009

¹⁵ Actions (3%) et obligations (0.1%) ; source : Crédit Agricole, Direction des Etudes Economiques, n°138 décembre 2009

¹⁶ via OSEO et le Fonds Stratégique d'investissement (FSI) : 1 Md€ en prêts sans garantie (OSEO) et 1 Md€ d'apport en fonds propres du FSI

¹⁷ Source : Demarigny, « *Un Small Business Act du droit boursier européen - Mettre en place un environnement financier et réglementaire adapté aux petits et moyens émetteurs cotés en Europe* », 2010

¹⁸ Source : TDIE, communiqué de presse décembre 2009. Sur cette somme, 97 Mds€ seraient nécessaires avant 2020

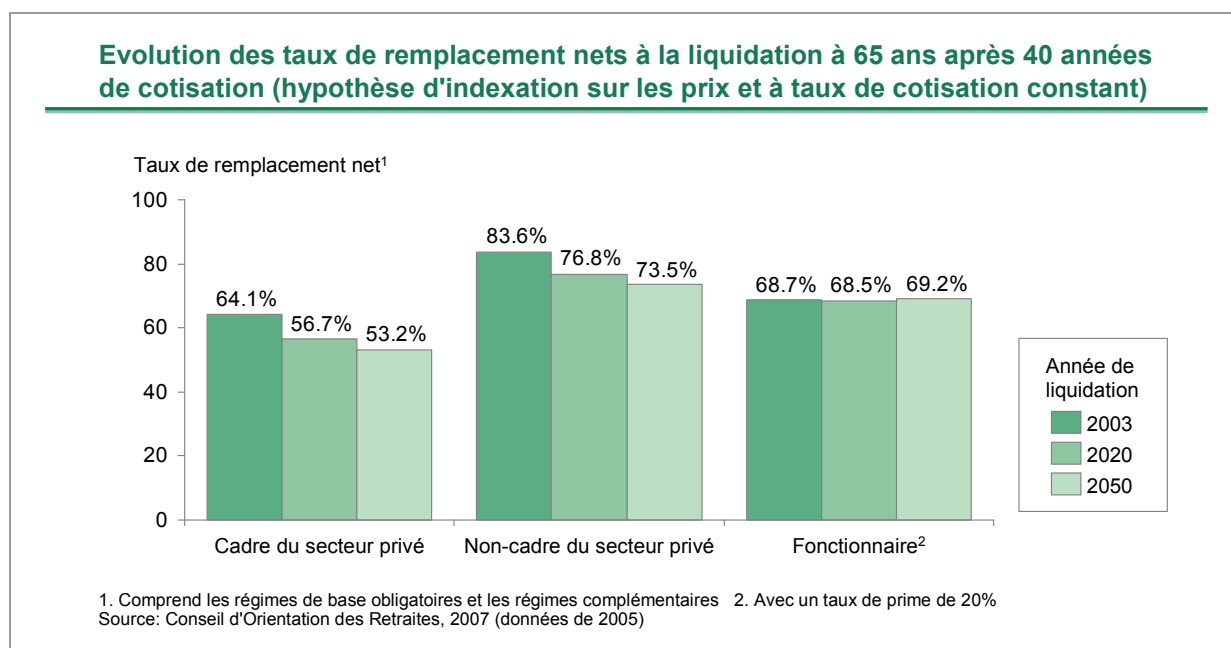
¹⁹ L'organisme de financement des infrastructures de transport est l'Agence de Financement des Infrastructures de Transport de France (AFITF), créée en 2004. Ses dispositifs d'abondement sont limités par l'état des finances publiques et évalués à environ 1 Md€ par an ; source : insertion de la Cour des Comptes sur l'AFITF, 2008

certaines estimations, ce phénomène pourrait augmenter de 40 points de base le coût de financement en fonds propres pour les entreprises françaises²⁰.

1.2.2. Permettre aux Français de répondre à leurs besoins de long terme

Les Français ont intérêt à anticiper leurs besoins financiers à moyen et long terme : ils s'agit de se prémunir contre les aléas de la vie, d'anticiper les dépenses significatives auxquelles ils devront faire face (par exemple accession à la propriété, nouvelle personne à charge etc.), et de se préparer à la constitution de compléments de retraite pour soutenir leurs besoins en fin d'activité professionnelle, dans un contexte de diminution anticipée des taux de remplacement des régimes obligatoires. Pour répondre à ces besoins, ils doivent initier très tôt dans leur cycle de vie la constitution d'une épargne longue.

Les réformes des retraites de 1993 et 2003 notamment, en modifiant le mode de calcul des salaires de référence pour les pensions et le nombre de trimestres de cotisations pour une retraite à taux plein, auront des conséquences sur le niveau de vie des Français en fin d'activité. Le Conseil d'Orientation des Retraites (COR) prévoit une chute importante du rapport entre la pension de retraite provenant des régimes de base et complémentaires et le dernier salaire d'activité. Ainsi, le taux de remplacement net d'un non-cadre du secteur privé prenant sa retraite à 65 ans après 40 ans de cotisations chuterait de 10 points environ, passant de 84% à 74%, entre un actif prenant sa retraite en 2003 et un actif prenant sa retraite en 2050²¹. Les cadres du secteur privé connaîtraient une situation similaire : chute d'environ 11 points du taux de remplacement net, de 64% à 53% environ. De plus, selon les estimations du COR, les déficits annuels des régimes obligatoires de retraite seraient compris entre 72 Mds€ et 115 Mds€ par an en 2050²² à réglementation constante. Sans prétendre régler le problème des retraites, le développement de l'épargne longue peut en partie compenser la baisse anticipée des taux de remplacement. En permettant aux épargnants de liquider, en rente ou en capital, des sommes capitalisées pendant leur période d'activité, l'épargne longue peut offrir un complément de ressources financières assurant un niveau de vie supérieur à celui garanti par les seuls régimes obligatoires.

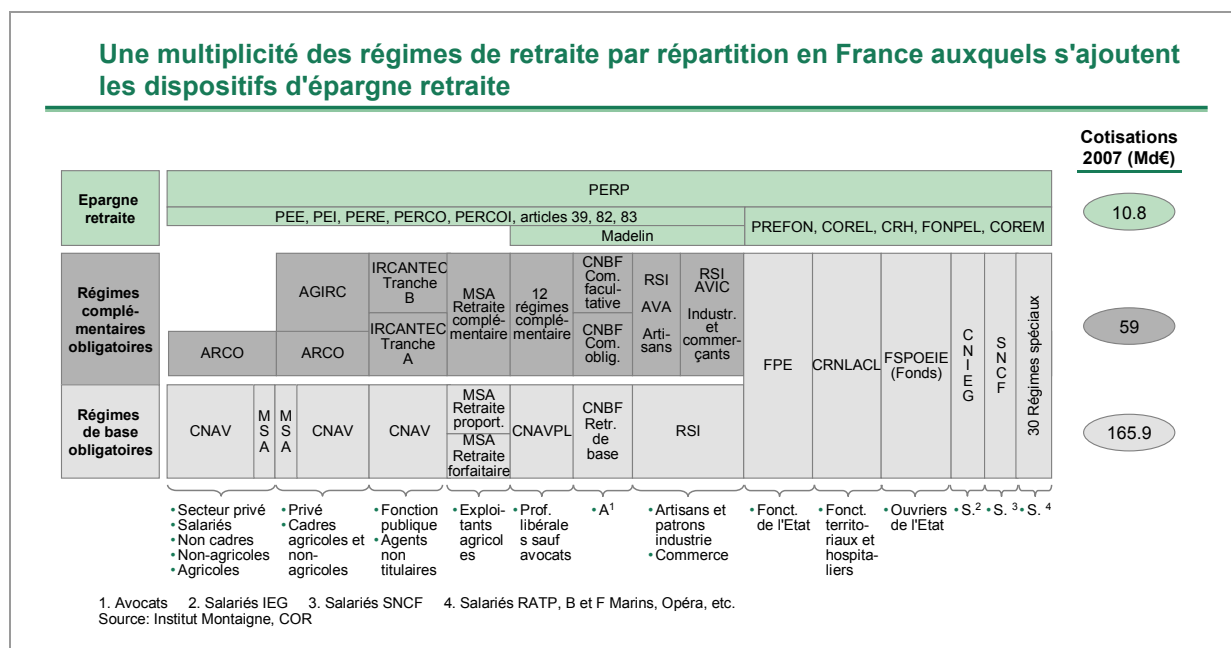


²⁰ Source : Aubier, Cherbonnier & Turquety, Influence de la fiscalité sur les comportements d'épargne, 2005

²¹ Source : COR, 5^e rapport, novembre 2007. Les résultats repris dans ce rapport sont ceux du scénario de base du COR.

²² Source : COR, 8^e rapport, avril 2010

Les produits d'épargne retraite permettent de compléter les régimes de retraite obligatoires. De nombreux produits existent déjà pour les actifs du secteur public et du secteur privé. Leur développement doit être fortement encouragé pour qu'une partie significative de l'épargne longue des Français puisse être utilisée à la constitution de compléments de retraite.



Les dispositifs d'épargne retraite supplémentaire en France ne peuvent être comparés aux fonds de pension existant dans d'autres pays. Ils n'ont pas nécessairement vocation à couvrir les mêmes besoins. Alors qu'aux Etats-Unis les fonds de pension génèrent la majorité des sommes disponibles à la retraite des actifs, en France il ne s'agit aujourd'hui que de revenus en sus d'un système obligatoire principalement fondé sur la répartition.

Le rôle que les différents régimes seront amenés à jouer est un sujet dépassant largement le cadre de ce rapport. Cependant, on pourrait imaginer que le régime obligatoire, socle de la solidarité intergénérationnelle par son mécanisme de répartition poursuive sa mission en étant une source pérenne de retraite convenable pour tous les Français, les régimes complémentaires garantissant un complément jusqu'à un niveau restant à définir, leur équilibre financier ne devant pas être mis à mal par la poursuite d'objectifs de maintien d'un taux de remplacement élevé pour les plus hauts salaires. Le complément nécessaire au maintien des taux de remplacement pour les plus hauts salaires pourrait être assuré principalement par les régimes supplémentaires, s'appuyant sur des actes individuels d'épargne.

Le principe de fonds long terme n'est pas antithétique de celui de solidarité intergénérationnelle. Gollier (2007) estime que ce type de fonds, assorti de règles de gestion lui permettant d'effectuer un lissage intergénérationnel des risques, pourrait même accroître le bien-être des participants à ce mode d'épargne d'une valeur équivalente à celle que générerait une augmentation du rendement d'épargne de 1%²³. Par ailleurs, en envisageant des produits d'épargne retraite avec sortie en rente viagère, la redistribution des rentes non perçues en feraient des véhicules d'une solidarité intra-générationnelle. Ainsi, ce type de produits permet de se placer au carrefour de deux solidarités, inter- et intra-générationnelles. Dans le cadre d'une réflexion plus approfondie sur la place de ces

²³ Source : Gollier, « Intergenerational risk-sharing and risk-taking of a pension fund », 2007

différentes structures patrimoniales, une redistribution de leurs rôles qui permettrait de renforcer les valeurs de solidarité, tout en assurant plus aisément leur équilibre financier, est à envisager.

1.2.3. Renforcer le dynamisme financier de la Place de Paris dans le contexte de l'ouverture européenne

La Place de Paris, en gérant des flux financiers plus importants, confirmera son attractivité à l'échelle européenne et mondiale dans le contexte de la mise en place de l'ouverture européenne et des évolutions réglementaires prévues par les directives UCITS IV et AIFM. La crise financière aura des conséquences sur le paysage de l'industrie financière et conduira selon toute vraisemblance à une redistribution des positions concurrentielles des places financières mondiales. La Place de Paris, dont l'objectif est de prendre résolument position dans le marché européen et d'en accélérer l'intégration, bénéficierait d'une progression des activités liées à ses domaines d'expertise, comme la gestion d'OPCVM ou l'assurance vie. L'encouragement de l'épargne longue favoriserait le développement du secteur de la gestion et des activités qui lui sont connexes. L'augmentation des volumes d'épargne longue et de la détention d'actifs dynamiques comme les actions renforcera les flux transactionnels et permettra de consolider les activités de *brokerage* en France, pour mieux relever les défis d'une concurrence accrue des places financières internationales.

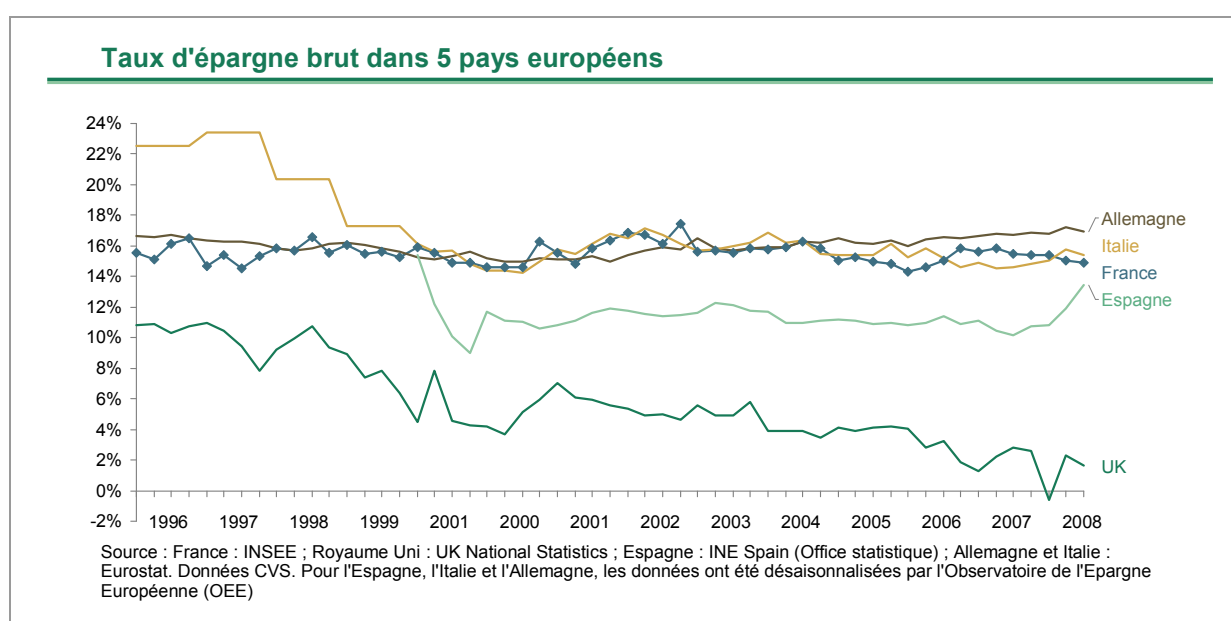
Paris peut capitaliser sur sa position forte en gestion d'actifs pour devenir un pôle d'innovation. Avec plus de 1 400 Mds€ en OPCVM gérés fin septembre 2009, la France est le leader européen de la gestion de fonds d'investissements et se situe au deuxième rang derrière le Luxembourg en ce qui concerne la domiciliation de fonds²⁴. Deux groupes français figurent parmi les dix premiers groupes mondiaux, quatre parmi les vingt premiers. Le volume des encours gérés et l'expertise reconnue des gérants de la Place sont des avantages à renforcer pour attirer de manière pérenne les meilleurs talents à Paris.

²⁴ Source : EFAMA (European Fund and Asset Management Association)

2. Le taux d'épargne en France est élevé, mais la performance des investissements d'épargne peut être améliorée

2.1. Le taux d'épargne des Français est relativement élevé

Malgré un contexte économique difficile et un pouvoir d'achat en baisse, le niveau du taux d'épargne des Français est stable, en ligne avec les autres pays de la zone euro. Le taux d'épargne brute des ménages était en 2008 de 15,1%, comparable à celui d'autres pays d'Europe continentale comme l'Allemagne (17,2%), l'Italie (15,1%) ou l'Espagne (12,9%), et nettement plus élevé qu'au Royaume-Uni (1,8%)²⁵. Comme le présente le graphique ci-dessous²⁶, ce niveau d'épargne élevé est une constante historique en France depuis une quinzaine d'années, relativement insensible aux évolutions législatives²⁷ ou aux changements de contexte économique, contrairement à ce qui a pu se passer dans d'autres pays européens.



Cette constance du niveau d'épargne des ménages français est le fruit de l'importance accordée à l'acte d'épargne, indépendamment de la situation économique de court terme. Ainsi, en 2009, 80% des Français estimaient qu'il est nécessaire d'épargner²⁸. Au cœur de la crise financière, la nécessité de poursuivre les efforts d'épargne restait donc une notion bien assimilée. La stabilité du taux d'épargne démontre également l'influence limitée que les nombreuses réformes fiscales des 15 dernières années ont pu avoir sur le comportement des ménages vis-à-vis de l'épargne. Ainsi, les mesures visant à développer l'épargne longue ne peuvent raisonnablement espérer s'appuyer sur une augmentation significative du taux d'épargne : il s'agit d'opérer à volume d'épargne stable, et de chercher à modifier la structure de cette épargne en faveur des produits d'épargne longue.

²⁵ Source : EUROSTAT

²⁶ Source : Observatoire de l'Epargne Européenne

²⁷ Source : Censi, rapport d'information sur l'impact des mesures législatives sur les produits financiers, 2008

²⁸ Source : baromètre Epargne de la Banque Postale

2.2. L'immobilier constitue la majorité du patrimoine des Français

Le patrimoine des ménages français²⁹ est composé à 68% (ou 6 950 Mds€) d'actifs non financiers. Ces actifs non financiers sont constitués à 90% de logements et de terrains bâtis³⁰. On peut considérer que l'immobilier est *de facto* un produit d'épargne longue, la durée de détention de l'actif étant liée au cycle de vie de l'épargnant et parfois intergénérationnelle. Cela est particulièrement vrai dans le cas de la multi-détention de biens immobiliers dont certains sont possédés à but locatif, avec l'objectif de procurer à leur propriétaire une rente sous la forme de loyers. Ce cas ne concerne cependant qu'une minorité de propriétaires.

En majorité, les Français possédant des biens immobiliers en sont également les occupants, et la seule source de revenus financiers générés par ces biens est le produit de leur vente. Une des limites de l'immobilier en tant que placement financier réside donc dans son manque de liquidité. Certains mécanismes pourraient être mis en place pour assurer une plus grande adéquation entre la valeur totale du patrimoine d'un ménage (immobilier compris) et le montant des rentes perçues sur ce patrimoine. Ces mécanismes pourraient augmenter le niveau de vie des nombreux Français ayant des possibilités modestes d'épargne financière, mais par ailleurs propriétaires de leur logement³¹.

Plusieurs pistes peuvent être envisagées. Certaines peuvent s'inspirer de la vente en viager en exploitant le démembrement de propriété, la nue-propriété pouvant constituer un apport permettant de bénéficier d'une rente fonction de la valeur du bien tout en conservant l'usufruit. D'autres mécanismes pourraient utiliser la flexibilité des besoins des ménages au cours de leur vie : par exemple un ménage propriétaire de son logement peut à la survenance d'un événement (par exemple le départ des enfants) ne plus avoir l'utilité de la totalité de la surface habitable de son bien et devoir cependant renoncer à en changer, face aux difficultés liées à sa mise en vente. Ce surplus de surface habitable représente une richesse, qui n'est alors pas exploitée à hauteur de tout son potentiel.

Bien qu'il se concentre sur l'épargne financière, ce rapport ne peut traiter d'épargne longue sans ignorer que des solutions innovantes doivent être mises en place en utilisant le principal poste de patrimoine des Français, qui plus est souvent détenu toute une vie. Une plus grande liquidité de l'immobilier, et la possibilité pour des propriétaires de bénéficier financièrement de cette liquidité, dans des conditions restant à définir, permettraient aux Français de profiter plus efficacement de leur patrimoine.

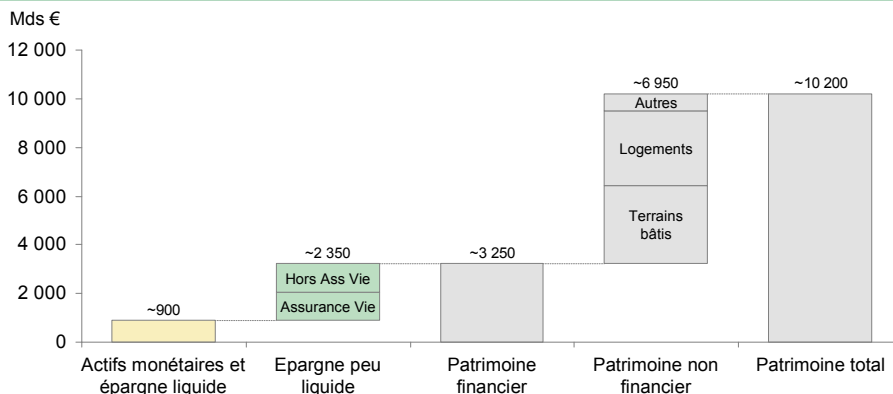
²⁹ Ménages et institutions à but non lucratif au service des ménages (S14 et S15 dans les comptes de la Nation)

³⁰ Source : comptes de la Nation, décembre 2008

³¹ Ceci pourrait par exemple aider à traiter le risque de dépendance

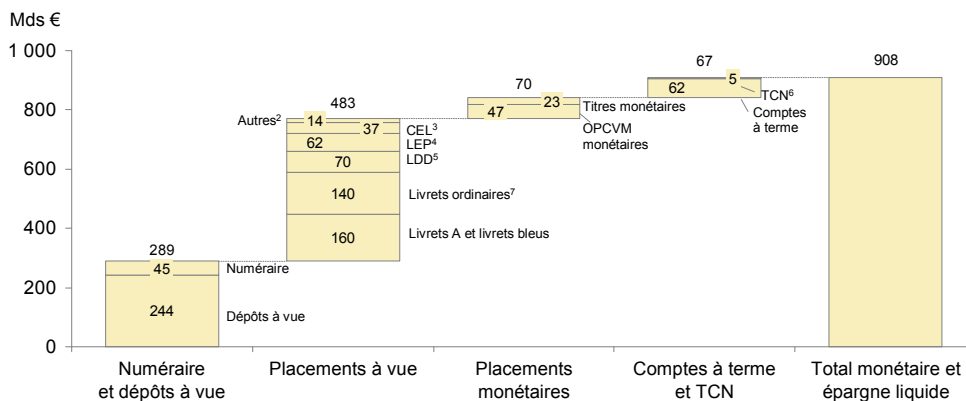
Le patrimoine des Français (décembre 2008)

Structure du patrimoine des ménages



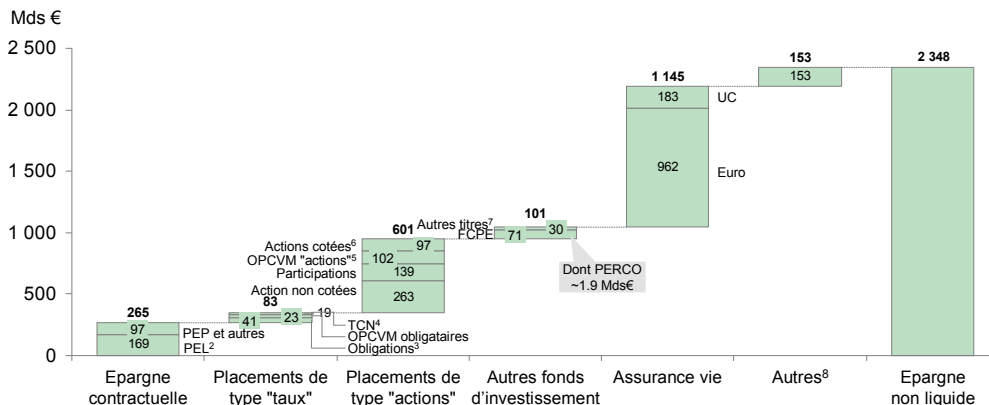
Note: Ménages et institutions à but non lucratif au service des ménages (S14 et S15)
Source: Banque de France, INSEE, BIPE, FFSA

Répartition des actifs monétaires et de l'épargne liquide des ménages



Note: Ménages et institutions à but non lucratif au service des ménages (S14 et S15) 2. Dont livrets jeunes ~7 Mds€ 3. Compte Epargne Logement 4. Livret d'Epargne Populaire 5. Livret Développement Durable (ex CODéVI) 6. Titre de Créance Négociable 7. Livrets soumis à impôt; Source: Banque de France, BIPE, analyse BCG

Répartition de l'épargne peu liquide des ménages



Note: Ménages et institutions sans but lucratif au service des ménages (S14 et S15) 2. Plan d'Epargne Logement 3. Et titres assimilés 4. Titres de Créance Négociables 5. Contient: OPCVM actions, OPCVM garantis & fonds à formule, OPCVM diversifiés & fonds alternatifs 6. Dont françaises: 83 Mds€, étrangères 14 Mds€ 7. Contient: SCPI (~13 Mds€), FCPI, FIP, FCPR, FOIMT, OPCVM étrangers 8. Dont droits des ménages sur fonds de pension ~102Mds€. Source: Banque de France, BIPE, analyse BCG

2.3. L'épargne financière des Français est investie principalement dans des produits à rendement modéré

Fin décembre 2008, le patrimoine financier des Français représentait ~3 250 Mds€ dont ~900 Mds€ investis sur des produits liquides (eg. numéraire, livrets, produits monétaires) et ~1 145 Mds€ sur des contrats d'assurance-vie.

2.3.1. Près des deux tiers de l'épargne financière des Français sont placés sur des supports à rendement modéré

Environ 64% de l'épargne financière des ménages est placée dans des produits garantis en capital, qui offrent en contrepartie des rendements peu élevés. L'épargne financière des ménages est composée à environ 9% (289 Mds€) de placements liquides à rendement nul (monnaie fiduciaire et dépôts à vue) et à environ 24% (748 Mds€) de placements à rendement et capital garantis (livrets défiscalisés, livrets ordinaires, CEL, PEL, PEP). Les contrats d'assurance vie en euros ont eux aussi connu un fort succès au cours de la dernière décennie et représentent environ 31% (962 Mds€) de l'encours d'épargne financière des ménages³².

2.3.2. Certains supports d'épargne de court terme sont utilisés comme véhicules d'une épargne de longue durée

Les livrets défiscalisés (livret A, livret bleu, LEP) affichent aujourd'hui une rotation moyenne inférieure aux produits d'assurance vie (20 ans pour le livret A et le livret bleu, 27 ans pour le LEP à opposer à 14 ans pour les contrats d'assurance vie)³³. Par ailleurs, les placements sur OPCVM monétaires, destinés à être utilisés à court ou très court terme, présentent une rotation moyenne d'environ 3 ans. Cette rotation, qui est un indicateur de la durée moyenne de placement, indique que les ménages font peu usage de la flexibilité inhérente à ces produits, les utilisant comme véhicules d'une épargne de long terme. Or leur rendement, relativement faible notamment à cause de leur flexibilité, n'est pas optimal pour des durées de placement effectivement longues.

Au sein des produits à capital garanti et rendement modéré, certains (PEL, contrats d'assurance vie en euros) ont cependant des horizons de placement relativement longs. Pour le PEL, le rendement n'est optimal que si l'investissement est réalisé sur une durée suffisamment longue, alors que dans le cas de contrats d'assurance vie, l'argent n'est disponible avant 8 ans qu'en contrepartie d'une perte partielle ou totale de l'avantage fiscal, voire d'une pénalisation fiscale. Malgré les incitations fiscales qui augmentent généralement la durée de placement, les conditions contractuelles auxquelles sont souscrits ces produits d'épargne empêchent les organismes qui les gèrent de tirer pleinement profit de l'horizon de placement de ces produits. La différence entre l'horizon de placement effectif des fonds et celui qui peut être utilisé pour sa gestion pénalise le rendement des produits, au détriment de l'épargnant.

2.4. Une part limitée des Français est exposée aux actions, principalement à travers une détention professionnelle

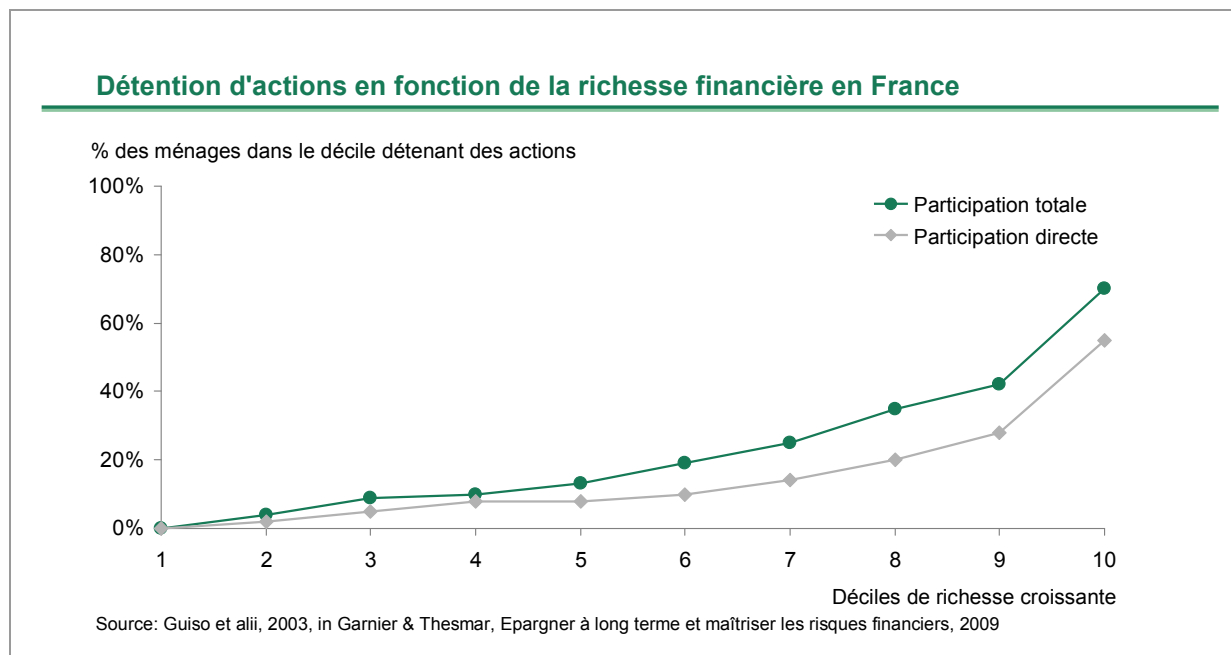
En 1998, seuls 23% des ménages en France détenaient des actions cotées ou non, directement ou indirectement (via des OPCVM)³⁴. Ce chiffre était de 34% au Royaume-Uni, 48% aux Etats-Unis ou

³² Source : Comptes de la Nation, décembre 2008

³³ Source : Comptes de la Nation, moyenne des rapports entre les flux annuels et les encours entre 2003 et 2008

³⁴ Source : Guiso et alii, 2002, cité dans Garnier & Thesmar, Epargner à long terme et maîtriser les risques financiers, 2009

encore 54% en Suède³⁵. La détention d'actions est aussi positivement corrélée avec la richesse : les ménages les plus aisés investissent plus en actions, comme le souligne le graphique ci-après.



Cette répartition inégale n'est pas une exception française et se vérifie dans les cinq autres pays dans lesquels l'étude a été menée (Allemagne, Italie, Pays-Bas, Suède, Etats-Unis). Plusieurs raisons l'expliquent. D'une part, l'effort d'épargne est en proportion davantage consacré à l'immobilier pour les ménages les plus modestes. L'immobilier est une classe d'actifs risquée, notamment parce qu'elle offre peu de liquidité comme évoqué précédemment ; le complément d'épargne financière de ces ménages est donc consacré à des produits moins risqués et plus liquides. D'autre part, les investissements, directs ou indirects, en actions peuvent nécessiter des coûts fixes (notamment coût d'obtention d'informations), ce qui en écarte les ménages les plus modestes³⁶.

L'évaluation de la part des actions dans l'épargne financière des ménages est un exercice difficile, cette détention pouvant être directe ou indirecte et portée sur des actions cotées ou non. Néanmoins, en 2003, l'évaluation du poids des actions (cotées ou non) dans l'épargne financière des ménages mettait en évidence un contraste entre certains pays européens et les pays anglo-saxons. Alors qu'il était de moins de 35% pour les Allemands, Italiens, Espagnols et Français (~25%, ~26% ~28% et ~32% respectivement), il était dans le même temps d'environ 38% au Royaume-Uni, ~48% aux Etats-Unis et ~13% au Japon³⁷. La position française apparaît comme médiane, avec une part de l'épargne financière consacrée aux actions nettement inférieure aux ménages anglo-saxons.

Cependant, pour les ménages français, la part des actions non cotées demeure importante (~55% des actions détenues³⁸). Or cette détention d'actions non cotées est souvent liée à des créances de chefs d'entreprise et de leurs familles sur les titres de leur propre entreprise plutôt qu'à un investissement en actions dans un objectif d'épargne longue. Il s'agit alors de patrimoine professionnel plutôt que d'une forme d'épargne volontairement investie en actions. Si l'on met de côté la détention d'actions domestiques non cotées, la position des ménages français en matière de détention d'actions apparaît plus modeste : en 2003, 14,4% de l'épargne financière des ménages

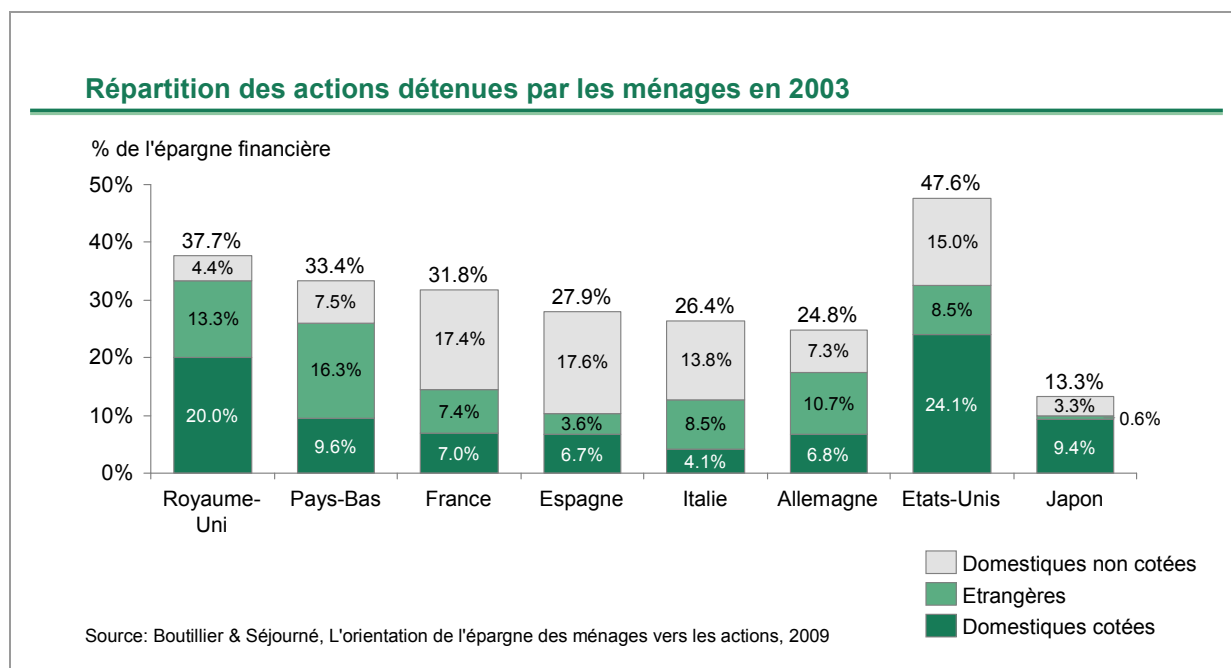
³⁵ Source : Guiso et alii, 2002, cité dans Garnier & Thesmar, Epargner à long terme et maîtriser les risques financiers, 2009

³⁶ Source : Garnier & Thesmar, Epargner à long terme et maîtriser les risques financiers, 2009

³⁷ Source : Boutillier & Séjourné, L'orientation de l'épargne des ménages vers les actions, 2009

³⁸ Id.

français étaient placés en actions domestiques cotées ou actions étrangères. Ce taux, comparable à ceux observés en Europe continentale (17,5% en Allemagne, 12,7% en Italie, 10,4% en Espagne) est en revanche très nettement inférieur à ceux notés au Royaume-Uni (33,3%) et aux Etats-Unis (32,6%)³⁹.



70% des possesseurs d'actions en France possèdent uniquement des actions de sociétés françaises⁴⁰. Garnier & Thesmar (2009) rappellent cependant que la théorie de gestion de portefeuille voudrait que la part d'actions de sociétés françaises dans un portefeuille soit représentative de leur part dans la capitalisation mondiale, soit environ 5%⁴¹. Cet important biais domestique peut être un facteur de sous-performance à long terme pour leurs placements en actions. L'investissement sur une multiplicité de marchés boursiers qui ne sont qu'en partie corrélés permet en effet de réduire la probabilité de subir une période de dépression boursière prolongée. A titre d'exemple, au XX^e siècle, alors que la période la plus longue de rentabilité réelle négative des actions est de 73 ans⁴², un portefeuille mondialement diversifié n'aurait jamais connu une période de rentabilité réelle négative supérieure à 20 ans⁴³. Ceci ne doit pas éclipser le fait qu'en France, contrairement aux Etats-Unis ou au Royaume-Uni par exemple, une part relativement faible de la capitalisation boursière est détenue par des Français. Au 31 décembre 2008, environ 39% des actions du CAC 40 étaient détenues par des non-résidents (~15% par la zone Euro, ~14% par les Etats-Unis, ~3% par le Royaume-Uni et ~7% par d'autres pays). Ce taux était de plus de 60% pour les entreprises du secteur des technologies et de l'information. Il ne serait pas nécessairement souhaitable que des rééquilibrages de portefeuille se fassent au détriment d'actions françaises : il s'agit bien d'insister plutôt sur le besoin d'une augmentation du niveau global de détention d'actions cotées.

³⁹ Source : Boutillier & Séjourné, L'orientation de l'épargne des ménages vers les actions, 2009

⁴⁰ Source : TNS-SOFRES 2005

⁴¹ Source : Garnier & Thesmar, Epargner à long terme et maîtriser les risques financiers, 2009, p.28 – Une allocation d'actifs répartie mondialement nécessiterait une connaissance important de tous les marchés sur lesquels les fonds sont investis

⁴² Italie, de 1906 à 1978

⁴³ Source : Dimson et alii, 2008, cité dans Garnier, Thesmar, Epargner à long terme et maîtriser les risques financiers, 2009

3. Des freins à l'investissement long terme sur des actifs dynamiques

3.1. La fiscalité de l'épargne est peu lisible et décourage la détention d'actifs dynamiques

3.1.1. Le panorama fiscal de l'épargne de long terme est peu lisible pour l'épargnant

La fiscalité de l'épargne varie selon les supports d'investissement. Ce rapport, plutôt que de rappeler de manière exhaustive les différents cas de figure possibles, souhaite souligner que la fiscalité en tant que telle est potentiellement un frein à l'investissement sur des supports d'épargne longue (développé ci-après en 3.1.2). On pourra se référer à la liste exhaustive des régimes fiscaux et sociaux applicables aux différents produits d'épargne établie par exemple dans Censi (2008) pour plus de précisions⁴⁴.

La multiplication des supports d'épargne en France a permis de répondre au fil du temps à une variété de besoins des épargnants ou de financement de l'économie. En épargne-retraite par exemple, sont proposés des produits aux modalités très différentes, adaptés à des situations variées, tant par :

- le contexte de souscription de l'épargne (personnel ou professionnel)
- la manière dont elle est alimentée (versements de l'épargnant, versements de l'entreprise, utilisation de la participation ou de l'intéressement)
- le principe de calcul des prestations (cotisation définies, prestations définies)
- la manière dont elle est redistribuée (rente viagère ou capital)

Cependant, on aurait pu imaginer pour répondre à ces besoins, le développement d'un nombre plus restreint de produits; les raisons d'une offre aussi large sont plus historiques que techniques. De plus, la variété des régimes fiscaux et sociaux appliqués à ces différents produits rend complexe les choix d'épargne pour les ménages français.

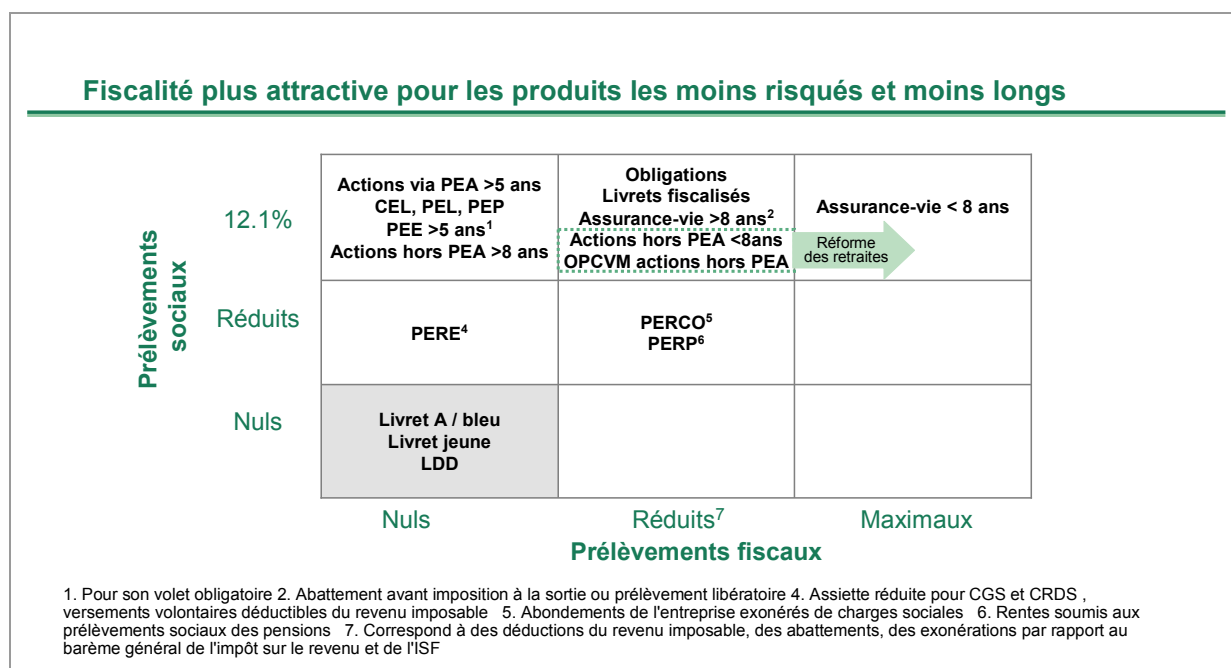
On notera ainsi à simple titre d'exemple que le PERP et le PERCO, tous deux issus de la réforme de 2003, sont des produits de retraite complémentaires dont les sorties en rente viagère ne sont pas soumises aux mêmes régimes de prélèvements (alors que la rente issue du PERP est considérée comme acquise à titre gratuit, et soumise à l'impôt sur le revenu après abattement de 10%, celle issue du PERCO est considérée comme acquise à titre onéreux, et soumise à l'impôt sur le revenu après un abattement dépendant de l'âge de son bénéficiaire).

La simplification de la fiscalité de l'épargne longue et particulièrement de l'épargne retraite doit être une priorité pour en augmenter la lisibilité et l'attractivité aux yeux des épargnants. Facteur important dans les décisions des Français, la fiscalité joue un rôle actif dans la structure de l'épargne des ménages. Au-delà des messages incitatifs ou prohibitifs qu'elle peut générer, la fiscalité doit être la plus simple possible pour éviter que sa complexité ne devienne un frein à l'épargne longue.

⁴⁴ Source : Censi, Rapport d'information sur l'impact des mesures législatives sur les produits financiers, 2008

3.1.2. L'incohérence de la fiscalité avec la durée de détention limite le taux de détention d'actions

L'influence de la fiscalité sur l'allocation de l'épargne a été abondamment commentée⁴⁵. Une situation paradoxale est à souligner : malgré certaines incitations fiscales concernant la détention d'actions au cours des dernières années⁴⁶, cette détention reste largement découragée. La fiscalité appliquée aux produits d'épargne semble manquer de cohérence, en favorisant largement les produits à flexibilité maximale (livrets A, livrets bleus, LDD). La fiscalité, pourtant facteur de décision primordial, ne semble donc pas être suffisamment utilisée pour encourager l'épargne de long terme ou la détention d'actifs longs.



Elle devrait par ailleurs *a minima* laisser aux épargnants le soin de choisir le profil à donner à leur épargne en fonction de leur seule attitude face au risque. Or ceci n'est pas le cas. En effet, soumis à la fiscalité effective (en vigueur au moment de l'étude), les épargnants sont entraînés à réduire leur exposition en actions. Ainsi, Aubier et al. (2005) exposent à l'aide de simulations dont les résultats sont présentés dans le tableau ci-après l'influence négative de la fiscalité sur la détention d'actions. Un individu moyennement réticent au risque (colonnes iv à viii) qui placerait en présence d'une fiscalité neutre 32% de son portefeuille d'actifs en actions dans un PEA (colonne iv), réduit ce pourcentage lorsqu'il est confronté à la fiscalité effective. Fait plus étonnant encore : il en va de même pour les individus avec une faible aversion au risque (comparaison des colonnes ix et x). Enfin, dans le cas d'un individu fortement réticent au risque, bien que la détention d'actions au travers du PEA ne soit pas modifiée par la fiscalité, la détention de contrats d'assurance vie en unités de compte est découragée, ce qui réduit indirectement l'exposition de l'épargnant aux actions (comparaison des colonnes i et ii ou iii).

⁴⁵ Source : Aubier, Cherbonnier & Turquety, Influence de la fiscalité sur les comportements d'épargne, 2005 cité également dans Censi, rapport d'information sur l'impact des mesures législatives sur les produits financiers, 2008

⁴⁶ Autorisation de convertir des contrats d'assurance vie en euros en contrats en unités de compte avec maintien de l'antériorité fiscale en 2005, régime d'abattement favorable à la détention d'actions à long terme en 2006, instauration de l'option de prélèvement forfaitaire obligatoire sur les dividendes et relèvement du plafond de cession en 2007

Influence de la fiscalité sur le portefeuille optimal

Aversion au risque	Forte ($\gamma = 7$)			Moyenne ($\gamma = 4$)				Faible ($\gamma = 1$)	
	I	II	III	IV	VI	VII	VIII	IX	X
Fiscalité	Neutre	Effective		Neutre	Effective			Neutre	Effective
Abattement assurance-vie	-	Non	Oui	-	Non	Non	Oui	-	Non
Taille du portefeuille	Faible	Faible	Faible	-	Faible	1 Mds€	1 Mds€	-	1 Mds€
PEA	14.0%	14.0%	14.0%	32.0%	29.0%	13.0%	13.0%	100.0%	13.0%
Contrats en Euro	27.0%	11.0%	21.0%	24.0%	20.0%	12.0%	27.0%	0.0%	0.0%
Contacts UC	43.0%	27.0%	28.0%	43.0%	51.0%	60.0%	50.0%	0.0%	53.0%
Livret A	16.0%	47.0%	37.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Actions hors PEA	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.0%	10.0%	0.0%	34.0%
Rendement brut théorique	6.0%	4.7%	5.1%	7.1%	7.2%	7.3%	7.0%	9.0%	8.0%
Rendement net théorique	5.1%	4.4%	4.6%	6.1%	6.4%	6.5%	6.2%	7.7%	7.0%
Volatilité	8.2%	5.8%	6.3%	11.0%	11.2%	11.2%	10.4%	15.0%	14.0%
Part en actions	42.0%	31.0%	33.0%	60.0%	60.0%	63.0%	55.0%	100.0%	76.0%

Source: Aubier, Cherbonnier & Turquety, Influence de la fiscalité sur les comportements d'épargne, 2005

Les conséquences de la fiscalité sur les performances des portefeuilles d'épargne des ménages ne sont pas neutres : le portefeuille financier moyen, contenant 10% d'actions, aurait un rendement estimé inférieur de 30% au rendement théorique optimal qui pourrait être obtenu en présence d'une fiscalité neutre⁴⁷.

3.2. Les évolutions anticipées de la réglementation risquent de réduire l'attractivité des investissements de long terme

3.2.1. La mise en place en l'état de la directive Solvabilité II pénaliserait l'investissement des sociétés d'assurances en actions

La directive Solvabilité II, développée par le CEIOPS⁴⁸ sous l'impulsion de la communauté européenne, est née d'une volonté politique forte d'améliorer le cadre prudentiel des secteurs de l'assurance et de la réassurance, et de mettre en conformité les pratiques des sociétés de ces secteurs avec la réalité de leurs engagements contractuels. Initiée en 2001 et d'une actualité de circonstance pendant la crise financière, la directive Solvabilité II a une application prévue pour le 31 décembre 2012. La directive vise à prémunir les sociétés d'assurances contre les risques systémiques de marché, de souscription, de contrepartie et opérationnels. Le niveau de risque choisi est tel que les fonds propres doivent permettre aux sociétés d'opérer dans 99,5% des scénarios à horizon 1 an (probabilité de fonds propres insuffisants de 1/200).

Trois piliers d'exigences forment Solvabilité II : l'exigence de fonds propres suffisants, des exigences de procédures de gestion de ces fonds propres et l'exigence d'une discipline de communication et de publication d'informations. Le premier de ces piliers prévoit une augmentation substantielle des taux de couverture en fonds propres remettant en question le modèle économique actuel des sociétés d'assurances.

⁴⁷ Source : Aubier, Cherbonnier & Turquety, Influence de la fiscalité sur les comportements d'épargne, 2005

⁴⁸ Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors

La directive Solvabilité II prévoit le calcul par les sociétés d'assurances, à l'aide d'une formule standard ou d'un modèle interne audité, de deux niveaux de capital : le SCR⁴⁹ et le MCR⁵⁰. Le SCR est un niveau de fonds propres permettant à la société d'encaisser 99.5% des chocs à horizon 1 an. Une fois cette limite dépassée, un ensemble de procédures graduelles d'intervention des autorités de contrôle est prévu. En cas de chute des fonds propres sous le MCR, l'intervention de l'autorité de contrôle est automatique, avec des fonds propres à un niveau théoriquement suffisant pour qu'un agent extérieur reprenne les opérations de la société.

En vue de la vague de tests d'impact QIS5⁵¹, les ratios de fonds propres pour les actifs jugés risqués (principalement actions, capital investissement et immobilier) ont été maintenus à des niveaux élevés : les chocs appliqués sont désormais évalués à 39% pour les actions (45% auparavant), 49% pour le capital investissement (55% auparavant), 25% pour l'immobilier⁵².

Les sociétés d'assurances anticipent des réductions de leur exposition en actions pour satisfaire aux exigences de la directive Solvabilité II. La prudence jugée excessive des modèles de Solvabilité II pourrait entraîner une diminution des rendements des produits d'assurance-vie ainsi qu'une augmentation du niveau des primes IARD et santé. Certaines sociétés ont évoqué une réduction progressive de leur exposition en actions jusqu'en 2012, et un risque de retrait total du marché du capital investissement. Les PME cotées seraient elles aussi pénalisées par la réduction des investissements en actions des sociétés d'assurances⁵³.

3.2.2. Les recommandations du comité de Bâle limiteraient la capacité des banques à financer les entreprises

La crise financière a soulevé le problème de l'adéquation des fonds propres avec les risques encourus par les banques au travers de leurs activités. Un certain nombre de mesures ont été proposées à la fin de 2009 par le comité de Bâle, avec l'objectif annoncé de procéder à des modifications de la réglementation au second semestre 2010. Parmi ces mesures, certaines affecteraient particulièrement les activités de financement des entreprises par les banques :

- La restriction des passifs faisant partie des fonds propres de niveau 1
- L'instauration d'un ratio de liquidité structurelle (NSFR⁵⁴) à horizon d'un an
- L'introduction d'un dispositif de coussins de capital supérieurs aux exigences minimales

L'application des recommandations du Comité de Bâle se rapportant au niveau de fonds propres (sachant que le ratio sur lequel se fonde cette mesure n'est pas encore chiffré de manière définitive) risque d'entraîner un déficit significatif de fonds propres des banques européennes (de l'ordre de 450 Mds€ d'ici 2012⁵⁵). Le réajustement que demande cette mesure entre les fonds propres et les risques encourus par les activités de financement entraînerait soit une ponction importante des banques sur le marché qui pourrait avoir pour conséquence un évincement partiel des sociétés non financières, soit une réduction importante des financements au secteur privé non financier. Dans ce dernier cas, les PME seraient les plus touchées : en juin 2009, plus de 40% des financements de PME se

⁴⁹ Solvency Capital Requirement, ou capital de solvabilité requis

⁵⁰ Minimum Capital Requirement, ou capital minimum requis

⁵¹ Quantitative Impact Study 5, ou étude d'impact quantitative 5 prévue pour juin 2010

⁵² Source : Commission Européenne, Draft technical specifications QIS5, 2010

⁵³ A ce sujet, consulter : Demarigny, « *Un Small Business Act du droit boursier européen - Mettre en place un environnement financier et réglementaire adapté aux petits et moyens émetteurs cotés en Europe* », 2010 en particulier la recommandation 18

⁵⁴ Net Stable Funding Ratio en anglais

⁵⁵ Source : Estimations de la Fédération Bancaire Française, mars 2010

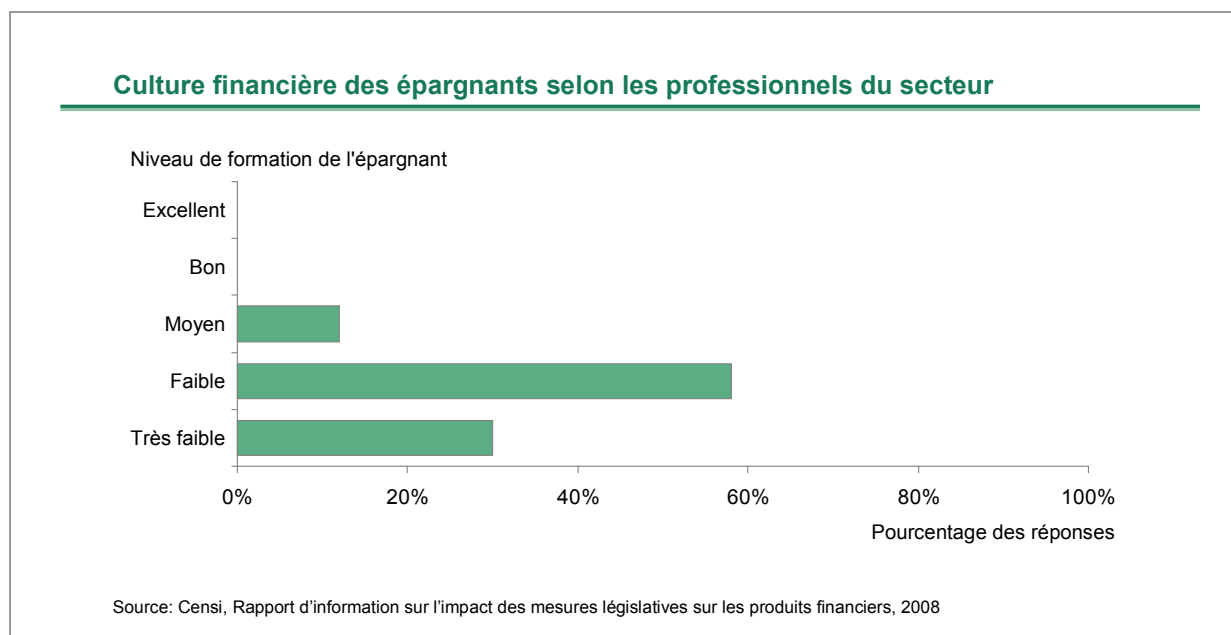
faisaient par le biais de crédits de banques, et 23% des fonds levés par le capital investissement en 2008 provenaient de banques⁵⁶.

L'application d'un niveau minimum pour les ratios de liquidité pourrait également réduire la capacité des banques à transformer les dépôts à vue en prêts à moyen ou long terme. Cette restriction pourrait affecter de manière substantielle le financement des projets d'infrastructures dans lesquels le soutien des banques est aujourd'hui très important. Enfin, afin de respecter ces ratios de liquidité, les banques seraient encouragées à chercher à augmenter leurs encours en dépôts à vue, ce qui aurait à son tour un effet d'éviction de l'épargne des ménages d'autres véhicules potentiellement plus dynamiques.

3.3. Les lacunes en matière d'éducation financière des épargnants conduisent à une allocation d'actifs peu diversifiée ou à faible performance

3.3.1. Le niveau d'éducation financière des épargnants limite le dynamisme de leur épargne financière longue

Près des trois quarts des Français déclarent connaître mal ou très mal les placements financiers autres que les livrets d'épargne⁵⁷. Leur niveau de formation est également jugé faible par les professionnels du secteur des services financiers⁵⁸, comme en témoignent les résultats présentés ci-dessous.



Le développement et la sophistication grandissante du dispositif d'épargne sont des obstacles notables à la diffusion d'une éducation financière réellement utile aux épargnants : même ceux qui font des efforts pour s'intéresser au sujet arrivent difficilement à suivre l'évolution des produits à leur disposition. Ces lacunes poussent d'ailleurs la majorité des épargnants à considérer avec méfiance les placements financiers. Perçus comme élitistes (40% les jugent complexes et réservés aux initiés),

⁵⁶ Source : MEDEF, mars 2010

⁵⁷ Source : AMF et TNS Sofres, 2004

⁵⁸ Source : Auditions citées dans Censi, Rapport d'information sur l'impact des mesures législatives sur les produits financiers, 2008

les placements financiers sont aussi considérés comme risqués et peu rentables (69% les jugent risqués, et 49% non rentables)⁵⁹.

Le sentiment d'être dépassé et le manque de confiance sont des raisons fortes de ne pas investir dans des placements financiers pour les non-détenteurs. Ceci accentue le rôle que joue le banquier, première source de conseil en placements financiers pour 76% des épargnants. Ce rôle de conseil est bien appréhendé par les intermédiaires de finance dont la responsabilité a été accrue par la directive européenne MIF (Marchés d'Instruments Financiers) depuis 2007. Incités à minimiser les risques pris dans le cadre de leur obligation de conseil, les intermédiaires de finance pourraient classer presque systématiquement leurs clients comme étant des investisseurs « prudents », ce qui limiterait leur accès à des produits plus dynamiques. Une plus grande éducation financière des épargnants leur permettrait de se voir proposer une plus large gamme de produits d'épargne.

3.3.2.L'allocation d'actifs des ménages dont l'éducation financière est limitée offre un profil rendement-risque sous-optimal

On a vu précédemment que les lacunes en éducation financière poussent les épargnants à se méfier des placements financiers de long terme. Par ailleurs, il a été démontré⁶⁰ que les investisseurs optimisent souvent mal leurs portefeuilles de valeurs mobilières : ainsi, les investisseurs détiennent en moyenne un nombre trop limité de titres, les 10% des investisseurs les moins sophistiqués ont un portefeuille boursier au ratio de Sharpe⁶¹ de 50% inférieur à celui des 10% les plus sophistiqués⁶².

On peut également mentionner le flux d'investissements sur des supports contenant des actions. La part de l'épargne financière des ménages consacrée à des véhicules à fort contenu en actions est historiquement corrélée avec la performance des marchés boursiers, comme en témoigne le graphique ci-après se rapportant à la période 1996 – 2003⁶³.

Cette attitude suggère une trop grande influence des cours boursiers sur les décisions d'investissement des épargnants. Les épargnants sont trop peu sensibilisés aux principes largement acceptés de « retour à la moyenne » des cours des titres, qui en réduisent l'attractivité espérée au fur et à mesure que le cours monte.

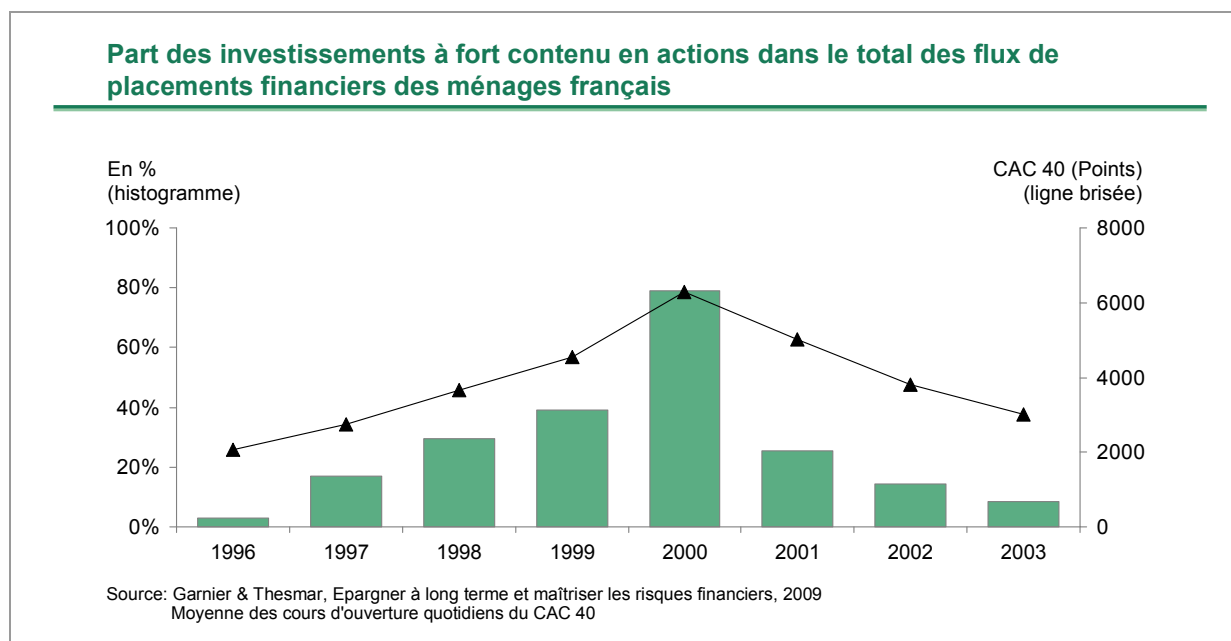
⁵⁹ Source : AMF & TNS Sofres, 2004

⁶⁰ Source : Barber & Odean, 2000

⁶¹ Le ratio de Sharpe mesure l'écart de rentabilité d'un portefeuille d'actifs financiers par rapport au taux de rendement d'un placement sans risque (autrement dit la prime de risque, positive ou négative), divisé par l'écart type de la rentabilité de ce portefeuille (autrement dit sa volatilité). L'optimisation, à un niveau de rendement donné, du ratio de Sharpe (ce qui revient à minimiser la volatilité) doit être l'objectif de tout investisseur rationnel

⁶² Source : Goetzmann & Kumar, 2008

⁶³ Source : Pansard, 2005 cité dans Garnier & Thesmar, Epargner à long terme et maîtriser les risques financiers, 2009



3.4. La méconnaissance du rôle que peuvent jouer les investisseurs de long terme en France pénalise le rendement des placements financiers des épargnants

Les investisseurs de long terme, caractérisés par des passifs longs ou très longs, une politique d'investissement et de gestion adaptée à ces passifs et une gouvernance leur permettant de mener à bien cette politique, sont relativement méconnus en France ou insuffisamment impliqués par les épargnants dans leurs démarches d'épargne longue et de préparation de la retraite. Des exemples d'investisseurs de long terme français sont les fonds de pension ouverts aux fonctionnaires (PREFON, RAPF) ou le Fonds de Réserve pour les Retraites.

Les investisseurs institutionnels de long terme jouent un rôle essentiel dans l'optimisation des placements financiers ayant pour horizon le cycle de vie. Ils garantissant une meilleure adaptation de la gestion aux horizons de placement des épargnants. Les investisseurs de long terme peuvent ainsi augmenter la qualité du service financier qui est rendu aux Français, sans nécessiter de la part de ces derniers une meilleure compréhension individuelle de toutes les subtilités d'une épargne financière longue. A ce titre, on peut rappeler que la vocation de protection de l'épargne par les investisseurs institutionnels est inscrite dans les textes régissant leur activité⁶⁴.

⁶⁴Code des Assurances et Code de la Sécurité Sociale

4. Propositions pour renforcer l'épargne longue

Une action énergique doit être mise en œuvre pour soutenir et développer l'épargne longue en France et coordonner les efforts des ménages, des pouvoirs publics, des entreprises et des institutions financières en ce sens. Les principes d'une politique de soutien et de développement de l'épargne longue doivent être les suivants :

- La part de l'épargne longue dans la structure d'épargne des Français doit être renforcée pour leur permettre de répondre aux besoins financiers de long terme. La fiscalité doit clairement favoriser l'épargne longue.
- L'horizon de l'épargne doit être allongé, pour lui permettre d'être une épargne dynamique, orientée vers des sous-jacents présentant un profil rendement-risque optimisé en fonction du cycle de vie de l'épargnant et de ses attentes.
- Enfin, le développement de l'épargne longue s'accompagne nécessairement d'un renforcement de la gestion collective et de la gestion par des investisseurs professionnels ainsi que d'une meilleure information et sensibilisation des Français aux enjeux de la gestion financière à long terme.

Préalable – Un préalable nécessaire à toute action est la stabilisation des encours existants d'épargne longue, notamment les encours d'assurance-vie qui est en France le principal pilier de l'épargne longue. En 2009 l'assurance-vie a drainé 80% des flux d'épargne financière en France, et représentait fin 2009 environ 1 250 Mds€ d'encours. Les recommandations du groupe de travail visent d'abord à consolider et accélérer le développement des outils existants, notamment l'assurance-vie et les produits d'épargne retraite (comme le PERCO ou les produits d'assurance-retraite).

Par ailleurs, le rapport propose 6 actions clés permettant d'atteindre les objectifs évoqués ci-dessus :

- Action 1.** Orienter une part significative de la **future collecte** d'épargne financière vers des produits de long terme.
- Action 2.** Modifier la structure des **encours actuels** d'épargne des ménages en faveur de produits à horizon long.
- Action 3.** Encourager les Français à **épargner plus tôt** pour préparer leur avenir et leur permettre de bénéficier de cet horizon de placement allongé.
- Action 4.** Renforcer massivement la détention d'**actifs dynamiques** (actions ou produits investis en actions) dans le cadre de placements à horizon long.
- Action 5.** Renforcer la place de la **gestion professionnelle** dans l'épargne longue.
- Action 6.** **Sensibiliser et former** les ménages aux enjeux de l'épargne financière.

4.1. La consolidation de l'assurance-vie est un préalable au développement de l'épargne longue

Diagnostic :

L'assurance-vie est le premier véhicule d'épargne de longue durée (14 ans de durée de détention moyenne). La fiscalité de l'assurance vie joue un rôle central dans son attractivité et dans sa détention de long terme. Le taux d'imposition des plus-values (hors prélèvements sociaux) après 8 ans est de 7.5%, mais il est de 35% au cours des 4 premières années, alors que les produits d'épargne courte sont à 18% : le régime fiscal actuel est ainsi cohérent avec la durée de l'épargne, et support d'encouragement de l'épargne longue.

Aujourd'hui, 66% des contrats ont 8 ans ou plus⁶⁵ : la sensibilité à une modification de la fiscalité serait donc importante pour les deux tiers des contrats, les détenteurs n'ayant plus d'avantage fiscal à la détention. Il convient donc d'éviter toute dégradation du régime fiscal de l'assurance-vie, au risque de voir l'épargne des ménages s'orienter davantage vers des produits d'épargne courte. La forte sensibilité des Français à la modification de la fiscalité de l'épargne, évoquée précédemment dans ce rapport, ainsi que les exemples historiques tels que le précédent du PEL doivent inspirer la prudence à l'égard de propositions de modification de la fiscalité de l'assurance vie⁶⁶.

Préalable : consolider l'assurance-vie, premier support d'épargne financière longue

Il est indispensable d'éviter la déstabilisation des encours existants d'épargne longue et notamment ceux de l'assurance-vie, le premier produit d'épargne financière des ménages (80% des flux d'épargne financière en France en 2009 et un encours d'environ 1250 Mds€ en décembre 2009⁶⁷).

4.2. Les Français doivent augmenter leur épargne financière de long terme

Diagnostic :

L'épargne financière des Français doit leur permettre de subvenir à des besoins variés à différentes périodes de leur vie ; à chaque emploi correspond un horizon temporel auquel les produits d'épargne doivent être adaptés. Certains besoins nécessitent la constitution d'une épargne de long terme, comme le fait d'anticiper des charges futures liées à la structure familiale (eg. enfants ou ascendants à charge) ou le fait de constituer un complément aux régimes de retraite obligatoires pour améliorer son niveau de vie en fin d'activité professionnelle.

La nécessité de constituer une épargne disponible à long terme et notamment au moment de la retraite doit être considérée dans le contexte de la chute anticipée des taux de remplacement des régimes de retraite obligatoires⁶⁸. Sur la base des hypothèses du Conseil d'Orientation des Retraites établies en 2005, Marini (2006) estime que la compensation, même partielle, de cette baisse des taux

⁶⁵ Source : FFSA, calculs internes

⁶⁶ En raison d'un alourdissement de sa fiscalité, le PEL a perdu en quelques années le quart de ses encours, alors même qu'il était l'un des placements préférés des Français.

⁶⁷ Source : FFSA, Banque de France

⁶⁸ ⁶⁸ Source : COR, 5^e rapport, novembre 2007. Les lois de 1993 et 2003 portant sur la réforme des retraites abaissent le taux de remplacement des ménages. Les résultats repris dans ce rapport sont ceux du scénario de base du COR. Par ex. le taux de remplacement net d'un non-cadre du secteur privé prenant sa retraite à 65 ans après 40 ans de cotisations chutera de 10 points environ entre un actif prenant sa retraite en 2003 et un actif prenant sa retraite en 2050, celui d'un cadre du secteur privé, quant à lui, chutera de 11 points

de remplacement pourrait nécessiter un sextuplement des cotisations d'épargne retraite sans prendre en compte d'éventuels impacts des réformes des retraites prévues pour 2010 visant à garantir l'équilibre financier pérenne des régimes par répartition français⁶⁹. Cet ordre de grandeur donne une mesure de l'ambition que doit se donner le développement de l'épargne longue.

L'épargne de long terme doit être placée dans des enveloppes adaptées afin de garantir que le capital accumulé soit disponible à son dénouement (par exemple à la retraite) et afin de garantir une gestion aux performances optimisées. Actuellement l'épargne financière des Français comporte une part significative de placements court terme : ~900 Mds€ sont placés sur des produits d'épargne liquide (sur ~3 250 Mds€ d'épargne financière) ; ces fonds peuvent être dépensés bien avant la survenance des événements ayant nécessité la constitution d'épargne et ne peuvent bénéficier d'une gestion aussi performante que les produits longs. La constitution de l'épargne longue des Français doit s'appuyer à la fois sur une orientation des flux futurs d'épargne financière vers des produits longs, mais aussi sur une modification de la structure des encours d'épargne dont les ménages disposent déjà.

4.2.1. Action 1 : Orienter une part significative de la future collecte d'épargne financière vers des produits de long terme

Les produits de capitalisation peuvent augmenter de manière significative le niveau d'épargne disponible à long terme. A titre illustratif, le versement mensuel de 60 € sur un produit offrant pendant 40 ans un rendement de 3% (taux réel) aboutirait à la liquidation à un capital d'environ 54 300 €, ou à une rente pendant 25 ans d'environ 2 170 € par an⁷⁰. Ce montant de rente représente environ 16% du montant moyen de retraite annuelle en 2008⁷¹ (ce chiffre serait de 10% si le versement était réalisé sur 30 ans).

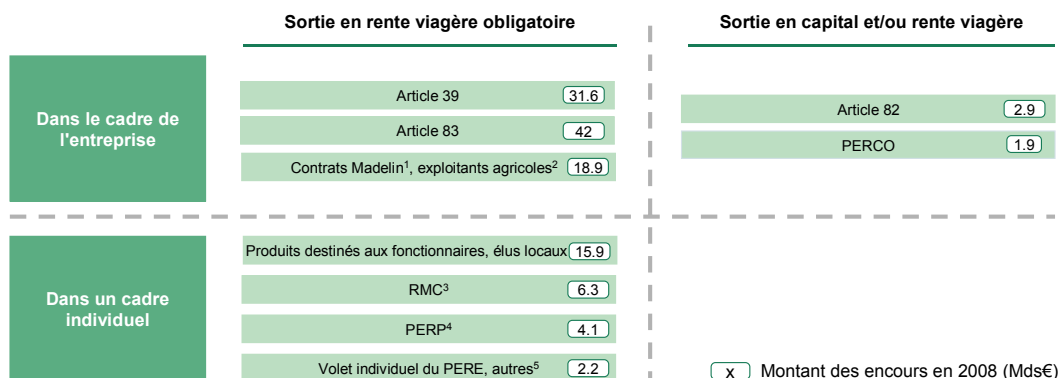
L'épargne retraite représentait fin 2008 un encours d'environ 126 Mds€, réparti sur de nombreux produits, les contrats de type Madelin, Madelin agricole, articles 83 et article 39 en concentrant près de 75%.

⁶⁹ Source : Marini, « *Rapport d'information sur l'épargne retraite* », Sénat, septembre 2006 ; un sextuplement des prestations et des cotisations d'épargne retraite y est cité ; en 2006 le montant des cotisations d'épargne retraite était d'environ 9 Mds€. Les hypothèses sur l'équilibre financier à long terme ont peu évolué dans les rapports successifs du COR depuis 2005

⁷⁰ Hypothèse d'un rendement réel nul du capital après liquidation. Les versements pourraient ne pas être assurés en totalité par l'épargnant (exemple de l'abondement par une entreprise pour les versements sur un PERCO)

⁷¹ Montant moyen de l'avantage principal de droit direct : 1 122 € par mois, soit 13 464 € par an ; source : DREES, 2010

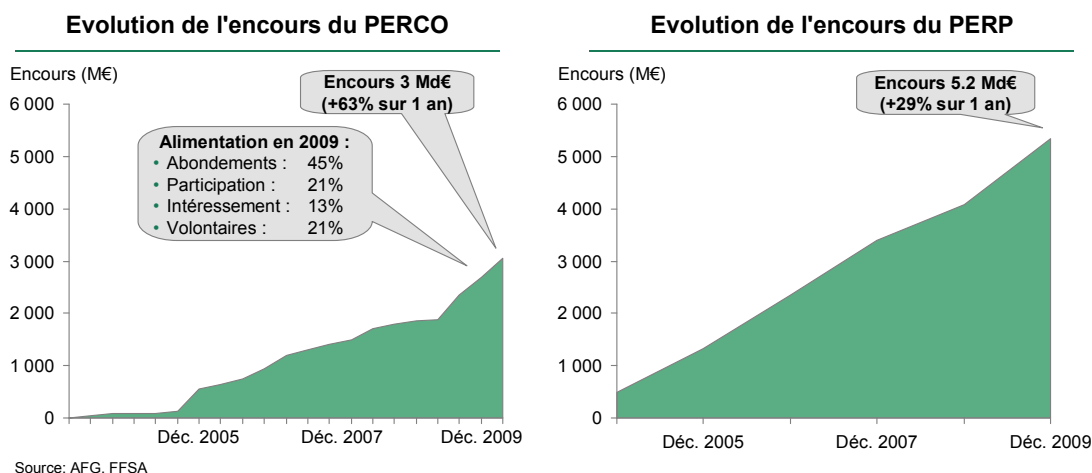
Une multiplicité de produits d'épargne retraite pour 126 Mds€ d'encours en 2008



1. S'adresse aux contribuables imposés au titre de bénéficiaires industriels et commerciaux ou non commerciaux (libéraux, artisans, commerçants) 2. Contrats Loi 97-1051 3. Retraite Mutualiste du Combattant 4. Depuis 2008 la sortie en capital du PERP est autorisée dans le cas de la primo-accession à une résidence principale 5. Régime de Prévoyance Mutualité Agricole, anciens PER Balladur. Montant de l'encours du volet individuel du PERE non disponible Note : le PEE n'est pas mentionné Source: DREES

Depuis 2003 et la loi portant réforme des retraites, dite « loi Fillon », les Français disposent de trois produits de capitalisation nouveaux: le PERP (5 Mds€ d'encours en décembre 2009), le PERCO (3 Mds€ d'encours en décembre 2009) et le PERE. Ces produits ne représentent à ce jour qu'une part limitée des encours d'épargne retraite, mais leur succès se trouve confirmé ces dernières années par des taux de croissance importants. Il est donc nécessaire d'accélérer leur développement et d'en augmenter la diffusion parmi les ménages.

PERCO et PERP ont enrichi le dispositif d'épargne longue dédié à la retraite



Le PERCO est un produit destiné aux salariés, à diffusion encore limitée (577 000 bénéficiaires en décembre 2009, surtout dans les grandes entreprises, sur une population de 22 millions d'actifs dans le secteur privé, soit ~2.5%). Il est peu présent dans les entreprises proposant des dispositifs d'épargne salariale : en 2007, 5,5 millions de salariés ont bénéficié d'un versement au titre de la participation, alors que le nombre de titulaires d'un PERCO était de 406 000 (soit environ 7,4%). La

vocation du PERCO est d'être disponible au plus grand nombre de salariés du privé. Une première étape pour soutenir sa diffusion serait d'en rendre automatique la création dans un nombre plus important d'entreprises.

Mesure proposée : « Elargir la base du PERCO »

En encourageant fortement son instauration dans les entreprises ayant un accord de participation et en le rendant accessible à tous au sein de l'entreprise (y compris les mandataires sociaux).

- *A titre illustratif, si toutes les entreprises ayant un accord de participation (qui est facultatif pour les PME) instaurent un PERCO cette mesure pourrait permettre de multiplier par ~10 (de ~577 000 à environ 5,5 millions⁷²) le nombre de salariés effectuant des versements sur un PERCO, à coût nul pour l'Etat.*

Produit d'épargne longue disponible pour tous les Français et pas seulement les salariés, le PERP (2,1 millions de plans ouverts en décembre 2009) doit être diffusé plus largement, particulièrement aux épargnants n'ayant pas accès à un produit d'épargne retraite (PERCO, article 83, etc.) dans le cadre de leur activité professionnelle⁷³. Certaines des caractéristiques du PERP sont perçues comme étant à l'origine de l'essoufflement des souscriptions : c'est un produit dont l'avantage fiscal à l'entrée dépend du taux marginal d'imposition et reste donc moins adapté aux plus faibles revenus. De plus, le mode de sortie, en rente viagère uniquement, fait du PERP un produit moins flexible que le PERCO. Il doit pourtant être rendu attractif à un grand nombre d'épargnants. Or l'incitation fiscale reste, avec l'obligation (*en droit ou en fait*) de posséder un plan d'épargne retraite privé, le seul catalyseur de diffusion ayant démontré de façon probante son efficacité⁷⁴.

Mesure proposée : « Rendre le PERP plus flexible et plus attractif »

Plusieurs pistes peuvent être envisagées pour renforcer l'attractivité du PERP:

- *Simplifier la gestion technique du PERP, en s'inspirant des règles moins contraignantes appliquées aux contrats Madelin dont la diffusion auprès des assureurs a été un succès*
- *Elargir les garanties de prévoyance pouvant être ajoutées (incapacité, invalidité...)*

Par ailleurs, les encours moyens des PERP et PERCO (respectivement 2 500 € et 5 500 € par contrat) doivent être significativement augmentés pour fournir une rente suffisamment importante. On rappelle qu'une rente d'environ 3 000 € par an pendant 25 ans nécessite un capital d'environ 75 000 € à la liquidation du produit⁷⁵.

⁷² Source : DARES, 2009 pour l'année 2007

⁷³ Tels que les non-salariés ou salariés dans des entreprises n'ayant pas mis en place de PERCO

⁷⁴ Antolin et alii, « Conséquences budgétaires à long terme des plans d'épargne retraite assortis d'avantages fiscaux », 2004

⁷⁵ Hypothèse d'un rendement égal à l'inflation pendant la liquidation

Mesure proposée : « Intensifier les flux du PERCO »

En redirigeant une partie de la participation et de l'intéressement vers le PERCO, avec une clause de type « opt-out⁷⁶ ».

- *8,3 Mds€ et 7,4 Mds€ ont été versés respectivement au titre de la participation et de l'intéressement en 2007⁷⁷. Rediriger 50% de la participation vers un PERCO (avec l'hypothèse que ces montants sont ensuite abondés à 50% par les entreprises) permettrait d'atteindre dans 5 ans un encours de 23 Mds€⁷⁸.*

En allégeant le forfait social sur les versements pour les entreprises et, à la sortie, pour les salariés, et en supprimant la taxe de 8,2% sur les abondements de l'entreprise au-delà de 2 300€ par an.

- *Cette mesure serait un message incitatif à l'égard de l'épargne longue. Le coût annuel pour l'Etat de la suppression du forfait social pour les entreprises sur les versements PERCO a été estimé à 24 M€ sur les encours actuels. Le coût de la suppression de la taxe de 8,2% au-delà du plafond existant serait négligeable au vu des profils d'abondements actuels, mais l'effet psychologique pourrait se révéler positif pour les entreprises qui limitent leur abondement au plafond afin d'éviter le paiement de charges supplémentaires.*

Enfin, les carrières des Français sont plus accidentées ou plus internationales qu'elles ne l'étaient durant les précédentes décennies. Les produits d'épargne retraite souscrits dans le cadre d'une activité professionnelle doivent s'adapter à cette évolution et faciliter le rachat des contrats à des fins de transfert sur d'autres plans d'épargne salariale. Un des freins à ce type de mécanisme est la nécessité pour l'entreprise accueillant le salarié de disposer d'outils d'épargne qui soient compatibles avec ceux dont le salarié disposait auparavant.

Mesures proposées : « Augmenter la diffusion des produits d'assurance retraite à cotisations définies (eg. article 83) au sein des entreprises et élargir les possibilités de versements »

Augmenter la diffusion des produits pour faciliter la portabilité et permettre aux souscripteurs de choisir le véhicule de leur épargne retraite lorsqu'ils changent d'entreprise ou de situation professionnelle.

- *Leur plus grande diffusion permet de garantir aux épargnants qu'ils auront l'option de transférer leur assurance retraite dans leur nouvelle entreprise, et d'en suivre ainsi plus activement la gestion.*

Élargir les possibilités de versements sur les contrats de retraite d'entreprise à cotisations définies, par exemple en permettant aux salariés de verser des cotisations facultatives sur un contrat Article 83 sans avoir besoin d'ouvrir un PERE.

L'ensemble des mesures mentionnées ci-dessus a vocation à permettre un développement rapide des encours d'épargne longue. Ces mesures sont fondées sur le dispositif existant en France. On notera que ce dispositif est perçu comme complexe et que les épargnants bénéficieraient d'une rationalisation et d'une simplification du dispositif, en se concentrant sur des produits moins nombreux mais plus flexibles vers lesquels se dirigerait la plus grande partie des flux d'épargne longue.

⁷⁶ Adhésion a priori automatique avec possibilité de la refuser

⁷⁷ Source : DARES

⁷⁸ Hypothèses : 50% de la participation redirigée par défaut vers le PERCO ; sur ces 50%, 2/3 (33% du montant de la participation) iraient effectivement vers le PERCO et 1/3 (17% du montant de la participation) vers d'autres supports (PEE, cash); sur les 50% non réorientés vers le PERCO ; 1/10 (5% du montant de la participation) serait activement dirigé vers le PERCO

4.2.2. Action 2 : Modifier la structure des encours actuels d'épargne des ménages en faveur de produits à horizon long

L'augmentation des flux d'épargne vers des véhicules de longue durée ne modifierait que trop lentement l'épargne des Français vers une structure à même de leur assurer la constitution d'un capital significatif leur permettant de couvrir leurs besoins à long terme. Il est essentiel d'orienter également une part des encours actuels d'épargne financière vers une détention plus longue. Cela peut se faire en allongeant la durée de détention des produits dans lesquels cette épargne est placée ou en incitant au transfert de certains produits liquides vers des produits d'épargne longue. Deux types de supports se distinguent au sein de l'épargne financière des ménages : l'assurance vie (environ 1 250 Md€ fin 2009) et l'épargne liquide (dépôts à vue, livrets et numéraire). Un effort d'orientation doit être entrepris sur ces postes d'épargne pour en allonger l'horizon de détention et augmenter la performance des produits.

L'assurance vie est le produit de placement préféré des Français (elle représente plus du tiers de leur épargne financière), et il paraît légitime de capitaliser sur sa popularité pour développer l'épargne longue des ménages. Les contrats d'assurance vie sont *de facto* utilisés par de nombreux épargnants comme véhicules d'une épargne d'assez longue durée : ils sont détenus pendant 14 ans environ en moyenne⁷⁹.

L'allongement de la durée de l'épargne financière des Français peut en partie être atteint par une plus large diffusion des produits d'épargne retraite. Cet allongement permettrait de dynamiser le rendement des contrats grâce à une véritable gestion longue par l'assureur (s'appuyant sur une détention accrue d'actions) et via un renforcement possible par l'épargnant de la part des unités de compte, notamment ceux investis en actions (cf. mesure de la partie 4.2.2. visant à encourager l'augmentation de la part d'unités de compte dans les contrats d'assurance-vie).

Mesures proposées : « Transformer une partie des encours d'assurance-vie de droit commun en assurance-retraite et stabiliser les encours des contrats d'assurance vie »

Mettre en place une option pour le détenteur d'un contrat d'assurance-vie de blocage de l'épargne jusqu'à la retraite, avec versement d'une rente viagère non fiscalisée

- *Si 5% des encours actuels d'assurance vie (~60 Mds€ sur un encours de 1 252 Md€ en 2009) étaient dédiés à la retraite par cet allongement, cela représenterait 50% de l'encours actuel de produits d'épargne retraite (~126 Mds€ en 2008⁸⁰).*

Etendre la durée de détention des contrats d'assurance-vie en exonérant de prélèvements fiscaux les contrats d'une durée longue (par exemple : 12 ou 15 ans)

- *Cette mesure aurait à terme un coût nul selon les estimations de la FFSA et permettrait d'investir 32 Mds€ dans les entreprises (actions, obligations et immobilier d'entreprises)⁸¹, de stabiliser l'encours de l'assurance vie et de consolider sa durée moyenne de détention.*

D'autre part, les mesures de développement de l'épargne longue doivent encourager tout effort de réallocation d'actifs depuis des supports liquides vers des supports à vocation longue. On ne peut attendre des Français qu'ils renoncent à la flexibilité dont ils jouissent sur les supports d'épargne liquide sans une certaine forme d'incitation ou de compensation. Une partie des encours de l'épargne liquide pourrait ainsi être transférée vers des véhicules d'épargne longue dans le cadre de mesures inspirées par l'instruction fiscale Fourgous de 2005, qui encourageait la transformation de contrats

⁷⁹ Moyenne des rapports entre l'encours et le flux annuel, période 2003 – 2008 ; source : Banque de France

⁸⁰ Source : DREES, 2010

⁸¹ Source : FFSA ; recettes et coûts se compenseraient à horizon 5 ans ; ce chiffrage a été réalisé en prenant en compte une durée de 12 ans

d'assurance vie mono-support en contrats multi-supports. Ces mesures à définir pourraient par exemple rediriger une partie des OPCVM monétaires (encours 47Mds€ fin 2008) vers des produits d'épargne longue.

Mesure proposée : « Transférer des encours liquides vers des produits à horizon long »

Inciter les Français à transférer des encours d'épargne liquide (par exemple des produits monétaires) vers des produits à horizon long (eg. des produits dédiés à la retraite comme le PERCO, PERE, PERP ou des produits investis en actions, cf. Action 4.).

- *Une orientation de 5% des encours de l'épargne liquide (~900Md€ en 2008) vers des supports d'épargne dédiés à la retraite permettrait d'en augmenter l'encours d'environ 36%⁸²*

Au-delà des encours d'épargne financière des Français, une véritable réflexion doit être engagée sur la part que peut jouer le patrimoine immobilier dans l'amélioration de leur niveau de vie. Des solutions pourraient être envisagées avec pour objectif d'augmenter la liquidité des biens immobiliers de ceux qui en sont à la fois propriétaires et occupants. L'acquisition d'un bien immobilier est souvent le premier et le plus important effort d'épargne des Français. L'immobilisation d'une part importante du patrimoine des ménages peut devenir un facteur limitant de leur niveau de vie. Les mécanismes de démembrement viager permettent aux ménages de bénéficier de revenus réguliers fondés sur la valeur du bien dont ils aliènent la nue-propriété tout en conservant l'usufruit. On pourrait imaginer une gestion collective de mécanismes viagers, qui permettrait de fournir à de nombreux propriétaires une rente supplémentaire ; la nue-propriété du bien immobilier serait ainsi apportée à cette structure en échange d'une rente.

Mesure proposée : « Développer une gestion collective du viager pour que les Français bénéficient de revenus liés à leur effort d'épargne immobilière »

Encourager la création de structures permettant de développer le démembrement immobilier à grande échelle avec une gestion collective et mutualisée du risque viager.

Le soutien du niveau de retraite des Français fait l'objet d'un effort généralisé allant au-delà de la constitution individuelle de compléments d'épargne retraite. D'autres mécanismes de gestion à long terme non individuels ont des effets positifs sur l'économie et doivent être soutenus. C'est notamment le cas du Fonds de Réserve pour les Retraites (FRR), qui a pour mission de constituer un stock financier géré à long terme pour en optimiser la performance et soutenir les régimes de retraite. Créé en 2001, son encours était en février 2010 légèrement supérieur à 33 Mds€. Le rôle primordial du FRR est triple : par son programme de décaissements, il est un soutien important pour les futurs retraités ; par ses investissements diversifiés et de long terme dans les entreprises, il est un acteur d'une création durable de richesse et un soutien de l'emploi ; par sa nature de fonds en gestion déléguée active, il est un soutien de l'activité de la place financière de Paris. Le FRR doit être soutenu et confirmé dans sa mission de constitution d'un stock d'épargne destiné à soutenir la pérennité des régimes obligatoires.

⁸² Encours de l'épargne retraite fin 2008 : 125,7 Mds€ ; source DREES 2010

4.3. Le rendement de l'épargne des Français doit être amélioré

Diagnostic :

Les produits d'épargne liquide et les contrats d'assurance vie en euros, dont on a vu précédemment qu'ils représentaient environ deux tiers de l'épargne financière des Français, ont des rendements modérés (voire nuls pour le numéraire et les dépôts à vue), conséquence de la relative sécurité dont bénéficient en contrepartie les épargnants. Des marges de manœuvre existent pour augmenter le rendement global de l'épargne des Français, dans le respect des profils de risque des épargnants.

De plus, la baisse de la rentabilité de certains produits est à anticiper. Ainsi, la directive Solvabilité II pourrait avoir un impact négatif sur la rentabilité des contrats en euros ; le choix récent du maintien à un taux bas de la rémunération du livret A est interprété comme la volonté du gouvernement de ne plus faire de « cadeau fiscal » aux épargnants⁸³.

Par ailleurs, la démographie des souscripteurs de plans d'épargne longue souligne un manque d'investissement sur ces supports de la part des jeunes actifs : les moins de 39 ans, qui représentent environ 47% de la population active de moins de 65 ans⁸⁴, ne représentaient que 28% des souscripteurs de PERCO en septembre 2009⁸⁵.

Ce double constat doit pousser à améliorer le rendement de l'épargne financière de long terme des Français, et tout particulièrement des Français les plus jeunes. Même modeste, une amélioration du rendement de l'épargne a des conséquences tout à fait substantielles à long terme. Sur le montant d'épargne constitué par des versements réguliers pendant 40 ans, une réduction du rendement annuel d'un point de pourcentage (2% au lieu de 3% nets d'inflation) entraîne à la liquidation la réduction d'environ 20% du montant disponible pour un versement sous forme de capital ou de rente.

4.3.1. Action 3 : Encourager les Français à épargner plus tôt pour préparer leur avenir et leur permettre de bénéficier d'un horizon de placement allongé

La constitution d'un patrimoine financier à long terme est un objectif nécessaire pour le financement de l'économie. Accessoirement elle peut répondre à un désir d'amélioration des conditions de vie pendant la retraite pour être menée à bien cet objectif doit être encouragé le plus tôt possible chez les jeunes générations.

Aligner la durée d'épargne sur celle de la période d'activité permet de limiter l'effort consenti : par exemple, un salarié de 25 ans effectuant des virements mensuels de 60 € sur un produit d'épargne retraite bénéficiera au bout de 40 ans d'une rente annuelle d'environ 2 170 € pendant 25 ans⁸⁶. En revanche, l'effort d'épargne mensuel serait environ 6,5 fois plus important si le salarié commençait à épargner 10 ans avant de partir à la retraite et voulait bénéficier de la même rente⁸⁷. Il s'agit donc d'inciter concrètement les jeunes actifs à contribuer dès qu'ils en ont les moyens financiers à un plan d'épargne à long terme.

⁸³ Source : la Tribune 14/4/2010 ; Maintien du taux à 1,25% malgré l'augmentation des prix qui induirait un taux à 1,75%

⁸⁴ Source : INSEE

⁸⁵ Source : AFG

⁸⁶ Hypothèse d'un rendement réel nul du capital après liquidation

⁸⁷ Hypothèse de rendement net d'inflation constant des placements à 3% avant liquidation, 0% après liquidation

Mesure proposée : « Amorcer l'épargne de long terme des jeunes actifs »

Sur le modèle d'incitation de l'assurance vie dans les années 1990, soit par une modification du plafond de déduction fiscale du PERP en fonction de l'âge de l'épargnant (ce plafond étant plus élevé pour les jeunes actifs), soit par une prime pour la retraite en faveur des jeunes (ex : abondement de l'Etat sur les versements des actifs sur un produit de type PERCO)

- *Le montant de la prime d'amorçage pourrait être proportionnel aux versements volontaires des jeunes épargnants dans la limite de 200€. Il n'a pas besoin d'être élevé pour conserver son caractère incitatif. Ces fonds permettraient aux épargnants de jouir à la retraite d'un capital d'environ 6 000 € pour un coût pour l'épargnant de 200 € et pour l'Etat de 200 €, chaque année pendant 5 ans⁸⁸.*
- *La population active ciblée pourrait être celle âgée de 25 à 29 ans (~3,4 millions en 2009). A titre illustratif, seulement 38 000 salariés de moins de 30 ans étaient détenteurs d'un PERCO en décembre 2009⁸⁹. L'objectif annoncé de ces mesures pourrait être d'atteindre par exemple un taux de pénétration des produits d'épargne retraite de 30% chez les actifs de moins de 30 ans, correspondant à un coût maximum pour l'Etat d'environ 200 M€ en rythme de croisière.*

Les jeunes actifs qui renonceraient temporairement à une partie de leurs ressources financières afin de constituer un patrimoine plus financier doivent bénéficier d'une offre suffisante de supports pour placer cette épargne longue.

« Riches » d'un horizon de placement plus long, les plus jeunes actifs devraient pouvoir investir dans des structures qui s'adaptent à leurs préférences en matière de risque financier (aversion au risque) et leur permettent de capitaliser sur cette « richesse » par une optimisation de l'allocation des fonds investis sur des actifs plus performants à long terme. Il s'agirait donc de produits similaires aux « fonds à maturité » qui ont connu un certain développement dans d'autres pays. Des travaux sont actuellement menés sur la capacité de ce type de produit à fournir une épargne longue adaptée et performante⁹⁰.

Les actifs à rendement plus élevé sont assortis d'un risque qui est lui-même également plus élevé. La détention de tels actifs ne peut être envisagée que dans le cadre d'une épargne de longue durée. Lorsque les épargnants se rapprochent de la date de liquidation de leur épargne, celle-ci doit comporter de moins en moins d'actifs à forte volatilité, afin de permettre aux épargnants de prévoir avec certitude les montants provenant de ces produits dont ils pourront bénéficier. Le non-respect de ce principe peut avoir des conséquences très négatives : en fin de période les épargnants qui subissent une dépréciation de leur épargne, par le fait d'une chute des marchés boursiers par exemple, n'ont pas toujours la possibilité d'attendre son redressement : dans le cas d'une sortie en capital, ils doivent liquider leur épargne, à un prix de rachat bien inférieur. Il n'en va pas de même pour les plus jeunes, qui bénéficient de l'avantage du temps pour reconstruire leur capital d'épargne.

Ainsi, l'encouragement de prises de positions fortes en actions pour les jeunes par le biais de produits d'épargne retraite dont la sortie peut être effectuée en capital doit nécessairement être associé à un mécanisme de désensibilisation progressive en fin de période.

⁸⁸ Hypothèse de rendement annuel constant net d'inflation égal à 3%, fonds placés pendant des durées de 36 à 40 ans (jusqu'à 65 ans pour des 25-29 ans)

⁸⁹ Source : AFG

⁹⁰ Notamment par Lionel Martellini, directeur scientifique de l'EDHEC Risk and Asset Management Research Centre

Mesure proposée : « Encourager les produits adaptés au cycle de vie »

Les produits adaptés au cycle de vie comme les fonds à maturité constituent une réponse possible à la recherche de performance sur le long terme et notamment à horizon de retraite grâce à une modification de l'allocation d'actifs en fonction de l'âge de l'épargnant. Ces produits pourraient être améliorés en prenant en compte d'autres paramètres que l'âge, comme l'aversion au risque et l'évolution des conditions de marché, et en offrant de sécuriser au fur et à mesure une partie des plus-values réalisées, ce qui permettrait d'optimiser leurs performances et de les rendre plus réactifs tout en offrant un niveau minimal de garanties.

4.3.2. Action 4 : Renforcer massivement la détention d'actifs dynamiques (actions ou produits investis en actions) dans le cadre de placements à horizon long

L'allongement des durées de placement permet d'augmenter la part relative des actifs à plus fort potentiel de performance, notamment des actions d'entreprises, au sein de l'épargne financière. On a précédemment souligné l'importance d'augmenter la durée des placements des Français : elle leur permet notamment de bénéficier de ce surcroît de performance tout en maîtrisant les risques financiers auxquels ils s'exposent.

Si les transferts d'épargne vers des supports moins flexibles et à détention plus longue sont limités actuellement, c'est en partie parce que la fiscalité des produits d'épargne favorise les véhicules liquides et sans risque (comme les livrets) et n'incite pas à l'exposition à des actifs au rendement et au risque plus élevés. Il ne s'agit pas de suggérer ici une nouvelle mesure fiscale pour tel ou tel placement. La multiplication de règles fiscales pour l'épargne n'est pas une solution, car elle rend moins lisible un message simple : l'incitation fiscale doit être proportionnelle à la durée de détention des produits et au risque pris par l'épargnant. Jusqu'à présent, on peut en effet estimer que nombre de placements longs supportent une double contrainte : ils ne sont pas aussi flexibles ou aussi sécurisés que les livrets réglementés ; ils n'en ont pas non plus les avantages fiscaux. Dans ce contexte, il n'est pas surprenant que les ménages placent une part aussi importante de leur épargne dans des supports moins dynamiques.

Par ailleurs, il est important que la fiscalité prenne en considération la durée totale de l'épargne, tant la période d'accumulation que celle des versements (notamment en rente). La taxation relative des rentes viagères et des versements en capital est un point crucial de toute mesure concernant la modification de la fiscalité de l'épargne. En effet, le rôle social de la rente viagère, qui limite notamment le risque de dilapidation de l'épargne, et l'effet d'anti-sélection actuarielle⁹¹ lié aux deux modes de versement possibles (rente viagère ou capital), doivent guider le choix du législateur en faveur d'une fiscalité relative tout à la fois responsable et équitable.

Une évolution de la fiscalité des produits d'épargne n'aurait pas nécessairement de coût pour l'Etat : il s'agit de revoir la fiscalité relative de certains placements par rapport à d'autres, ce qui laisse au législateur le choix du niveau global de la fiscalité. A ce titre, on rappelle que Garnier et Thesmar (2009) ont estimé qu'un taux unique situé entre 15% et 20%, prélèvements fiscaux et sociaux compris, serait suffisant pour harmoniser les taux de fiscalité de l'épargne sans coût supplémentaire pour l'Etat. Ce taux pourrait ensuite varier en fonction de la durée de détention.

⁹¹ L'effet d'anti-sélection décrit le fait que les populations avec une espérance de vie plus élevée seront nécessairement plus volontiers attirées par des versements sous forme de rente viagère que celles à l'espérance de vie plus faible, qui préféreront les versements sous forme de capital

Mesure proposée : « Revoir la fiscalité des produits d'épargne »

Envisager une refonte des prélèvements fiscaux et sociaux de l'épargne et créer un environnement simple, favorisant l'épargne longue par rapport à l'épargne moins longue ainsi que les placements en actions par rapport à des placements moins volatiles mais à potentiel de performance moindre. Cet environnement devrait prendre en compte la durée totale du produit d'épargne, et donc les phases de constitution (ou capitalisation) et de versements. En particulier, les éventuels accroissements de la fiscalité et des prélèvements sociaux de l'épargne ne devraient pas s'appliquer à l'épargne retraite (PERCO, PERE, PERP, etc.)

- *Cette refonte de la fiscalité soutiendrait l'orientation d'une partie des flux, voire des stocks, de l'épargne liquide vers des produits longs. A titre illustratif, les flux sur livrets non fiscalisés en 2008 ont été de 30,1 Mds€, pour un encours de 342,6 Mds€⁹².*

L'encouragement de la détention, sur de longues périodes, d'actifs à plus fort potentiel de performance (dont les actions d'entreprises) doit être un objectif renouvelé pour les placements en assurance vie. Ces produits doivent en effet évoluer pour pallier la baisse anticipée des rendements des fonds euros. Les produits en unités de comptes, ainsi que les fonds euros diversifiés, ne seront pas pénalisés par la mise en place de la directive Solvabilité II. Les contrats euros diversifiés sont d'autant plus à propos qu'ils sont bloqués jusqu'à échéance. Il faut inciter les Français à soutenir et augmenter le rendement de leurs placements en assurance vie en souscrivant ces contrats qui s'appuient sur des actifs dans lesquels la part en actions ne sera pas amoindrie. Les incitations pourraient être conditionnées à une détention en actions. La FFSA propose ainsi, pour en relancer l'attractivité, de simplifier les contrats « NSK » existants en ne retenant qu'un quota pour leur définition : 10% minimum en actions d'entreprises. Cette simplification pour les assureurs, associée à une diminution des risques pour le souscripteur, permettraient d'augmenter l'offre et de soutenir la demande de ces produits. Cette disposition pourrait également s'appliquer aux contrats diversifiés.

Mesure proposée : « Encourager la diffusion des produits diversifiés »

En encourageant les contrats « euros diversifiés » pour permettre à une plus grande part de l'épargne des Français d'échapper aux conséquences négatives de la directive Solvabilité II sur les rendements.

- *A titre indicatif, la conversion de 5% des contrats en euros (encours de 962 Mds€ en 2008) en des contrats euros diversifiés, qui pourraient assurer un rendement supérieur de 2 points de pourcentage par an (illustratif), entraînerait une augmentation de ~14Md€ des encours de l'assurance vie par effet rendement en 10 ans⁹³.*

Des mesures similaires à celles visant à transférer les encours actuels d'épargne liquide vers des produits longs pourraient être envisagées en faveur de produits investis en actions, comme les OPCVM actions ou les contrats en unités de compte investis en actions.

⁹² Placements à vue (F.291) dans les comptes de la Nation dont on a exclu les livrets ordinaires

⁹³ Hypothèse de 3% de rendement annuel sur contrats euros, et 5% sur contrats euros diversifiés

Mesure proposée : « Transférer les encours de produits à rendement faible ou modéré vers des produits investis en actions »

Inciter les Français à transférer des encours d'épargne liquide (par exemple des produits monétaires) vers des produits investis en actions, comme les OPCVM actions.

Inciter les Français à renforcer la part des unités de compte notamment investies en actions, dans leurs contrats d'assurance-vie en transférant une partie des encours actuellement investis sur les fonds en euros (962 Mds€ en 2008). Les modalités de mise en œuvre de cette mesure sont à définir. A titre illustratif, on pourrait exonérer de prélèvements fiscaux les contrats d'assurance-vie possédant une proportion minimale d'unités de compte, voire d'unités de compte investies en actions. Les montants investis sur des contrats monosupports pourraient être transférés vers des contrats diversifiés, avec pour l'épargnant une exonération fiscale (par exemple au bout de 10 ans) en contrepartie du respect quotas de détention d'actions. Un quota unique augmenterait l'attractivité du produit : on pourrait ne retenir qu'un seuil unique minimal de détention d'actions (10%).

La détention d'actions doit être encouragée, notamment dans des enveloppes d'épargne dédiées comme le Plan d'Epargne Actions (PEA). L'encours du PEA en octobre 2007 s'élevait à 118 Mds€. Malgré une fiscalité attractive dans le cas d'une détention au-delà de 5 ans, le nombre de souscripteurs de PEA était en léger recul entre 2003 et 2007 (7,39 millions de comptes en 2003, 7 en décembre 2007⁹⁴). Le PEA doit être largement soutenu pour faire bénéficier les ménages du rendement que peuvent offrir les actions à long terme et pour renforcer le soutien qu'il offre aux entreprises françaises et européennes.

D'autre part une mesure pourrait être envisagée pour dynamiser une partie des 343 Mds€ d'encours sur livrets défiscalisés⁹⁵ grâce à une détention d'actifs à plus fort rendement. On pourrait imaginer la création au sein des livrets défiscalisés d'une « poche » investie en actions, gérée collectivement et accessible aux épargnants à concurrence d'un montant à définir. Cette détention d'actions en franchise fiscale au sein des livrets pourrait être assortie d'une durée de blocage minimale, qui diminuerait en partie la liquidité offerte par le livret (à concurrence du montant d'investissement en actions) mais permettrait en contrepartie de proposer des rendements supérieurs sur la masse importante d'encours que représentent ces produits.

Mesure proposée : « Développer la détention d'actions via le PEA et une partie dédiée des livrets »

La collecte du PEA doit être dynamisée pour renforcer la part d'actions détenue par les ménages, par exemple en simplifiant son fonctionnement et sa lisibilité. D'autre part, une possibilité doit être offerte aux ménages d'allouer une partie des fonds placés dans des livrets défiscalisés sur une « poche » actions gérée collectivement en contrepartie d'un blocage de ces montants sur une durée à définir

⁹⁴ Source : Banque de France

⁹⁵ Placements à vue (F.291) dans les comptes de la Nation dont on a exclu les livrets ordinaires

***Harmonisation des règles prudentielles applicables
aux régimes de retraite professionnelle.***

Les sociétés d'assurances et les fonds de pension européens sont sujets à des distorsions de concurrence qui pénalisent d'ores et déjà la compétitivité des produits d'assurance retraite français.

Le développement de l'épargne retraite dans le cadre européen pose la question de la place des fonds de pension transfrontaliers dans le paysage français de l'épargne. Des produits d'épargne retraite de natures diverses sont regroupés sous la dénomination de fonds de pension. En France, les contrats Article 39 ou Article 83, les PERE, PERP et contrats Madelin sont assimilés à des fonds de pension. Ces régimes de retraite sont à cotisations définies, sauf pour les contrats Article 39 (à prestations définies), et sont proposés par des Institutions de Retraite Professionnelle (IRP). La directive sur les activités et la surveillance des institutions de retraite professionnelle (ou directive IRP) permet à un organisme d'exercer une activité de retraite dans tous les états membres de l'Union Européenne : elle offre notamment aux compagnies d'assurances et aux sociétés d'épargne salariale le cadre nécessaire pour proposer à leurs clients des solutions d'assurance retraite transfrontalières. Les IRP françaises (assureurs, mutuelles et instituts de prévoyance) sont concurrencées par leurs homologues européennes avec des produits d'épargne retraite similaires aux fonds de pension, y compris sur le territoire français.

Mais les IRP en Europe n'ont pas toutes les mêmes exigences prudentielles ; la directive IRP met en concurrence des produits provenant d'états membres ayant fait des choix prudentiels différents. La directive IRP reprend les exigences de « Solvabilité I » en matière de capital de solvabilité. Depuis l'adoption de « Solvabilité II », la France a fait le choix de soumettre les régimes de retraite professionnels gérés par les organismes assureurs à ce nouveau régime prudentiel alors que les fonds de pension européens, placés sous le régime de la Directive IRP, relèveront quant à eux seulement des exigences « Solvabilité I ». Les sociétés d'assurances françaises pourraient ainsi être désavantagées sur le marché de l'épargne retraite, plus contraintes par des règles prudentielles auxquelles échapperont les IRP d'autres Etats européens.

Sans une évolution de l'environnement réglementaire permettant un alignement entre les IRP assurantielles françaises et leurs homologues européennes, sur la base de principes et d'exigences communs, les épargnants français ne bénéficieront pas des mêmes règles de protection que leurs homologues européens.

Une harmonisation réglementaire paraît donc nécessaire, qui devra passer soit par une nouvelle transposition de la directive IRP en droit français, soit par une révision à l'échelle européenne de cette directive.

4.4. La gestion professionnelle, la formation et l'information des épargnants doivent être renforcées pour accompagner les Français dans la gestion de leur épargne de long terme

Diagnostic :

La gestion d'un portefeuille d'épargne sur une longue durée nécessite un niveau d'information ainsi qu'un investissement en temps et en moyens dont tous les Français ne peuvent disposer. Si l'on veut cependant que la grande majorité d'entre eux puisse bénéficier du surcroît de performance de leur épargne que cette gestion peut apporter, il faut leur offrir la possibilité de confier leur épargne à des intermédiaires professionnels, soumis à un contrôle et une surveillance rigoureux et indépendants. Aucune réforme en profondeur de la manière dont les Français préparent leur retraite ne peut être envisagée sans qu'ils la comprennent et l'acceptent comme étant nécessaire et constructive.

L'information des épargnants est une condition indispensable à la réussite du développement de l'épargne longue.

4.4.1. Action 5 : Renforcer la place de la gestion professionnelle dans l'épargne longue

La gestion professionnelle permet d'assurer une diversification de l'épargne retraite et minimise les possibilités qu'auraient les épargnants de commettre des erreurs dans leurs investissements, livrés à eux-mêmes face à des décisions complexes dont ils ne maîtrisent pas nécessairement tous les aspects. On doit bien sûr encourager les progrès que les épargnants pourront faire dans ce domaine, mais à court et moyen terme, la gestion professionnelle paraît un moyen raisonné de soutenir le développement de l'épargne longue.

La gestion professionnelle pour le cas particulier des placements dynamiques est nécessaire pour de nombreux épargnants : les OPCVM représentent des véhicules qui permettent une gestion active et diversifiée. Il serait dangereux de confondre la détention en direct de titres de sociétés avec la détention de parts d'OPCVM actions diversifiés. Il est difficile pour un épargnant de reproduire seul des profils risque/rendement aussi avantageux que ceux des gestionnaires professionnels. Cependant il est nécessaire de souligner les disparités fiscales existant entre les modes de détention d'actions. Alors que la détention d'actions en direct est exonérée de prélèvements fiscaux sur les plus-values au terme d'une détention de 8 ans, ce n'est pas le cas pour la détention d'OPCVM actions. Les nombreux avantages de la gestion professionnelle (via OPCVM) mentionnés ci-dessus plaident cependant en faveur d'une fiscalité neutre à l'égard de la détention de titres d'OPCVM, voire d'un encouragement de cette forme de détention par rapport à celle de titres en direct.

L'augmentation de la part d'actifs risqués dans un portefeuille d'épargne est envisageable, même dans le cadre d'une détention plus directe qu'au travers des contrats d'assurance vie, mais à condition d'être assortie d'un accompagnement de professionnels. L'offre de gestion sous mandat ou de gestion pilotée pourrait être simplifiée et étendue dans un format adapté à une majorité de Français. Une industrialisation des processus pourrait donner à un plus grand nombre d'épargnants accès à des produits actuellement réservés aux ménages les plus aisés et encourager la détention de titres plus dynamiques dans un cadre contrôlé, et à moindre risque pour les épargnants.

La gestion professionnelle, en particulier la gestion collective dans le cadre de l'entreprise, permet également une contribution partagée des différents acteurs de la société à l'effort de renforcement de l'épargne longue et de l'épargne retraite en particulier (participation du salarié par les versements volontaires provenant ou non de l'intéressement et de la participation, de l'entreprise par l'abondement et de l'Etat par le biais d'une fiscalité attractive dans le cadre du PERCO). La gestion collective permet de plus une meilleure représentation des différentes parties intéressées, ce qui peut être une protection supplémentaire pour les épargnants. Les conseils de gouvernance qui existent pour le PERP et les FCPE constituant les PERCO en sont des exemples, tout comme les conseils paritaires avec représentation des partenaires sociaux, comme c'est le cas notamment aux Pays-Bas. Ce type de représentation pourrait améliorer la confiance des salariés dans les structures à gestion professionnelle collective. Fin 2009, seuls 35% des détenteurs de PERCO choisissaient une gestion pilotée de leur plan⁹⁶. 65% d'entre eux estimaient donc ne pas avoir de bénéfice à attendre d'une gestion par un tiers professionnel. Ce chiffre paraît relativement élevé au regard de la proportion des Français qui estiment que les produits financiers sont difficiles voire très difficiles à comprendre, qui était en 2008 de plus de 50%⁹⁷.

⁹⁶ Source : AFG

⁹⁷ Source : CE, Finalist Programme, Financial Literacy Training Needs Survey, National survey: France, 2008

Mesure proposée : « Favoriser la détention d'actions via OPCVM et renforcer les produits de gestion professionnelle ou de gestion collective »

Inciter à la détention dans la durée d'OPCVM actions en les faisant bénéficier de mesures fiscales similaires à celles dont bénéficient actions détenues en direct.

D'autre part, les produits de gestion professionnelle (collectifs ou individuels) doivent être favorisés dans le cadre du développement de l'épargne longue. C'est le cas notamment du PERCO, du PERE et du PERP mais aussi de mandats « populaires » qui doivent être encouragés

- *L'impact d'une diffusion plus systématique de la gestion professionnelle doit permettre de faciliter l'accès direct à une épargne dynamique et diversifiée, plus particulièrement aux ménages aux revenus les plus modestes. Des mandats « populaires », avec des conditions d'accès simplifiées, leur assureraient de bénéficier avec une gestion sécurisée de produits aujourd'hui utilisés par les ménages les plus aisés.*

4.4.2. Action 6 : Sensibiliser et former les ménages aux enjeux de l'épargne financière

Une attention particulière doit être portée à la communication et à l'information des épargnants en général sur les sujets relatifs à l'épargne dédiée à la retraite. Au-delà des exigences de la directive MIF, dont le volet concernant l'information des clients prend surtout effet en amont de la souscription à un produit d'épargne, les épargnants doivent être régulièrement informés de la valeurs des actifs placés dans le cadre de leurs démarches d'épargne, et plus particulièrement d'épargne retraite. Dans le cadre de l'entreprise, les salariés devraient être informés de leurs droits à la retraite le plus tôt possible. Un des objectifs à atteindre le plus rapidement est celui de fournir aux salariés une véritable vision globale estimée de leur niveau de vie à la retraite.

Enfin, les entreprises devraient chercher à communiquer de manière harmonisée sur les pratiques de partage des profits entre actionnaires et salariés et les avantages reçus globalement par ces derniers en plus de leur salaire.

Mesure proposée : « Renforcer l'information sur le niveau de ressources anticipé à l'âge de la retraite »

En rendant systématique l'envoi des relevés de situation individuelle⁹⁸ (RSI) aux salariés de moins de 35 ans⁹⁹ et en y incluant l'information disponible sur leurs produits d'épargne retraite. Les documents d'estimation indicative globale¹⁰⁰ (EIG) pourraient également fournir une estimation indicative des droits acquis dans le cadre de régimes complémentaires facultatifs lorsque cela est possible.

- *Cette mesure vise à faciliter pour les salariés la préparation de leur retraite par anticipation de leur niveau de vie futur afin qu'ils puissent se donner les moyens de l'améliorer en bénéficiant d'un horizon de placement long. La possibilité de demander un relevé de situation individuelle à tout âge existe déjà mais, ici encore, la proposition d'un envoi systématique pour les plus jeunes actifs s'appuie sur le principe selon lequel l'automatisation de certains mécanismes permet d'en accroître l'impact de manière significative.*

⁹⁸ Les relevés de situation individuelle, prévus dans le cadre de la réforme des retraites de 2003, comportent une synthèse des droits obtenus par l'assuré dans les différents régimes de retraite obligatoire auxquels il a cotisé ainsi que le détail de ces droits par régime.

⁹⁹ La loi de 2003 a instauré le relevé de situation individuelle pour les salariés de plus de 35 ans

¹⁰⁰ Prévus dans le cadre de la loi de réforme des retraites de 2003, ces relevés contiennent les mêmes informations que les relevés de situation individuelle auxquelles s'ajoute une estimation du montant de la retraite du salarié. Cette estimation présente une évaluation de la pension à différents âges repères.

Les ménages doivent se familiariser progressivement avec les enjeux patrimoniaux lors de leur retraite. Son développement à court et à moyen terme passe par une meilleure information et un meilleur accompagnement des générations ayant déjà entamé leur parcours professionnel. Il paraît efficace de concentrer les efforts à court et moyen terme sur les Prestataires de Services d'Investissement (PSI) qui conseillent et orientent les épargnants. Il est essentiel que les PSI emploient un personnel qualifié disposant des connaissances et des expertises requises pour exercer les responsabilités qui lui sont confiées, notamment celle d'accompagner les ménages dans leurs choix d'épargne. Les efforts initiés de certification des connaissances réglementaires des professionnels visant à améliorer la qualité et l'adaptation des services proposés sont des éléments fondamentaux du dispositif de développement de l'épargne longue.

Les épargnants d'aujourd'hui et de demain doivent mieux maîtriser les outils d'épargne longue qui leur sont proposés. Qu'il s'agisse de prendre des décisions dans le cadre de leur activité professionnelle ou à titre individuel, les épargnants doivent pouvoir compter sur une formation financière minimale. Les principes généraux de gestion d'un patrimoine financier (diversification de portefeuille, couple rendement/risque, etc.), la connaissance des instruments disponibles pour les placements (OPCVM, contrats d'assurance vie, produits d'épargne retraite) et des sous-jacents les plus courants (actions, obligations, produits monétaires) ainsi que la sensibilisation aux différents objectifs d'épargne pour un particulier (projets d'investissements immobiliers, provisions pour dépenses exceptionnelles, préparation de la retraite) doivent être enseignés de manière simple et concrète, et ainsi être démystifiés.

L'action de l'Institut pour l'Education Financière du Public, association d'intérêt général créée en 2006, peut être citée en exemple dans cette démarche de formation pragmatique, notamment par le biais du site Internet « www.lafinancepourtous.com ». Ses priorités pourraient être réaffirmées tout particulièrement au service des actifs salariés et des consommateurs d'épargne qui ne peuvent s'appuyer sur une formation scolaire pour le développement de leur culture financière. Le site Internet permet entre autres de rechercher des offres de formation financière et présente des éclairages clairs et pédagogiques sur un grand nombre de sujets liés à l'épargne financière.

Concernant l'évolution de l'enseignement scolaire en faveur d'une meilleure préparation des élèves aux futures décisions financières auxquelles ils seront confrontés, les objectifs doivent être clairement établis, et réalistes. Sans nécessairement couvrir dans ses moindres détails la nature et les modalités techniques d'emploi de tous les produits d'épargne disponibles, cette formation scolaire devra permettre aux élèves d'aborder sereinement les interactions qu'ils pourront avoir avec des intermédiaires financiers (gestionnaires, banquiers, assureurs, etc.) et de développer ainsi l'environnement de confiance et de collaboration nécessaire à l'élaboration de solutions financières d'épargne qu'ils puissent comprendre et reconnaître comme adaptées à leurs besoins. Cette formation doit avoir lieu au cours de la scolarité et devrait être considérée comme généraliste, et non réservée aux seules filières économiques.

Mesure proposée : « Développer la formation économique et financière à l'école »

Les futurs épargnants doivent être mieux formés au cours de leur parcours scolaire dans les domaines économiques et financiers ; ils doivent en outre être sensibilisés jeunes sur la nécessité de l'épargne longue et doivent acquérir tous les outils qui leur permettront de faire des choix d'investissement adaptés à leur profil.

Conclusion

Les mesures proposées dans ce rapport visent à accélérer de manière significative le développement de l'épargne longue en France. Leur mise en place doit permettre un rééquilibrage du patrimoine financier des Français vers des produits d'épargne adaptés à un horizon long et aux performances optimisées en fonction de la durée de placement, afin qu'ils puissent mieux faire face à leurs besoins financiers futurs.

- Pour obtenir un impact à court terme, les mesures modifiant les encours d'épargne déjà constitués (ex : transformation des produits liquides en produits longs, transformation d'une partie des encours d'assurance-vie en assurance-retraite) pourraient augmenter le stock de produits à horizon long d'un montant équivalent à l'encours actuel d'épargne-retraite en France¹⁰¹.
- Pour un impact durable, les mesures proposées dans ce rapport qui modifient les dynamiques de collecte (ex : mesures PERCO, PERP...) pourraient chaque année augmenter d'au moins 50% la collecte de produits d'épargne retraite¹⁰².
- Enfin, l'impact des mesures touchant à la rentabilité des investissements (ex : contrats euros diversifiés, augmentation de la part d'actions) viendrait accentuer fortement les effets des mesures précédentes puisqu'une augmentation de 2 points du rendement annuel¹⁰³ permet de générer au bout de 10 ans un surplus de performance d'environ 30%¹⁰⁴.

Pour atteindre un résultat significatif dans le développement de l'épargne longue, les trois leviers proposés dans ce rapport que sont la modification des stocks, l'orientation des flux et l'amélioration du rendement de l'épargne financière doivent être actionnés simultanément.

Le développement de l'épargne longue est essentiel pour notre société dans les décennies à venir. Il nécessite un effort immédiat et coordonné des ménages, des pouvoirs publics, des entreprises et des institutions financières. Au-delà du soutien apporté aux besoins financiers de long terme des Français, il permettra d'assurer des flux de financement pérennes pour l'économie (renforcement des capitaux propres des entreprises, développement des projets d'infrastructures...) et aura pour effet de dynamiser la Place Financière de Paris à l'heure décisive de l'ouverture européenne.

¹⁰¹ Environ 100Mds€ si 5% des actifs liquides sont transférés vers des produits longs et si 5% des encours d'assurance vie sont allongés pour couvrir des besoins de retraite

¹⁰² De l'ordre de 5-6 Mds€ supplémentaires en 2010

¹⁰³ Une augmentation du rendement de 3% à 5%

¹⁰⁴ Par exemple si, pour ~100 Mds€ (3% de l'épargne financière), le rendement annuel passe de 3% à 5%, le surplus de performance généré au bout de 10 ans serait de près de 30Mds€.

Références bibliographiques

- Aït-Kacimi, Les Echos, « *Fonds à maturité : un produit pour la vie* », mars 2010 (Presse)
- AFG, « *Réforme des retraites de 2010 – Propositions de l'AFG pour développer l'épargne retraite d'entreprise* », mars 2010
- AMF, « *L'éducation financière des Français* », décembre 2004 (Conférence)
- Antolin et alii, « *Investment regulations and defined contribution pensions* », OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions n°37, 2009
- Antolin et alii, « *Conséquences budgétaires à long terme des plans d'épargne retraite assortis d'avantages fiscaux* », 2004
- Aubier, Cherbonnier et Turkety, « *Influence de la fiscalité sur les comportements d'épargne* », Economie et Prévision 2005/3-4-5, n°169 p.321-329
- Babeau et alii, « *Observatoire permanent des marches de l'épargne et du crédit – Perspectives 2009 – 2014* », BIPE, septembre 2009
- Babeau et Mirgon, « *La détention de fonds de placement collectifs par les ménages* », BIPE, novembre 2009
- Banque Centrale Européenne, « *Access to finance: analytical report* », septembre 2009
- Basel Committee on Banking Supervision, « *International framework for liquidity measurement, standards and monitoring* », consultative document, décembre 2009
- Bichot, « *Réforme des retraites : vers un big bang ?* », Etude de l'Institut Montaigne, mai 2009
- Boziot, « *Les réformes des retraites vont-elles conduire à un allongement des carrières professionnelles ?* », juin 2005
- Brun-Schammé et Duée, « *L'épargne financière en prévision de la retraite : comportements de détention et montants investis* », 2008
- Censi, « *Rapport d'information sur l'impact des mesures législatives portant sur les produits financiers* », Assemblée Nationale, juin 2008
- Comité Consultatif du Secteur Financier, « *Avis du CCSF concernant le plan d'épargne retraite populaire* », septembre 2009
- Commission des Communautés Européennes, « *Mettre en œuvre le programme communautaire de Lisbonne : Proposition de directive du parlement européen et du conseil relative à l'amélioration de la portabilité des droits à pension complémentaires* », 2005
- Commission Européenne, DG Marché Intérieur et Services, « *Réponse de la FFSA et du Trésor à la consultation sur l'harmonisation des règles de solvabilité applicables aux IRP couvertes par l'article 17 de la directive IRP et les IRP transfrontalières* », 2008
- Conseil d'Orientation des Retraites, « *Retraites : annuités, points ou comptes notionnels ? Options et modalités techniques* », septième rapport, janvier 2010
- Conseil d'Orientation des Retraites, « *Retraites : perspectives actualisées à moyen et long terme en vue du rendez-vous de 2010* », huitième rapport, avril 2010
- Conseil d'Orientation des Retraites, « *Retraites : 20 fiches d'actualisation pour le rendez-vous de 2008* », cinquième rapport, novembre 2007
- Conseil des Prélèvements Obligatoire, « *Le patrimoine des ménages* », mars 2009
- DARES, « *La participation, l'intéressement et l'épargne salariale en 2007 : une hausse de 15% des montants distribués* », Premières Synthèses, n°31.2, juillet 2009

- Demarigny, « *Un Small Business Act du droit boursier européen - Mettre en place un environnement financier et réglementaire adapté aux petits et moyens émetteurs cotés en Europe* », 2010
- Direr, « *Epargne retraite et redistribution* », 2009
- Direr et Roger, « *Le plan d'épargne retraite populaire (PERP) : caractéristiques des détenteurs et projections des niveaux de rente* », novembre 2009
- DREES, « *L'épargne retraite en 2007* », Etudes et Résultats n°685, avril 2009
- DREES, « *Les retraités et les retraites en 2008* », Etudes et Résultats n°722, avril 2010
- Euronext et TNS Sofres, « *Les valeurs mobilières détenues par les Français en 2007* », communiqué de presse, novembre 2007
- Garnier et Thesmar, « *Epargner à long terme et maîtriser les risques financiers* », 2009
- Garnier, « *La place des actions dans le patrimoine des ménages* », décembre 2002
- Givort, Picard et Toutlemonde, « *La situation financière des entreprises : vue d'ensemble et situation relative des PME* », INSEE Dossiers, l'économie française édition 2008
- Gollier, « *Intergenerational risk-sharing and risk-taking of a pension fund* », 2007
- Guiso et alii, « *Household portfolios: an international comparison* », discussion paper, octobre 2000
- INSEE, « *Les revenus et le patrimoine des ménages* », édition 2009
- INSEE, Girardot-Buffard, « *Le patrimoine des ménages retraités* », 2009
- Leclair et La Martinière, *Rapport du groupe de pilotage « Epargne Longue »*, juin 2008
- Lau, Ng et Zhang, « *The world price of home bias* », janvier 2007
- Marini, « *Rapport d'information sur l'épargne retraite* », Sénat, septembre 2006
- Maurer et Somova, « *Rethinking retirement income strategies: How can we secure better outcomes for futures retirees?* », EFAMA février 2009
- MEDEF, « *Solvabilité II, Bâle III, CRD IV : impact des normes prudentielles sur le financement des entreprises* », Commission Economie, mars 2010
- OCDE, « *Les pensions dans les pays de l'OCDE 2009 – Panorama des systèmes de retraite* », 2009
- OCDE, « *Répondre à la crise en préservant la croissance long terme* », Réformes économiques objectif croissance, 2010
- Psillaki, Université de Nice – Sophia Antipolis, « *Finalist Programme – Country report – France* », 2008
- Pansard, « *Le financement des entreprises : quelle contribution des ménages ?* » Forum des investisseurs régionaux – CDC PME Groupe Caisse des Dépôts, juillet 2003 (conférence)
- Séjourné, « *Pourquoi le comportement des épargnants français est-il si peu conforme à la théorie traditionnelle du portefeuille ?* », AMF, Département des Etudes, Les cahiers scientifiques n°1, septembre 2006
- Servant, « *La détention par les non-résidents des actions du CAC 40 à fin 2008* », Bulletin de la Banque de France n°176, 2^e trimestre 2009
- Van des Vorst et alii, « *Solvency II: update on QIS4 results as presented by CEIOPS during the stakeholder meeting* », Milliman white paper, novembre 2008



39-41 rue Cambon - 75039 Paris cedex 01
Tél. : +33 1 49 27 11 14
Fax : +33 1 49 27 11 06
www.paris-europlace.net