

Mai 2021

Épargne, taux bas et pandémie

Propositions pour mettre l'épargne des Français
au service de la croissance et du pouvoir d'achat

FONDATION
CONCORDE

Avant-propos

par Christian de Boissieu

Professeur émérite à Paris I (Panthéon-Sorbonne)

Président du Conseil scientifique de la Fondation Concorde

Une question de confiance

L'épargne des ménages est au cœur de la crise sanitaire et des interrogations sur la **reprise**. La Covid-19 a provoqué, en France comme dans d'autres pays, un gonflement de l'épargne des particuliers. Avec une **augmentation simultanée de l'épargne forcée et des épargnes de précaution**.

Épargne forcée, puisque du fait des confinements successifs, des fermetures de certains secteurs (restaurants, cinémas et théâtres, commerces « non essentiels », etc), des obstacles à la mobilité (beaucoup moins de voyages et de tourisme, etc), les Français ont restreint leur **consommation**. Les phases de déconfinement ont, jusqu'à présent, connu des phénomènes de « rattrapage » de consommation, mais sans compensation exacte.

Épargnes de précaution également : elles existent depuis longtemps, mais ont été gonflées par la pandémie et ses impacts économiques. Car **les divers risques auxquels ces épargnes répondent se sont aggravés** : risque chômage, risques sur les retraites, risque social et politique avec l'extension de la pauvreté et des inégalités, etc. La Banque de France estime que, pour la seule année 2020, 110 milliards d'euros d'épargne supplémentaire du côté des ménages français ont été ainsi constitués. De mars 2020 à fin 2021, le montant total pourrait atteindre entre 160 et 200 milliards. Soit, en prenant la borne supérieure,

deux fois le **plan de relance** français de 100 milliards, à mon avis insuffisant dans son montant et surtout trop lent dans sa mise en œuvre ! C'est **maintenant** qu'il faut encourager les conditions d'une franche reprise, ce n'est pas dans un an ou dans dix-huit mois. Il serait fort intéressant de ventiler quantitativement cette épargne additionnelle entre épargne forcée et épargnes de précaution. Intéressant mais compliqué : nous ne disposons pas à ce jour de ce chiffrage, pourtant crucial pour toute prévision macro-économique.

La qualité de l'épargne privée compte autant que sa quantité. De ce point de vue, force est de reconnaître que l'épargne supplémentaire des ménages français depuis 2020 est pour l'essentiel liquide ou à court terme (cf. par exemple la collecte record du livret A depuis le début de 2020). La crise a accentué ce qui s'appelle, depuis Keynes, la **préférence pour la liquidité**.

A quelles conditions ce surcroît d'épargne viendra-t-il nourrir la reprise au lieu de la contrarier ? Tout va se jouer sur la **confiance**. Car c'est cette confiance qui pourrait transformer une part significative de l'épargne en consommation du côté des ménages et en investissement de la part des entreprises. Prévoir le calendrier et le rythme du retour de la confiance est autrement délicat, car différents déterminants se mélangent.

Le tempo annoncé pour la vaccination sera-t-il respecté ? Le chômage partiel, qui ne pourra pas s'éterniser, va-t-il céder la place au chômage tout court ? Les faillites d'entreprises, en retrait en 2020 par rapport à 2019 grâce au « quoi qu'il en coûte », sont-elles pour l'essentiel devant nous ? La montagne d'incertitudes auxquelles nous sommes confrontés n'empêche pas, heureusement, d'esquisser des **pistes pour les politiques publiques.**

Car nous sommes, pour l'essentiel, confrontés à un problème de « tuyauterie » : **comment attirer une bonne part de cette épargne liquide vers le financement long des entreprises ?** Les entreprises françaises manquent cruellement de fonds propres ; elles doivent faire des investissements de long terme (dans le numérique, la transition énergétique...). Autrefois, c'est-à-dire avant la réglementation Bâle III, les banques faisaient de la « transformation » en prêtant à long terme à partir de ressources liquides ou à court terme. Nous ne sommes plus dans ce monde-là. Il ne suffit pas, comme on l'entend souvent, de poser que l'épargne des ménages doit venir combler le déficit de fonds propres des entreprises. Encore faut-il s'en donner les moyens, car il n'y a rien de mécanique ou d'évident dans tout cela. Les ménages sont-ils prêts à investir dans des actifs risqués, sous quelle forme et à quelles conditions ? Les PME, pour ne citer qu'elles, sont-elles disposées à ouvrir leur capital et à assumer ce que l'on peut appeler des risques de gouvernance ?

Affronter le problème de « tuyauterie » évoqué plus haut suppose, à mon sens, de partir d'un double constat :

■ **Nous n'avons pas en France la bonne palette d'instruments financiers pour**

affronter ce défi. Il ne suffit pas d'ajouter de nouveaux véhicules financiers aux véhicules existants pour régler le problème. Le bilan plus que mitigé du PEA PME ou des instruments créés à l'époque par la loi Dutreil l'illustre. En fait, il faudrait tout remettre à plat, sans tuer le produit d'appel qu'est en France l'assurance-vie, et sans prétendre lever du jour au lendemain le blocage idéologique concernant dans notre pays les fonds de pension.

■ **Nous n'avons pas en France la bonne politique fiscale de l'épargne.** Par exemple, cela fait plusieurs décennies que l'on critique la fiscalité comparée des actions et des obligations, sans en tirer vraiment de conséquences concrètes.

Cette étude de la Fondation Concorde a le grand mérite d'éviter les modifications à la marge. Il propose **une vraie remise à plat sur les deux axes à privilégier, les instruments financiers disponibles et la fiscalité.** Sans oublier, condition transversale, d'énormes efforts de **pédagogie** financière à concrétiser. Les différentes propositions de l'étude vont nourrir un débat déjà riche, avec des enjeux allant bien au-delà de la seule technique financière ou fiscale. En apportant une telle contribution au moment même où les pouvoirs publics s'interrogent sur la bonne façon de remettre dans le circuit l'épargne de la crise (débat sur le régime fiscal des donations, prêts participatifs, fonds de relance sous l'égide de BPI France...), la Fondation Concorde remplit pleinement son rôle de *think tank* indépendant et affirme son apport à ce qui devrait être pour tous l'ambition des deux prochaines années : **réussir la relance.** Elle contribue ainsi au débat public sur un thème central, qui sera sans nul doute au cœur de la prochaine campagne présidentielle. ●

En synthèse

Les propositions de la Fondation Concorde pour mettre l'épargne des Français au service de la croissance et du pouvoir d'achat

1 Permettre aux acteurs du secteur de l'épargne de favoriser l'investissement de long terme

Nous proposons une révision de la directive Solvabilité 2, dont les travaux sont en cours, notamment la prise en compte allégée dans les calculs de solvabilité des investissements de long terme portés par les assureurs.

2 Procéder à une mise à plat fiscale

Nous proposons d'exclure du plafonnement des niches fiscales les investissements réalisés au profit de l'économie productive, de mettre en place un régime de faveur pour les souscriptions au travers de l'assurance-vie investie à plus de 40 % en unités de compte, de revaloriser et assouplir les plafonds d'investissement du PEA, de repenser l'épargne réglementée et de créer un régime de transmission du PEA.

3 Libérer l'épargne

Nous proposons de mener une étude d'impact de l'application précise de l'article 72 de la loi Pacte prévoyant le transfert d'un contrat d'assurance-vie et de modifier le cas échéant le cadre législatif afin de garantir son effectivité.

4 Développer une épargne porteuse de sens

Nous proposons d'encourager toute entreprise cotée à proposer une Offre Réservée aux Salariés en cas d'augmentation du capital, de créer des fonds d'investissement stratégiques territoriaux accessibles comme unités de compte et de réfléchir à la création d'un modèle de fonds de pension à la française.

Et aussi...

Apprendre enfin aux Français à quitter le monde de la garantie

Nous proposons la mise en place dès la rentrée de septembre 2021, en classe de troisième, d'une série de 20 heures de cours consacrés aux fondamentaux de l'éducation financière. Nous proposons également la mise en place d'une vingtaine d'épisodes d'un programme court (5 minutes) sur les chaînes télévisées publiques reprenant ces principes.

À retenir

Huit chiffres clés pour mieux comprendre



5 492,8 mds €

C'est l'encours des placements financiers des ménages en France au 3^e trimestre 2020

Source : Banque de France

578 mds €

C'est le montant des dépôts à vue des ménages en France en janvier 2021

Source : Banque de France

18,3 %

C'est la part de l'épargne des Français placée en assurance-vie investie en actions en 2020

Source : Banque de France

1,30 %

C'est le rendement moyen des contrats d'assurance-vie en fonds euros en 2020

Source : Fédération Française de l'Assurance

0,5 %

C'est le taux d'inflation annuel en France en 2020

Source : Insee

29 mds €

C'est le montant des besoins de recapitalisation des PME post-Covid-19 en France

Source : Euler Hermès

0,9 %

C'est la croissance annuelle moyenne du pouvoir d'achat du revenu disponible brut des ménages français sur la période 2010 – 2019 (contre 2,3 % sur la décennie précédente)

Source : Insee

130 €

C'est le rendement annuel moyen de l'épargne immédiatement disponible des ménages français en 2020 pour financer leurs projets

Source : Banque de France, calculs de la Fondation Concorde



Sommaire



Une épargne record, faiblement investie dans l'économie productive, dans un environnement de taux durablement bas

- Un taux d'épargne record des ménages en France 8
- Une épargne abondante, insuffisamment investie dans l'économie productive 11
- Un environnement de taux durablement bas qui pénalise l'épargne des Français 14

Des entreprises en recherche de fonds propres et des épargnants en quête de rendement

- D'une économie de l'endettement à une économie post-crise de fonds propres 17
- Des épargnants en quête de rendement : le paradoxe de l'épargnant français 19

Comment dégager du pouvoir d'achat pour les ménages et mieux orienter l'épargne vers l'économie productive ?

- Proposition 1 : Permettre aux acteurs du secteur de l'épargne de favoriser l'investissement de long terme 22
- Proposition 2 : Procéder à une mise à plat fiscale 22
- Proposition 3 : Libérer l'épargne 26
- Proposition 4 : Développer une épargne porteuse de sens 27
- Et aussi... Apprendre enfin aux Français à quitter le monde de la garantie 29

Annexe : Personnes auditionnées ou rencontrées dans le cadre de cette note



Remerciements



Coordinateur de la note

Matthias Baccino

Rédacteur

Timothée Waxin

Avant-propos

Christian de Boissieu

Merci aux experts de la Fondation Concorde qui ont contribué à cette étude

Emilien Simioni, Luc Domergue, Albert d'Anthoüard, François Valmage,
Mehdi Bournissa, Oscar Cuinet, François Ouairy, Louis Poumeaud.



Merci également à l'ensemble des acteurs de l'épargne
qui ont accepté de répondre à nos questions
lors d'auditions transparentes et enrichissantes.



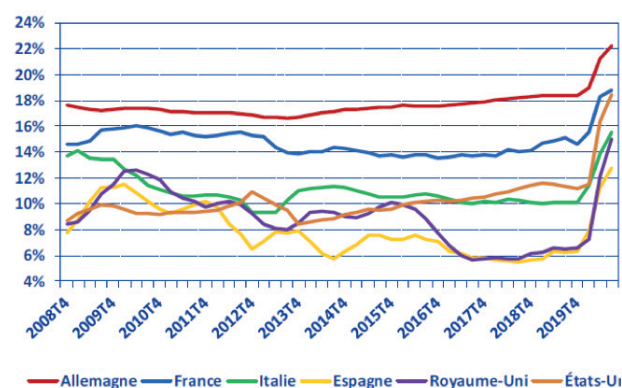
Une épargne record, faiblement investie dans l'économie productive, dans un environnement de taux durablement bas

Un taux d'épargne record des ménages en France

Les Français se distinguent par leur taux d'épargne particulièrement élevé. À la fin du troisième trimestre 2020, le taux d'épargne annuel des ménages atteint 18,8 % de leur revenu disponible brut. Ce taux n'a eu de cesse de progresser ces dernières années, passant de 13,7 % en 2016 à 14,8 % en 2019. Sur cette même période, ce sont près de 612 milliards d'euros supplémentaires qui ont été épargnés par les ménages. Au premier abord, la bataille entre la cigale et la fourmi semble donc avoir trouvé un vainqueur... Qu'en est-il vraiment ?

Les ménages français figurent parmi les plus grands épargnants en Europe. Comparativement aux grandes économies de la zone euro, ils épargnent moins que les Allemands (22,2 %), mais plus que leurs homologues italiens (15,5 %) et espagnols (12,8 %).¹

Taux d'épargne comparé des ménages sur longue période



Source : Banque de France

Outre des conventions comptables et des régimes de protection sociale parfois différents, plusieurs explications sont avancées par les économistes :

- **Un manque de confiance dans l'avenir et un pessimisme des Français** : sur la dernière décennie, l'indicateur synthétique de confiance des ménages de l'Insee peine à dépasser sa moyenne de long terme. Préparer la retraite est également un motif d'épargne des ménages, d'autant que le baromètre 2020 de l'épargne en France et en région d'Ipsos² indique que 66 % des Français ne comprennent pas le nouveau

¹Source : Banque de France, février 2021.

²Septembre 2020.

système de retraite et que, pour près d'un tiers (30 %), son impact n'est « pas du tout » clair. Ce premier élément semble donc indiquer un fléchage de l'épargne des ménages vers une épargne de précaution ;

- **Un environnement de taux d'intérêt historiquement et durablement bas** : dans ce contexte, les ménages augmentent leurs flux d'épargne afin de maintenir constant leur pouvoir d'achat. L'envolée des cours de l'immobilier les conduit également à mettre davantage de côté (c'est ce que l'on appelle l'« effet d'encaisse ») ;

- **Les mesures de soutien du pouvoir d'achat** consécutives au mouvement des « gilets jaunes » (revalorisation et élargissement de la prime d'activité, prime exceptionnelle pour les salariés, annulation de la hausse de la CSG pour les retraités modestes, heures supplémentaires défiscalisées, suppression progressive de la taxe d'habitation sur les résidences principales...), qui ont permis un gain annuel moyen de 250 euros par personne.³

Indicateurs de confiance et d'épargne des ménages sur longue période

Indicateur synthétique de confiance des ménages



Solde d'opinion sur les perspectives d'évolution du chômage



Solde d'opinion sur les perspectives d'évolution du niveau de vie



Solde d'opinion sur l'opportunité d'épargner

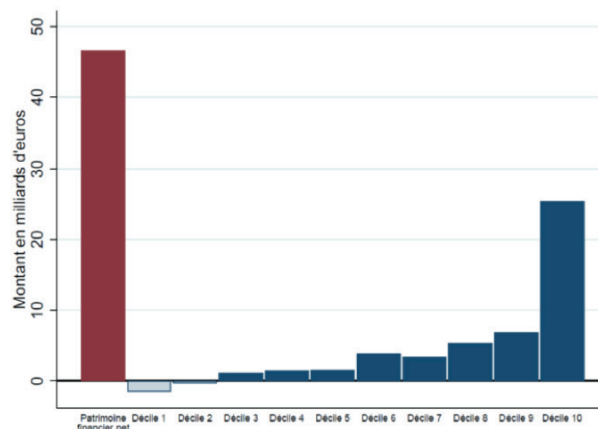


Sources : Insee (dernières observations : janvier 2021). Sur chacun des graphiques, la droite rouge représente la moyenne de longue période. Un solde d'opinion est défini comme la différence entre la proportion de répondants ayant exprimé une opinion positive et la proportion de répondants ayant exprimé une opinion négative.

³Source : Insee, « France, portrait social – Édition 2020 », décembre 2020.

La crise sanitaire n'a fait que renforcer la propension des ménages à **épargner sans investir**, dopant ainsi l'épargne de précaution : les confinements et couvre-feux successifs ont limité les possibilités de dépenses et les mesures de soutien ont globalement préservé le pouvoir d'achat des ménages. Le taux d'épargne des ménages atteint 26,7 % au deuxième trimestre 2020.⁴ Au troisième trimestre, le flux annuel de placements financiers des ménages s'établit à 212,3 milliards d'euros, contre 138,9 milliards d'euros au même trimestre de 2019, en raison de l'« épargne forcée » accumulée pendant le confinement.⁵ Cette accumulation d'épargne durant la crise sanitaire a toutefois été très **inéga**le selon les ménages : une étude du Conseil d'analyse économique souligne que près de 70 % du surcroît de l'épargne a été réalisé par 20 % des ménages les plus aisés.⁶ L'étude de la Caisse des dépôts montre, quant à elle, que les personnes avec un plus fort niveau de revenu, en couple avec des enfants à charge, plutôt salariées du secteur privé sont celles qui ont revu le plus fréquemment à la hausse leur intention d'épargne au cours du confinement.⁷ Pour les sujets d'épargne également, nous ne sommes donc pas tous égaux face à la crise.

Accumulation d'épargne financière par décile de dépenses lors de la crise sanitaire



Source : Conseil d'analyse économique (à partir des données de Crédit Mutuel Alliance Fédérale ; déciles mesurés avant la crise sanitaire)

Pour l'année 2021, les dernières projections de la Banque de France font état d'une amélioration progressive de la consommation, étroitement liée aux conditions de la crise sanitaire. En miroir, le taux d'épargne des ménages devrait baisser progressivement, tout en restant au-dessus de son niveau d'avant crise. **Tout l'enjeu réside donc dans la transformation de l'épargne accumulée en consommation, la plus à même de générer de la croissance à court terme, mais également et surtout en investissement, générateur de croissance à moyen et long terme.**

⁴ Source : Insee, octobre 2020.

⁵ Source : Banque de France, février 2021.

⁶ Source : Conseil d'analyse économique, « Dynamiques de consommation dans la crise : les enseignements en temps

réel des données bancaires », octobre 2020.

⁷ Source : Caisse des dépôts, « Comportements d'épargne en période de confinement – Enquête PAT€R 2020 », janvier 2021.

Projection du taux d'épargne des ménages (en % du revenu disponible brut)



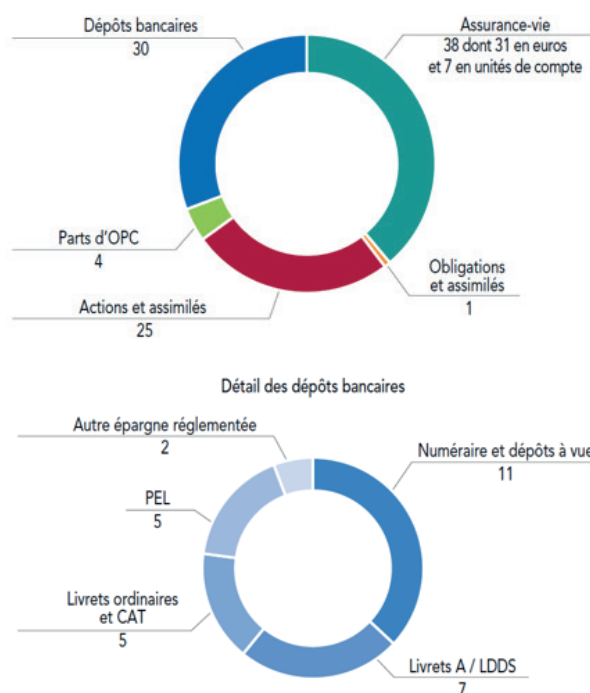
Source : Banque de France, décembre 2020 (données Insee jusqu'au deuxième trimestre 2020, projections Banque de France sur fond bleuté)

Une épargne abondante, insuffisamment investie dans l'économie productive

Malgré un taux record, l'épargne des Français est très faiblement investie dans l'économie productive, notamment en fonds propres dans les PME et dans les fonds territoriaux. Sur un patrimoine financier de 5 492,8 milliards d'euros à fin septembre 2020, l'épargne investie en produits de taux (dépôts, épargne réglementée, assurance-vie en euros...) très peu rémunérateurs est prédominante, à hauteur de 3 629,6 milliards d'euros, soit les deux tiers (66,1 %). Dans le détail, l'encours d'assurance-vie en euros s'élève à 1 718 milliards d'euros. Les placements en numéraire et en dépôts à vue atteignent un niveau historiquement élevé, à 692,8 milliards d'euros ; le flux trimestriel étant de 14,1 milliards d'euros en moyenne sur la période 2017 – 2020. L'épargne réglementée

(livrets A, bleus, LDD, LEP, PEL, PEP, CEL et livrets jeunes) représente quant à elle 806,1 milliards d'euros, soutenue par une rémunération moyenne à 1,5 % en 2019 grâce à la résilience du taux moyen des PEL, compte tenu du poids important des anciennes générations.⁸ Pour le livret A, produit phare en termes de détention et d'encours, le taux de rémunération a été abaissé à 0,50 % en février 2020. Pour l'assurance-vie, le taux de rendement 2020 est de 1,3 % pour les supports en euros et de 0,3 % pour les supports en unités de compte, mais il s'élève à 2,8 % en moyenne sur 10 ans.⁹

Structure du patrimoine financier des ménages en France à fin 2019 (en % du total)



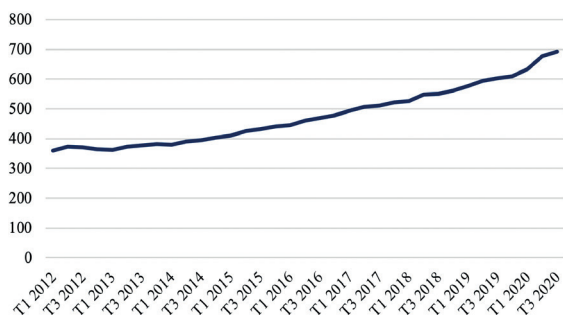
Source : Banque de France, Rapport annuel sur l'épargne réglementée 2019

⁸ Source : Banque de France, février 2021.

⁹ Source : Fédération Française de l'Assurance, mars 2021. Taux de rendement nets de frais. Pour le taux en UC, la

moyenne sur 10 ans permet de lisser les soubresauts des marchés financiers.

Encours de dépôts à vue des ménages français (en milliards d'euros)



Source : Banque de France

Les produits de fonds propres (c'est-à-dire les actions cotées ou non cotées et instruments financiers constitués majoritairement d'actions, investis dans le capital des entreprises) ne représentent que 32,1 % des placements financiers des ménages. Si l'assurance-vie reste le placement le plus important du patrimoine financier des ménages (38,3 %), les supports en unités de compte n'en constituent à eux seuls que 7 %, avec un encours à 385 milliards d'euros. Ce chiffre est plus élevé sur la collecte des derniers mois. Ainsi, les cotisations en unités de compte représentaient 34 % de l'ensemble en 2020 contre 28 % en 2019, et ce malgré la chute des marchés boursiers au cours du premier trimestre. Il existe donc un véritable sujet sur la transformation du stock existant vers une épargne plus productive, tant pour l'économie que pour les ménages eux-mêmes.

Pour l'année 2020, la collecte nette des contrats d'assurance-vie est négative et s'établit à -6,5 milliards d'euros (par comparaison, la collecte nette était positive en 2019, à 21,9 milliards d'euros).¹⁰ Elle masque une collecte nette positive en unités de compte (+18,3 milliards

d'euros) mais négative en euros (-24,9 milliards d'euros). Dans le contexte de crise, les ménages ont éprouvé des difficultés pour se projeter et s'engager sur le long terme et ont ainsi privilégié l'épargne de précaution sous forme de dépôts sur les livrets d'épargne.

Évolution mensuelle de la collecte nette des contrats d'assurance-vie (euros + unités de compte)



Source : Fédération Française de l'Assurance

En flux, une tendance favorable se dessine sur l'année 2020, avec une remontée significative de l'épargne « risquée » par rapport à 2019 :

- Les projections 2020 font état d'une hausse de 13,4 milliards d'euros (+5,6 %) de l'encours d'assurance-vie en unités de compte et de 11,1 milliards d'euros (+6,0 %) de celui des organismes de placements collectifs¹¹ ;
- Le nombre de particuliers investisseurs actifs sur des actions est resté élevé en 2020 : près de 1,4 million de particuliers ont passé un ordre d'achat ou de vente sur des actions en 2020. Parmi ceux-ci, un peu plus de 410 000 n'avaient jamais passé d'ordre de Bourse jusqu'ici ou étaient inactifs depuis janvier 2018.¹²

¹⁰ Source : Fédération Française de l'Assurance, janvier 2021.

¹¹ Source : Banque de France, « L'impact de la crise du Co-

vid-19 sur la situation financière des entreprises et des ménages en 2020 », 15 février 2021.

Nombre de particuliers, en milliers, ayant passé au moins un ordre d'achat ou de vente (par an et sur 3 ans)

	2018	2019	2020	2018 à 2020
Tous instruments financiers	1 235	1 552	1 498	2 699
dont actions	1 064	1 394	1 344	2 405
dont ETF	143	175	233	299
dont obligations	123	101	83	261
dont certificats & warrants	20	19	29	40

Source : Autorité des marchés financiers, Tableau de bord des investisseurs particuliers actifs n° 1, janvier 2021

La préférence des Français pour des placements financiers essentiellement concentrés sur des supports liquides et peu risqués s'explique par :

■ **Des lacunes évidentes en termes d'éducation financière** : l'enquête Audirep réalisée en 2020 pour la Banque de France sur l'éducation financière du public en France montre que seuls 20 % des répondants considèrent avoir une connaissance élevée sur les questions financières. Alors que les taux bas incitent à une meilleure diversification des placements, la méconnaissance des produits freine le développement d'une épargne plus investie en risque, qui favoriserait davantage le bon financement de l'économie ;

■ **Une véritable aversion au risque** : les Français ont du mal à quitter le monde de la garantie. Le livret A reste attractif du fait de la garantie des dépôts (jusqu'à 100 000 euros par client et par établissement bancaire) et l'assurance-vie bénéficie de la garantie implicite de l'État contre la faillite des assureurs ;

■ **Une fiscalité inappropriée et trop complexe** : si l'objectif du législateur a été de favoriser l'investissement dans les PME et les OPC (Organismes de Placements Collectifs) risqués, la multiplication des régimes a nui à la bonne orientation de l'épargne. La fiscalité des actions détenues dans un compte titres est aujourd'hui moins intéressante que celle d'une assurance-vie en fonds euros.

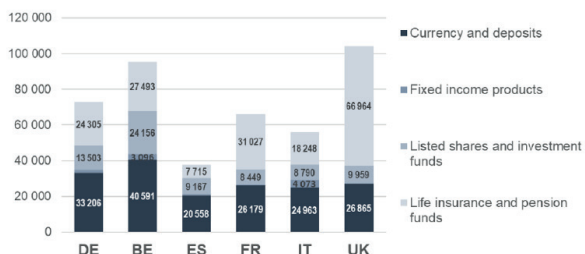
Les contraintes réglementaires des banques et assureurs sont également à l'origine de ce mouvement. L'épargne des Français est en effet conservée dans les bilans bancaires et assurantiels. Depuis la crise de 2008, les régulateurs nationaux et européens ont mis en œuvre des contraintes prudentielles dans le but de protéger les épargnants et l'écosystème financier. Ces règles prudentielles contraignent les banques et assureurs à respecter des ratios et des limites de risque, et ne pas procéder à des investissements dépassant des indicateurs de risque. Les acteurs économiques qui auraient besoin de bénéficier de cette épargne, mais qui présentent des coefficients de risque supérieurs aux limites imposées aux banques et assureurs, en sont *de facto* exclus. **Cette logique de protection ne permet plus de drainer l'épargne vers les acteurs de l'économie qui en auraient besoin.**

La structure de l'épargne française contraste avec celle de nos voisins européens ou immédiats. Au Royaume-Uni, par exemple, où les prestations de retraite des régimes publics sont relativement faibles, l'assurance-vie et les fonds de pension représentent plus de 60 % du patrimoine financier des ménages. **L'épargne**

¹²Source : Autorité des marchés financiers, Tableau de bord des investisseurs particuliers actifs n° 1, janvier 2021.

française apparaît vraiment insuffisamment tournée vers le financement des entreprises.

Composition comparée du patrimoine financier des ménages à fin juin 2020

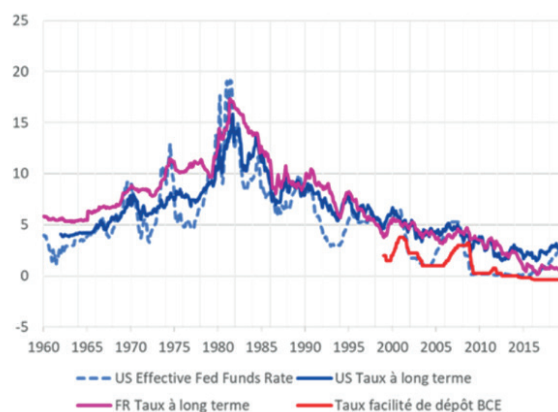


Source : Observatoire de l'épargne européenne

Un environnement de taux durablement bas qui pénalise l'épargne des Français

La tendance à la baisse des taux d'intérêt nominaux mondiaux s'inscrit dans un mouvement de près de 40 ans. Des changements structurels en sont tout d'abord à l'origine. Le ralentissement de la population active et de la productivité globale des facteurs¹³ a entraîné une diminution du taux de croissance tendancielle du PIB. L'offre accrue d'épargne (alimentée par l'allongement de la durée de la vie) et une moindre demande d'investissement (engendrée par une moindre confiance dans l'avenir et une économie immatérielle qui nécessite moins d'investissements physiques) expliquent en partie cette baisse.

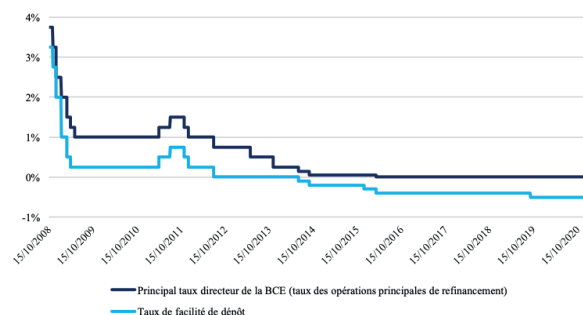
Taux d'intérêt nominaux depuis 1960



Source : Banque de France (discours de François Villeroy de Galhau, 9 janvier 2020)

Les taux bas sont aussi la résultante des politiques monétaires accommodantes des banques centrales, nécessaires pour soutenir l'inflation et l'économie. Après l'éclatement de la crise financière de 2008, les banques centrales des économies avancées se sont montrées particulièrement innovantes. Après avoir abaissé leurs taux directeurs à zéro ou quasiment à zéro, elles se sont tournées vers l'utilisation non conventionnelle d'outils usuels, tels que les taux d'intérêt négatifs, et ont eu aussi recours à des instruments purement non conventionnels, à l'instar de l'assouplissement quantitatif ou *Quantitative easing*, déprimant les taux d'intérêt longs.

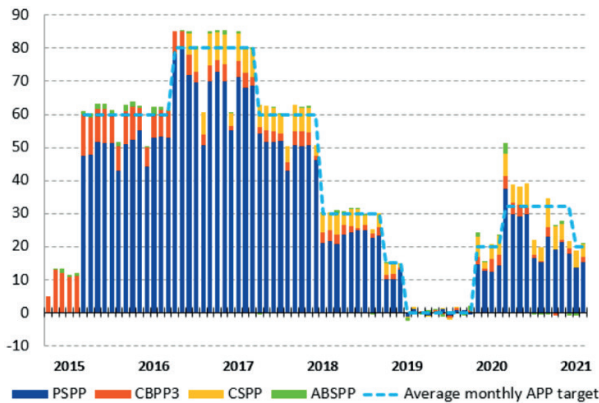
Principaux taux directeurs de la BCE



¹³ Rapport entre le volume de la production et les dépenses liées aux facteurs de production nécessaires pour l'obtenir (travail, capital), aux consommations intermédiaires et aux amortissements.

Source : Banque centrale européenne

Programmes d'achats d'actifs de la BCE (en milliards d'euros)



Source : Banque centrale européenne (programme d'achats de titres du secteur public (PSPP – Public Sector Purchase Program), programme d'achat d'obligations sécurisées (CBPP3 – Covered Bond Purchase Programme), programme d'achat d'obligations émises par les entreprises (CSPP – Corporate Sector Purchase Program), programme d'achat de titres adossés à des actifs (ABSPP – Asset-Backed Securities Purchase Program))

L'environnement de taux d'intérêt bas que nous connaissons devrait **perdurer**.¹⁴ La Banque centrale européenne prévoit que ses taux directeurs restent à leurs niveaux actuels ou éventuellement plus bas jusqu'à ce qu'elle ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers son mandat d'un niveau proche mais inférieur à 2 %. En outre, ses achats nets dans le cadre du programme d'achat d'actifs (APP, *Asset purchase programme*), au rythme mensuel de 20 milliards d'euros, se poursuivront aussi longtemps que nécessaire et l'horizon fixé pour les achats nets au titre du PEPP (*Pandemic emergency purchase programme*, programme d'achats d'urgence face à la pandémie), d'un montant

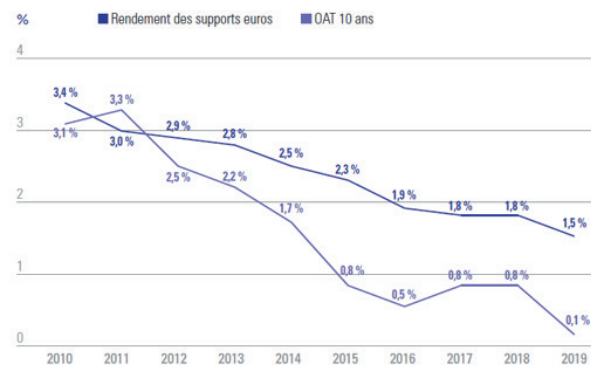
¹⁴ Voir notamment « Pourquoi les taux d'intérêt ne remonteront pas de sitôt », Patrick Artus, Challenges, 14 janvier 2021.

¹⁵ Voir les dernières décisions de politique monétaire de la Banque centrale européenne du 11 mars 2021.

total de 1.850 milliards d'euros, est étendu jusqu'à au moins fin mars 2022.¹⁵

Cet environnement de taux d'intérêt bas (l'OAT 10 ans étant en moyenne à -0,147 % en 2020 et à -0,211 % depuis le début 2021¹⁶) pose **un problème global de rémunération de l'épargne**, avec des fonds en euros – largement investis dans des obligations d'États ou d'entreprises – et des livrets d'épargne réglementée qui en sont des locomotives mais qui ne rémunèrent plus. Le taux du livret A est à 0,50 % depuis février 2020. Le rendement moyen des fonds en euros, en 2020, est en moyenne de 1,10 %, en baisse continue depuis 2010 (il était à 3,4 % en 2010).¹⁷ Par ailleurs, le montant maximal pouvant être versé sur un livret A (hors intérêts) étant de 22 950 euros, le rendement maximal atteint péniblement 115 euros par an...

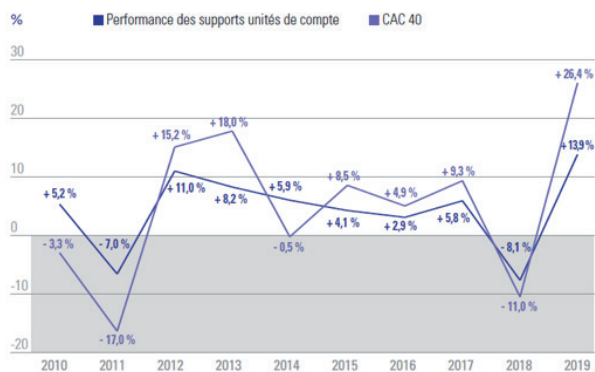
Rendement des supports en euros



¹⁶ Source : Banque de France, dernière observation au 5 mars 2021.

¹⁷ Source : Fédération Française de l'Assurance.

Performance des supports unités de compte



Source : Fédération Française de l'Assurance

En synthèse

Si les Français se distinguent par leur taux d'épargne particulièrement élevé, leur épargne est trop faiblement investie dans l'économie productive. La crise sanitaire n'a fait que renforcer la propension des ménages à épargner sans investir, alors que l'environnement de taux bas – appelé à perdurer – pénalise leur épargne. ●

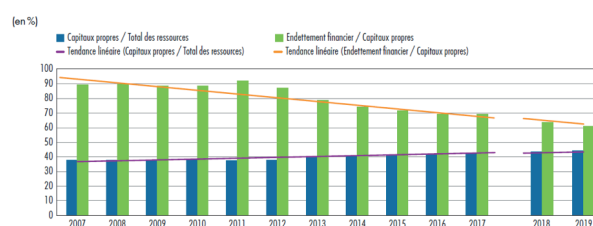
Des entreprises en recherche de fonds propres et des épargnants en quête de rendement

D'une économie de l'endettement à une économie post-crise de fonds propres

Au lendemain de la crise sanitaire, stimuler l'épargne pour mieux financer l'économie productive est impératif. « **Stopper la désindustrialisation doit être la première urgence économique** »¹⁸ pour maintenir le pays dans le peloton de tête des pays développés. Les PME ont subi en 2020 des baisses d'activité très importantes, qui vont impacter leurs résultats. Si la situation financière des PME françaises s'était améliorée au cours des dernières années, les pertes vont réduire la masse de fonds propres et se superposeront à une couche de dettes additionnelles liée aux prêts garantis par l'État. Des conséquences inquiétantes sont à prévoir en ce qui concerne les notations bancaires et les notations d'assurance-crédit, conduisant à des difficultés d'accès au crédit et une raréfaction du crédit inter-entreprise. Les fonds propres deviennent plus que jamais un enjeu majeur, en particulier pour les plus petites entreprises. En se limitant aux PME et

ETI, la Direction générale du Trésor estimait en août 2020 des besoins de recapitalisation de l'ordre de 10 milliards d'euros pour quelques dizaines de milliers de TPE, PME et petites ETI.¹⁹ Pour Euler Hermes, **le déficit de fonds propres des PME françaises s'élevait en octobre 2020 à 29 milliards d'euros.**²⁰

Endettement et fonds propres des PME françaises



Source : Banque de France, base FIBEN

Plusieurs outils ont été mis en place ces dernières années pour améliorer le financement des PME et ETI, mais leur développement reste limité :

¹⁸ Référence à l'entretien de Michel Rousseau au Figaro du 3 juillet 2020.

¹⁹ Source : Direction générale du Trésor, « Les besoins des entreprises françaises en fonds propres à l'issue du « grand confinement » », 25 août 2020 (billet rédigé par Agnès Bé-

nassy-Quéré).

²⁰ Source : Euler Hermes, « EUR100BN Equity Gap for French and Italian SMEs », 8 octobre 2020.

²¹ Source : Fédération Française de l'Assurance.

■ Avec un encours de 3,3 milliards d'euros à fin 2020²¹, le fonds Eurocroissance reste trop complexe et avec une garantie en capital à échéance et bloqué. Il a donc été repensé dans le cadre de la loi Pacte et nous observerons avec attention si la simplification de ce dernier permet d'accentuer la collecte ;

■ Les PEA-PME sont encore peu attractifs, avec seulement 216 778 plans à fin 2019, contre 206 468, un an plus tôt et un encours moyen unitaire de 6 421 euros (encours total de 1,392 milliard d'euros).²²

■ Les assureurs et le groupe Caisse des Dépôts mettent en place le Programme Relance Durable France de 2,3 milliards d'euros.

Ce ne sont donc que 7 milliards d'euros investis directement dans les PME et ETI, à rapporter aux 3 629,6 milliards d'euros placés sur les produits de taux à la fin du troisième trimestre 2020 !

D'un point de vue conceptuel, les fonds propres constituent une **garantie** pour les tiers (banques, fournisseurs, organismes sociaux et fiscaux) en renforçant la confiance dans la solvabilité de l'entreprise. Ils accompagnent aussi

la **transformation des PME en ETI** qui reste encore insuffisante en France : avec 3,8 millions d'entreprises, la France compte environ 400 000 entreprises de plus que l'Allemagne, mais la composition du tissu économique des deux pays diffère, l'Allemagne disposant de 2,4 fois plus de PME et d'ETI.²³ Ils permettent enfin le **développement d'un actionariat national**, essentiel pour la **souveraineté** économique de notre pays.

Le lancement du **label « Relance »** en octobre 2020, dont l'objectif est d'identifier les fonds d'investissement à même de mobiliser rapidement des ressources nouvelles pour soutenir les fonds propres et quasi-fonds propres des entreprises françaises, et en particulier des PME et ETI²⁴, va dans le bon sens, de même que les dispositifs de prêts participatifs ou d'obligations soutenus par l'État (PPSE).²⁵ Parmi les produits d'épargne, l'assurance-vie peut être rendue plus **dynamique** tout en recherchant le bon équilibre avec ses autres vocations de sécurité et de financement de la dette publique. Il faut toutefois noter que la transformation des passifs a connu une accélération au cours de la période récente.

²² Source : Banque de France.

²³ Source : PwC, « Transformer nos PME en ETI conquérantes : le Mittelstand allemand comme source d'inspiration ? », 20 novembre 2018.

²⁴ Le label « Relance » vient reconnaître les fonds qui s'engagent à mobiliser rapidement des ressources nouvelles pour soutenir les fonds propres et quasi-fonds propres des entreprises françaises (PME et ETI) cotés ou non. L'objectif est d'orienter l'épargne des épargnants et des investisseurs professionnels vers ces placements qui répondent aux besoins de financements de l'économie française consécutifs de la crise sanitaire. Les fonds labellisés doivent en outre respecter un ensemble de critères environnementaux, so-

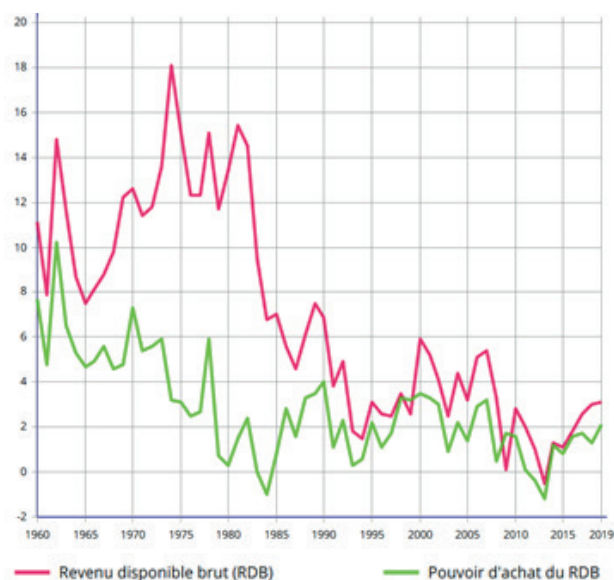
ciaux et de bonne gouvernance (ESG), incluant notamment l'interdiction du financement d'activités charbonnées et le suivi d'une note ou d'un indicateur ESG. À fin 2020, les assureurs détiennent 3,8 milliards d'euros de ces fonds (source : Fédération Française de l'Assurance).

²⁵ Dans le cadre du Plan de relance, un dispositif de prêts participatifs ou d'obligations soutenus par l'État, permettant de générer entre 10 et 20 milliards d'euros de quasi-fonds propres pour les projets d'investissement des entreprises françaises, est prévu. Ces financements permettront aux entreprises d'investir, d'embaucher et de développer leur activité.

Des épargnants en quête de rendement : le paradoxe de l'épargnant français

Si les Français font le choix de l'immobilisme en termes de placements, ils sont toujours en quête de rendement. **Une étude de l'AMF montre que les épargnants attendent un rendement annuel de 2,6 % de leurs placements sans risque et de 7 % de leurs actifs risqués.**²⁶ Cela est d'autant plus nécessaire que le pouvoir d'achat du revenu disponible brut des ménages n'a eu de cesser de ralentir au fil des décennies. 400 000 nouveaux investisseurs ont par ailleurs commencé à investir en Bourse en 2020.²⁷ Une arrivée qu'il faut saluer et encourager.

Évolution du revenu disponible brut et du pouvoir d'achat des ménages (par rapport à l'année précédente, en %)

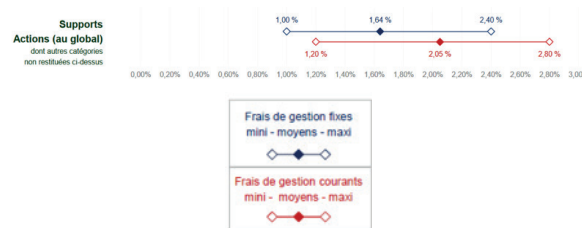


Source : Insee

Il faudrait 139 ans pour doubler un capital avec le livret A (0,50 %), 46 ans pour une assurance-vie investie 100 % en euros (1 %) et 15 ans avec une assurance-vie au profil modéré (5 %).²⁸

Des solutions existent, en particulier sur l'assurance-vie. Le changement de contrat d'assurance-vie au sein d'une même société d'assurance, sans perdre les avantages fiscaux liés à l'ancienneté du contrat, est désormais théoriquement possible grâce à la loi Pacte de mai 2019. Il est motivé par de fortes disparités dans les frais de gestion. À titre d'illustration, le benchmark 2020 de Good Value for Money des frais facturés au sein des supports (UC) actions fait apparaître des frais fixes (courants) moyens de 1,51 % (1,89 %), s'étendant de 1,00 % (1,20 %) à 2,10 % (2,40 %).

Benchmark des frais facturés des UC actions



Source : Good Value for Money, juillet 2020

Toutefois, les Français apparaissent **peu informés de cette possibilité de transfert** : le baromètre « Les Français, l'épargne et la retraite » de février 2019 du Cercle des Épargnants et de l'Institut IPSOS indiquait que seuls 21 % des interrogés avaient déjà entendu parler de mesures concernant l'épargne dans la loi Pacte. **Le bilan apparaît en outre décevant** :

nanciers, voir supra.

²⁸ Source : Calculs mes-placements.fr, septembre 2020.

l'enquête Moneyvox de juillet 2020 montre que seul un contrat sur 1 000 avait été transféré un an après la loi, soit à peine plus de 50 000 au total²⁹ (chiffre à comparer aux plus de 4 millions de numéros de téléphone conservés lors d'un changement d'opérateur mobile sur les trois trimestres de 2020, indicateur de fluidité du marché de la téléphonie mobile !³⁰).

Tous les souscripteurs d'assurance-vie ont pourtant reçu depuis octobre 2019, dans la communication annuelle envoyée par l'assureur (autour de mars 2020), les informations concernant la possibilité et les conditions de transformation de leur contrat. Il serait donc intéressant d'avoir une mise à jour de l'enquête Moneyvox pour voir si cette communication officielle et réglementaire a eu un impact. Étant donné le caractère peu « communicant » de ce type d'envoi, nous pouvons cependant en douter. Notre proposition de mise en place d'une étude d'impact devrait permettre de lever les doutes sur ces éléments.

Nous avons par ailleurs constaté sur le terrain, lors de nos auditions, de nombreux **freins techniques et commerciaux** à cette transférabilité interne qui n'est, de fait, pas appliquée par de nombreux acteurs. Les frais sur unités de compte en actions (sans les frais de gestion administrative du contrat) peuvent passer d'une moyenne de 1,25 % à 0,25 % par an en changeant de contrat, ce qui constitue un gain direct pour l'épargnant.

Alors que les fonds en euros ne peuvent plus créer, sur longue durée, de la valeur pour les

épargnants, une meilleure répartition vers plus d'unités de compte serait source d'un meilleur rendement. De simples calculs montrent une amélioration de la performance annualisée, de 2,26 % avec un investissement à 100 % en fonds en euros à 9,23 % avec un investissement total en unités de compte.³¹ Les Plans d'Épargne Retraite (PER) nouvellement créés semblent toutefois contribuer à une répartition vers plus d'unités de compte. Ces plans rencontrent un succès croissant auprès des Français. Fin 2020, les encours des PER auprès des assureurs représentent 13 milliards dont 41 % sont des unités de compte.³²

L'industrie de l'assurance-vie est encore parfois enfermée dans des schémas d'investissement anciens. Or, de nombreux acteurs indépendants (conseils en gestion de patrimoine, FinTech, plateformes d'investissements...) connaissent une proportion inverse de 80 % d'investissement en unités de compte en moyenne. La raison de ce succès est principalement liée au conseil (manuel ou automatisé), pour certains basés sur des méthodes d'investissement éprouvées et une approche comportementale avant-gardiste, des frais cohérents et une utilisation simple et souple grâce au numérique pour une partie de ces acteurs. Il nous semble particulièrement intéressant de favoriser l'arrivée en France du « **goal based investing** » ou investissement par projet.

²⁹ Source : Moneyvox, « Assurance-vie : seul un contrat sur 1.000 transféré après la loi Pacte », 16 juillet 2020.

³⁰ Source : Arcep, Observatoire des marchés des communications électroniques, novembre 2020.

³¹ Source : calculs de la Fondation Concorde à partir des performances annuelles du MSCI World sur une période de détention de dix années entre 2010 et 2020.

³² Source : Fédération Française de l'Assurance.

En synthèse

Au lendemain de la crise sanitaire, stopper la désindustrialisation de la France doit être la première urgence économique. Il est nécessaire de stimuler l'épargne et de mieux financer l'économie productive. Cela est d'autant plus possible que les Français sont toujours en quête de rendement et que des solutions existent, en particulier sur l'assurance-vie. ●

Comment dégager du pouvoir d'achat pour les ménages et mieux orienter l'épargne vers l'économie productive ?

1 Permettre aux acteurs du secteur de l'épargne de favoriser l'investissement de long terme

Pour quitter le monde de la garantie, il est également important de donner aux acteurs du secteur de l'épargne les cartes leur permettant de favoriser l'investissement de long terme. Cela passe sans nul doute par une **révision souhaitée de la directive Solvabilité 2**, dont les travaux sont en cours. En ce sens, et sans entrer dans des détails techniques, nous proposons de :

- Favoriser une prise en compte allégée dans les calculs de solvabilité des investissements de long terme portés par les assureurs sur le modèle des *Long Term Equity Investments*, tout en améliorant les conditions d'application actuelles qui sont trop restrictives ;
- Prendre en compte l'application de taux négatifs tels que nous les connaissons par une révision à la baisse du calibrage de la marge de risque, laquelle est trop conservatrice dans cet environnement de taux durablement bas ;

- Encourager une revue des produits à taux garantis et favoriser le développement de produits dont la garantie s'entend à échéance, comme cela est le cas pour les produits de type *Eurocroissance* ;

- Pérenniser la notion de la *Volatility Adjustment* qui, en cas de crise, vise à permettre de corriger les effets de chocs exceptionnels.

2 Procéder à une mise à plat fiscale

La plupart des produits d'épargne bénéficient d'un régime fiscal relativement incitatif. Aussi, ces incitations peuvent être résumées comme suit :

- L'assurance-vie permet d'investir une épargne sur différents supports et de bénéficier d'un « effet de capitalisation », puisque les produits ne sont pas imposés tant qu'aucun rachat n'intervient. La fiscalité est d'autant plus intéressante lorsque le rachat intervient après les 8 ans d'ouverture du contrat, ce qui est de nature à favoriser une épargne de moyen-long terme. Par ailleurs, en tant que véritable outil d'organisation patrimoniale, l'assurance-vie permet de transmettre des capitaux dans un cadre fiscal très intéressant ;

■ Le PEA est une enveloppe financière spécialement pensée pour l'investissement en actions. En contrepartie d'un certain engagement dans la durée, l'ensemble des gains (plus-values et dividendes) est exonéré d'impôt sur le revenu ;

■ Le PER (créé par la loi Pacte et venant simplifier les dispositifs retraite) représente l'outil de « retraite par capitalisation » à la française. Pour être incités à s'orienter vers cette « retraite privée », les versements réalisés par le contribuable donnent droit à un avantage fiscal plafonné.

C'est parce qu'ils sont assortis d'incitations fiscales que ces produits concentrent un niveau d'encours remarquable. Toutefois, force est de constater que la fraction des capitaux investis dans l'économie productive reste très faible, notamment du fait d'une alliance « rendement/risque/incitation » correspondant à la philosophie d'investissement d'une marge trop faible de Français.

Aussi, il est nécessaire que la prise de risque soit récompensée fiscalement, sans pour autant réduire l'attrait fiscal qui entoure les investissements plus prudents et moins rémunérateurs. À défaut, ces enveloppes financières risqueraient de ne plus trouver grâce aux yeux des Français.

Nous proposons donc :

• **D'exclure du plafonnement des niches fiscales les investissements réalisés au profit de l'économie productive**

Afin d'inciter les Français à diriger leurs capitaux vers l'économie productive, plusieurs dispositifs fiscaux existent, et notamment :

■ La réduction d'impôt dite « Madelin », permettant aux personnes physiques souscrivant au capital de PME de bénéficier d'une réduction d'impôt de 18 % à 25 % (selon que l'autorisation de la Commission européenne intervienne), sous réserve d'un plafond de versement de 50 000 à 100 000 euros selon la situation personnelle du contribuable (*financement des PME*) ;

■ La réduction d'impôt « FPCI/FIP » permettant aux personnes physiques souscrivant au capital de FPCI ou FIP de bénéficier d'une réduction d'impôt de 18 % à 25 % (selon que l'autorisation de la Commission européenne intervienne), sous réserve d'un plafond de versement de 12 000 à 24 000 euros selon la situation personnelle du contribuable (*Private Equity*).

Pour éviter de bénéficier indument de ces largesses fiscales, leur octroi fait l'objet de nombreuses restrictions. À titre d'exemple, pas moins d'une dizaine de conditions doivent être remplies pour que le financement d'une PME puisse ouvrir le droit à la réduction d'impôt. Compte tenu de ces nombreuses restrictions et des risques inhérents à ces investissements, les soumettre au plafonnement global des niches fiscales – dont le montant est dérisoire (10 000 euros) – est contreproductif. En effet, rien ne justifie l'existence d'un double plafonnement – le premier étant lié aux régimes de faveur et le second lié au plafonnement global – pour des investissements qui bénéficient au financement de l'économie productive.

Exemple du caractère contre-productif du plafonnement des niches fiscales : M. et Mme X emploient un salarié à domicile pour un montant de 15 000 euros par an. Ils bénéficient à ce titre d'une réduction d'impôt d'un montant de

7 500 euros. Ils disposent par ailleurs de liquidités qu'ils souhaitent investir au service des PME et dans du Private Equity. Au lieu de verser 24 000 euros comme ils le souhaitaient – et bénéficier ainsi d'une réduction d'impôt de l'ordre de 6 000 euros –, le versement sera limité à 10 000 euros puisque ne pouvant plus bénéficier que de 2 500 euros de réduction d'impôt.

Proposer cette exclusion du champ du plafonnement des niches fiscales est simple à mettre en œuvre, car certaines réductions d'impôts sont d'ores et déjà hors de ce plafonnement (comme les dons aux œuvres caritatives).

- **De mettre en place un régime de faveur pour les souscriptions au travers de l'assurance-vie investie à plus de 40 % en unités de compte**

L'assurance-vie fait partie des placements préférés des Français, raison pour laquelle les encours sont si importants. Cependant, les sommes versées le sont généralement sur des fonds euros. Malgré les rendements très faibles et amenés à poursuivre leur baisse de ces fonds, les unités de compte – notamment les plus risquées – peinent à séduire. Afin d'attirer davantage de contribuables vers les unités de comptes, **il s'agirait de permettre aux contrats ouverts depuis plus de 8 ans et investis à plus de 40 % d'unités de compte durant une certaine période continue/glissante de bénéficier du régime suivant : exonération des produits rachetés du taux de prélèvement de 7,5 % ; les produits resteraient uniquement soumis aux prélèvements sociaux.** Il faut rappeler que les unités de compte présentent un risque de perte en capital certes, mais que leur niveau de risque n'est pas le même d'une unité à une autre. Selon le profil

de chaque investisseur, il est toujours possible de trouver une ou des unités de compte répondant à ce dernier.

Une autre proposition consisterait à **permettre aux titulaires de ces contrats de bénéficier d'un abattement doublé au moment des rachats** ; la majoration de cet abattement pouvant aller jusqu'à un doublement pourrait, par exemple, être indexée sur la quote-part d'unité de comptes investie sur le contrat dès lors que cette dernière excéderait 40 %. Pour s'assurer que les fonds versés soient bel et bien orientés vers l'économie productive, les unités de compte investies en immobilier ne seraient pas éligibles aux deux dispositifs de faveur décrits.

- **De revaloriser et assouplir les plafonds d'investissement du PEA**

Le PEA, compte tenu de ses avantages fiscaux, ne peut pas faire l'objet de versements illimités. Aussi, et très brièvement, une même personne physique ne peut pas verser 150 000 euros sur un PEA « classique » ou 225 000 euros sur un PEA-PME. Ces deux PEA sont cumulables, mais la somme versée sur ces plans par un même titulaire ne doit pas dépasser 225 000 euros pour une même personne. En cas de cumul, le plafond du PEA classique ne doit toutefois pas excéder 150 000 euros. L'épargnant doit donc moduler la répartition entre ces deux plans. **Ces plafonds mériteraient d'être revalorisés à hauteur d'un doublement. Également, il serait opportun de modifier l'articulation entre versements et retraits.** L'exemple suivant permet d'illustrer les rigidités du mécanisme actuel.

Exemple : M. X ouvre un PEA-PME sur lequel il verse 200 000 euros. Cinq ans après son ouverture, le contrat est valorisé à 240 000 eu-

ros. M. X décide alors de se saisir de la faculté offerte par la loi PACTE pour retirer un montant de 65 000 euros de sorte que, post-retrait, le contrat est valorisé à 175 000 euros. Un an après, M. X souhaiterait réinvestir 50 000 euros supplémentaires. Malheureusement, cela sera impossible en ayant déjà versé 200 000 euros ; aussi, il ne pourra plus que verser 25 000 euros.

Autrement dit, le mécanisme de retrait instauré par la loi Pacte mériterait d'être amélioré afin que les montants retirés d'un PEA viennent augmenter la capacité de versements résiduelle. En effet, même depuis la loi Pacte, il reste encore plus intéressant de clôturer le PEA existant pour en ouvrir un nouveau et effectuer les versements sur ce nouveau contrat ; faisant perdre au passage toute l'antériorité fiscale acquise.

• De repenser l'épargne réglementée

L'épargne règlementée correspond aux produits d'épargne dont les conditions de fonctionnement, et notamment la rémunération, sont fixées par les pouvoirs publics. Il s'agit principalement du livret jeune, livret A, livret bleu, livret d'épargne populaire, livret de développement durable et solidaire, compte épargne logement, livret d'épargne entreprise et du plan épargne logement. Ces produits d'épargne, dont les intérêts sont encadrés par l'État, bénéficient néanmoins d'un régime fiscal avantageux.

Pour réorienter l'épargne vers la prise de risque, **les plafonds de ces produits d'épargne règlementée à fiscalité avantageuse doivent être réduits de 25 %**, soit 17 212 euros pour les livrets A et bleus, 9 000 euros pour le livret de développement durable et solidaire,

et 5 775 euros pour le livret d'épargne populaire. Le plafond du livret jeune étant suffisamment bas (1 600 euros), la réduction du montant maximal ne semble pas nécessaire. En revanche, la fusion de ces différents livrets, qui permettrait une grande simplification pour les épargnants, ne semble pas être possible compte tenu des fléchages spécifiques à chacun de ces produits.

• De créer un régime de transmission du PEA

Au décès de son titulaire, le PEA est automatiquement clôturé et les titres transférés sur un compte-titres. Aussi, bien que les gains réalisés depuis l'ouverture du plan soient exonérés d'impôt sur le revenu, il n'en reste pas moins que le PEA n'est, de fait, pas transmissible. La valeur du PEA est alors soumise aux droits de succession et les titres anciennement dans le PEA clôturé ne peuvent pas être transférés dans le PEA des héritiers. Également, le PEA ne peut en aucun cas être transmis, puisqu'il est impossible de le donner. Alors que le compte-titres peut être démembré et que l'assurance-vie bénéficie d'un régime de transmission particulièrement attrayant, il est urgent de prévoir un régime similaire pour le PEA. Les deux recommandations suivantes sont ainsi formulées :

- **Pour les titres contenus dans le contrat clôturé :** permettre aux héritiers de reverser les titres reçus du PEA clôturé dans leur propre PEA (existant ou à créer), tout en bénéficiant de l'antériorité fiscale acquise. Dans un tel cas, les titres réinvestis bénéficient d'une exonération de droits de succession à la condition qu'aucun retrait n'intervienne sur le contrat durant un délai de 5 ans courant à partir du décès de l'ancien titulaire du PEA ;

■ **Pour les liquidités reçues** : elles font l'objet d'un abattement spécifique à la double condition (1) qu'elles soient réinvesties dans le délai de 2 années civiles à compter du décès du titulaire du PEA clôturé dans les PME, du Private Equity ou dans un PEA et (2) que les investissements effectués soient conservés durant une durée minimale de 5 ans.

3

Libérer l'épargne

L'article 72 de la loi Pacte de mai 2019 prévoit la mise en place d'un mécanisme simple de **transfert** d'un contrat d'assurance-vie vieillissant, cher, vers un contrat plus intéressant au sein d'un même groupe d'assurances, sans frais ni pénalité fiscale. Les premiers retours font état d'un bilan décevant. L'application restera quasi-inexistante tant que les pouvoirs publics ne donneront pas un cadre d'application clair à suivre par les assureurs et les courtiers. La loi Pacte avait en effet énoncé, selon l'interprétation de la profession, le principe de la transférabilité intra-compagnie comme étant une faculté soumise au consentement de l'assureur. Le motif invoqué par la profession étant que, dans le droit des contrats, la modification du contrat suppose l'accord des deux co-contractants et que ce principe s'appliquait au transfert d'un contrat d'assurance-vie. La loi Pacte s'est plus précisément limitée à indiquer que le transfert était « possible » sans pénalité fiscale. Dans ce cadre trop imprécis, chaque assureur a défini sa politique d'acceptation des demandes de transferts et l'a communiquée à ses clients, mais sans grand succès à ce stade et surtout, sans harmonisation des pratiques entre assureurs. Il faut noter également les restrictions imposées par ces politiques, qui retirent souvent l'intérêt d'une demande de transfert.

Une avancée récente est cependant à noter,

puisque la profession des assureurs a souhaité, à travers un engagement déontologique qui devra être formellement approuvé par l'Assemblée générale de la Fédération française de l'Assurance de juin 2021, aller plus loin via un mécanisme d'acceptation automatique des demandes de transfert, dès lors qu'il s'agit notamment du même distributeur. Nous devons toutefois noter que, dans le cas de demandes de transfert avec changement de distributeur, le transfert serait, selon les assureurs, rendu plus complexe, les demandes devant alors être examinées au cas par cas afin de déterminer si l'assureur est en mesure d'accepter ou pas le transfert. La complexité mise en avant pour un tel transfert est difficile à comprendre précisément, étant donné que certains transferts ont pu être effectués sans aucune difficulté technique. Il semblerait qu'il s'agisse plutôt de difficultés de politiques commerciales internes. Chaque client a pourtant théoriquement la liberté de choisir son distributeur. Le changement de distributeur étant absolument essentiel pour rendre cette pratique du transfert efficace afin de permettre aux épargnants d'aller chercher d'autres offres en termes de modes de gestion proposés et de frais bas, **il nous semble primordial d'accorder une attention particulière aux transferts intra-assureurs, mais aussi inter-distributeurs**. Cette possibilité simple de transfert inter-distributeur est d'autant plus pertinente dans le cadre d'un épargnant qui serait client d'un distributeur mono-contrat. En effet, si la transférabilité inter-distributeurs n'est pas garantie, ces épargnants continueraient donc à se trouver enfermés dans un contrat ne permettant plus d'investir convenablement leurs capitaux. Ce type de distributeur est courant et donc le nombre d'épargnants impactés est important.

Nous proposons donc de **mener une étude**

d'impact de l'article 72 de la loi Pacte, qui prévoit la mise en place d'un mécanisme simple de transfert au sein d'un même groupe d'assurances, sans frais ni pénalité fiscale. L'Assemblée Nationale semble la bonne structure pour mener cette étude d'impact, en lien avec la Cour des Comptes ou la Banque de France.

Si cette étude d'impact confirme, comme l'on peut s'y attendre, que les transferts ont été peu nombreux en raison de la mauvaise volonté de certains acteurs, nous proposons de **modifier le dispositif législatif** (code des assurances ou code général des impôts) afin de créer **un véritable droit au transfert** pour l'assuré, notamment entre courtiers d'un même assureur, droit dont les modalités et conditions d'application seraient précisées par des dispositions réglementaires pour en garantir l'effectivité. Ces freins à la transférabilité des contrats d'assurance-vie sont d'autant plus étonnants si l'on considère que la mobilité est la norme pour les contrats d'assurance complémentaire santé, les comptes bancaires, les numéros de mobile, les contrats d'assurance automobile ou habitation, les contrats d'assurance emprunteur, etc.

Développer une épargne porteuse de sens ³³

4

La France se distingue par un actionnariat salarié élevé, bien qu'il soit essentiellement concentré au sein de grandes entreprises cotées.³⁴ Il existe encore des marges de manœuvre pour le développer, alors qu'il est source d'une

meilleure performance des entreprises.³⁵ Nous proposons :

- D'encourager toute entreprise cotée à mettre en place une Offre Réservée aux Salariés (ORS) en cas d'augmentation du capital, à l'image de ce que font les entreprises à capital majoritairement public ;
- D'instaurer un forfait fiscal avantageux sur l'abondement de la participation et l'intéressement placés en actions de l'entreprise.

En outre, l'absence de fonds de pension en France est pénalisante et incite à trouver des solutions pour soutenir le financement des entreprises. Plus généralement, il y a une faiblesse des instruments pour préparer la retraite : il y a un intérêt à développer des outils qui sont des mécanismes de capitalisation à long terme.

C'est au niveau local qu'il faut imaginer les mesures de relance, et non exclusivement depuis Paris. L'investissement de proximité est porteur de sens. Aujourd'hui, la transformation des entreprises se fait dans les territoires.

Nous proposons de **créer des fonds d'investissement stratégiques territoriaux accessibles comme unités de compte** tenant compte des impératifs de transparence, information et liquidité. **Ces fonds d'investissement auront la charge de sélectionner les**

³³ Se référer également à « Réussissons la relance », la note de la Fondation Concorde d'avril 2021, qui propose d'inciter fiscalement l'actionnariat citoyen de long terme dans les entreprises de moins de 1,5 milliard d'euros de chiffre d'affaires par un abattement de 8 % sur la plus-value par année de détention au-delà de deux ans et d'inciter les Français à consacrer 10 % de leurs cotisations retraite à l'investissement dans les fonds de pension (<https://www.fondationconcorde.com/etudes/reussissons-la-relance/>).

³⁴ Source : Amundi, Baromètre 2020 de l'actionnariat salarié, 21 juillet 2020.

³⁵ Voir, par exemple, Ginglinger, Édith, Megginson, William et Waxin, Timothée, "Employee ownership, board representation, and corporate financial policies", *Journal of Corporate Finance* 17, pp. 868-887.

investissements à mener au niveau local, à l'échelle de la région par exemple. Permettre un accès en unités de compte encourage la détention en assurance-vie notamment et donc de bénéficier d'un cadre fiscal avantageux après 8 ans, ce qui a également la vertu d'encourager une détention de longue durée. Par ailleurs, ces fonds d'investissement stratégiques territoriaux devront inclure des critères stricts d'investissement socialement responsable (ISR). La gouvernance devra faire rencontrer acteurs politiques, acteurs publics (notamment Bpifrance), entrepreneurs locaux et experts issus du monde de l'entreprise. Enfin, tous les projets portés devront argumenter d'un impact significatif sur l'environnement : mobilité, rénovation/réhabilitation, mode de consommation... **Avec des fonds d'investissement stratégiques territoriaux se comportant comme des fonds de Private Equity avec un intérêt public, les investisseurs seront en mesure d'attendre un rendement supérieur à celui des fonds en euros et plus à même de stimuler leur pouvoir d'achat sur le long terme.**

Nous attirons l'attention des lecteurs et décideurs sur une proposition alternative, mais qui permet elle aussi de favoriser la réindustrialisation des territoires et le renforcement des PME et ETI françaises. Il s'agit d'une **proposition de loi visant à orienter l'épargne des Français vers des fonds souverains régionaux déposée au Sénat par Vanina Paoli-Gagin**, sénateur de l'Aube, le 23 février 2021.³⁶ L'objectif est de mobiliser à cette fin l'épargne des Français par la création d'un produit bancaire adapté, aussi sûr que le livret A et potentiellement plus rémunérateur dans le cas d'une

épargne de long terme ; d'investir dans la modernisation des infrastructures sur leur territoire afin d'accélérer la transition écologique et le développement économique ; de dynamiser le tissu économique local, notamment industriel, en permettant à des TPE, PME et ETI des territoires de participer à la réalisation de ces projets d'investissement ; faire confiance aux élus locaux pour réaliser les investissements les plus adaptés à la réalité de leur territoire.

Afin de réaliser ces objectifs, **il est proposé par la sénatrice la création d'un nouveau produit d'épargne** collecté par les banques au niveau national, pour ensuite l'affecter entre les différentes régions selon une clé de répartition. Les épargnants pourraient placer et retirer librement leur capital. Tout versement sur un livret de développement des territoires donne lieu à une rémunération par l'établissement gestionnaire. Jusqu'à l'expiration de la cinquième année civile suivant celle au cours de laquelle il a été effectué, cette rémunération est calculée selon le taux et les modalités applicables à la rémunération du livret A. La rémunération deviendrait plus intéressante avec le temps, avec une majoration par rapport au taux de rémunération du livret A de 25 % au terme de cinq années et de 50 % au bout de neuf ans. Au niveau fiscal, les retraits sur les produits d'épargne effectués en 2022 ne seraient pas imposés ni soumis aux prélèvements sociaux si les sommes sont maintenues dans les livrets pendant au moins 5 ans. En cas de retrait d'un livret de développement des territoires avant l'expiration de cette période, le titulaire du livret est redevable des prélèvements fiscaux et sociaux pour les montants dont il aurait été le cas échéant redevable au

³⁶Voir : <http://www.senat.fr/leg/ppl20-385.html>.

titre de l'année 2022. Cette proposition serait complémentaire de la proposition de la Fondation Concorde de **créer des fonds d'investissement stratégiques territoriaux accessibles comme unités de compte.**

Nous proposons également de réfléchir à la **création d'un modèle de fonds de pension à la française.** En effet, sans renier la retraite par répartition, il nous semble indispensable de procéder à la consolidation des régimes de répartition. Pour cela, il convient de reculer l'âge de départ à la retraite et d'augmenter légèrement la durée de cotisation. De même, un point de la réforme des retraites telle que souhaitée par le gouvernement actuel peut être retenu, celui de stopper la cotisation au-delà d'un certain montant de revenus. Cela permettra d'encourager la mise en place d'une retraite par capitalisation pour les hauts revenus et favorisera l'émergence de fonds de pension retraite, complémentaires aux produits d'épargne retraite existants sur le marché. Avec ces mesures, nous devons assurer la pérennité des régimes de répartitions pour les 30 prochaines années.

Pour ceux qui souhaitent aller plus loin, nous proposons enfin de mettre en place **des fonds de pension par branche.** Ainsi, au cours des cinq prochaines années, chaque branche professionnelle aura pour mission de négocier la mise en place de ce système d'épargne, qui devra à terme concerner tous les salariés et qui permettra de créer une retraite par capitalisation, qui agira comme complément du système de répartition en place. Il ne s'agit nullement de remplacer un système par un autre, mais

bien d'associer le meilleur des deux mondes. Ces fonds de pension par branche, qui auront un horizon de long terme, devront avoir une intégration sociétale forte, impliquant les employeurs, les syndicats, des représentants de l'État et des administrateurs indépendants, et pourront être abondés, pour les bas salaires, par les entreprises.

Et aussi...

Apprendre enfin aux Français à quitter le monde de la garantie

Si l'on souhaite redonner du pouvoir d'achat aux Français par une meilleure utilisation de leur épargne, il semble nécessaire de prendre le mal à la racine et de s'attaquer enfin à la question de l'éducation financière des Français. Véritable serpent de mer de notre débat public, il faut noter que malgré les efforts louables entrepris des dernières années, les résultats ne sont pas au rendez-vous. Alors que faire ?

La France fait partie des 59 pays de l'OCDE qui disposent d'une stratégie d'éducation économique, budgétaire et financière. Celle-ci est couramment nommée stratégie d'éducation financière ou EDUCFI. Elle est centrée sur des actions de sensibilisation auprès des personnels de l'Éducation nationale (environ 110 000 personnes sensibilisées à l'éducation financière depuis 2016³⁷). Cela ne correspond pas aux investissements nécessaires à une réelle éducation financière de la population française.

Nous proposons la mise en place dès la rentrée de septembre 2021, en classe de troisième,

³⁷Source : Ministère de l'Économie, des Finances et de la Relance, « Stratégie d'éducation financière : bilan et perspectives pour 2020 », 22 novembre 2019.

d'une série de 20 heures de cours consacrés aux :

- Fondamentaux de la gestion d'un budget familial ;
- Fondamentaux de la gestion d'une épargne familiale permettant de préparer les grandes échéances de la vie (étude des enfants, retraite...);
- Notions de risques et de rendements ;
- Produits d'épargne disponibles ;
- Principaux enseignements de la finance comportementale.

Former une génération est la seule solution pour faire évoluer les mentalités et comportements d'épargne. Pour cela, nous proposons de mobiliser les professionnels du secteur (banquiers, assureurs, conseillers en gestion de patrimoine...) en lien avec le personnel enseignant.

Nous proposons également la mise en place d'une vingtaine d'épisodes d'un programme court (5 minutes) sur les chaînes télévisées publiques reprenant ces principes. Ce programme court pourra être diffusé régulièrement par séries à des heures de grande écoute. Le contexte de relance est particulièrement adapté à la mise en place de tels programmes télévisés courts pour inciter massivement les Français à soutenir les fonds propres de nos entreprises et à quitter partiellement le monde de la garantie totale. ●

Annexes

Personnes auditionnées ou rencontrées dans le cadre de l'élaboration de cette note



Autorité de contrôle prudentiel et de résolution

Philippe Billard, Adjoint au Directeur,
Direction d'Étude et d'Analyse
des Risques

Banque de France

Bruno Cabrillac, Directeur Général
Adjoint des Statistiques, des Études
et de l'International

Confédération des petites et moyennes entreprises

Germain Simoneau, Président
de la Commission financement
des entreprises
Lionel Vignaud, Responsable Affaires
économiques, juridiques et fiscales

Sénat

Vanina Paoli-Gagin,
Sénateur de l'Aube

Commission européenne Direction générale de la stabilité financière et des marchés des capitaux (DG FISMA)

Marc Horovitz, Direction
Générale de la stabilité financière,
des services financiers et de l'Union
des marchés de capitaux –
Détaché de l'Administration française

Fédération Française de l'Assurance

Franck Le Vallois, Directeur général
Philippe Bernardi, Directeur des
assurances de personnes

Personnalités qualifiées et économistes français

Philippe Crevel • **Jean-François Filliatre**
Marc Fiorentino • **Christian Gollier**
Jean-François Lemoux





Le Think Tank
dédié à la **croissance**,
la **compétitivité** et l'**emploi**



fondationconcorde.com

17, rue de l'Amiral Hamelin
75116 Paris

01 72 60 54 39
info@fondationconcorde.com