

POUR UN ÉCOSYSTÈME « *LONG TERM FRIENDLY* » : CINQ PRINCIPES À RESPECTER EN MATIÈRE D'ÉPARGNE

JEAN-FRANÇOIS LEQUOY*

Nous sommes entrés dans une phase de « redécouverte » des vertus du long terme économique et financier, poussés par la nécessité de penser une stratégie économique moderne.

Cette stratégie doit s'affranchir du « biais court-termiste », qui a marqué la période récente et qui se manifeste à la fois dans les outils de mesure de la performance – comptes trimestriels, normes comptables privilégiant la valeur instantanée dans les pratiques des acteurs financiers ou encore dans la régulation – et dans les cadres conceptuels basés sur un raisonnement à court terme, alors qu'il s'agit de surveiller des activités à temporalité longue.

À rebours de cette tendance à raccourcir de manière exagérée le temps financier et économique, nous commençons à redécouvrir la valeur de l'engagement dans le temps, celui de l'actionnaire stable dans une entreprise ou celui des investisseurs dans le financement de projets à rentabilité non immédiate, comme les infrastructures.

Les Pouvoirs publics eux-mêmes sentent qu'il y a une impérieuse nécessité, au niveau de la nation, de se doter d'une stratégie de temporalité longue. « Règle d'or » budgétaire pour maîtriser durablement les finances publiques, financement de la croissance des PME en « entreprises de taille intermédiaire », discours éreintant la « spéculation », réforme des systèmes sociaux afin que les générations futures ne soient pas victimes d'une double peine consistant à payer pour des avantages sans en bénéficier elles-mêmes : on reconnaît politiquement qu'il faut une vision et une gestion longue des problématiques d'intérêt général.

Pourtant, il ne s'agit là que d'aspirations encore vagues, de réflexions, de propos et d'initiatives sans doute importants, mais trop éparés.

* Délégué général, Fédération française des sociétés d'assurances (FFSA).

Aucun discours politique global sur le long terme, servant de fondement à une politique cohérente, n'est encore tenu. Qui plus est, des décisions radicalement contraires sont prises tant au niveau national – comme en témoigne la récente hausse de la fiscalité des actions détenues à long terme – qu'au niveau européen, comme l'atteste la pénalisation des activités d'assurance de long terme sous Solvabilité II.

La « base » est manifestement en avance sur le « sommet », alors qu'il y va de la pérennisation de la protection sociale, de la croissance et de la compétitivité.

Ici réside l'un des paradoxes de la vision « long terme » : alors que tous les acteurs acquièrent peu à peu la certitude qu'il est indispensable d'allonger les horizons, la puissance publique tarde encore à en tirer les conséquences. Pourtant, c'est à cette dernière qu'il incombe de mettre en place l'écosystème favorable au long terme sans lequel nous devons nous contenter de solutions de second rang.

LE LONG TERME ET L'ÉPARGNE EN FRANCE

Il est communément admis qu'un horizon est long dès lors qu'il est égal ou supérieur à dix ans. Au-delà de la dimension psychologique attachée à une durée d'une décennie, cette « norme » est cohérente avec l'observation empirique. Le taux à « dix ans » est, par exemple, reconnu comme la référence en matière de long terme, la durée moyenne des OAT est de dix ans, la durée moyenne des contrats d'assurance-vie est de dix ans...

Pour définir si une épargne est longue, deux approches peuvent être retenues :

- les motivations de l'épargnant, que l'on peut approcher *ex ante*. Si ce dernier constitue son patrimoine pour avoir un complément de revenus à l'âge de la retraite ou pour disposer d'une épargne de précaution, alors les motivations sont « longues » ;

- la durée moyenne de détention de cette épargne, observée *ex post*, qui dépend du comportement de l'épargnant, dans le cadre des produits qu'il a choisis.

Dans les faits, l'horizon d'un comportement d'épargne « de long terme » résulte donc tout à la fois des intentions de l'épargnant et de son comportement réel.

Comment le paysage des produits d'épargne rencontre-t-il ces intentions ?

Constatons d'abord que l'offre de produits d'épargne est à la fois très diversifiée et très concurrentielle. Dans ce marché mature, chaque épargnant peut trouver une gamme de produits correspondant à la fois à sa capacité d'épargne, son profil rendement/risque, son horizon de placement...

C'est notamment le cas des ménages souhaitant se projeter dans le long terme, par le biais de l'assurance-vie au sens large (contrats en euros, contrats multi-supports, produits dédiés à la préparation de la retraite ou non...), de la détention

directe d'actions ou d'obligations, du plan d'épargne-retraite collectif (PERCO), du plan d'épargne-logement (PEL)...

Distinguons ensuite le financier du non financier. Le patrimoine non financier est, pour une large part, de long terme. On parle ici de sa dimension immobilière et foncière, des œuvres d'art... En 2010, les actifs non financiers représentaient environ 7 400 Md€, dont l'essentiel pour l'immobilier, soit 67 % du patrimoine total des ménages (11 000 Md€).

Le patrimoine financier recouvre un spectre de caractéristiques de durée plus vaste, depuis la liquidité absolue (le monétaire, le livret A) jusqu'à des produits dont la détention est réglementairement longue (comme pour les produits « tunnels » dédiés à la retraite tels que le plan d'épargne-retraite populaire – PERP – ou le PERCO), pour un montant total de l'ordre de 3 600 Md€, dont 2 600 Md€ pour sa part « longue ».

Le principal support d'épargne financière de long terme des ménages est, en France, l'assurance-vie : en 2010, elle représentait 53 % de ce stock d'épargne à horizon long, soit environ 1 360 Md€, et 83 % des flux correspondants. Elle finance l'économie productive à hauteur de 55 % de ses encours : 570 Md€ d'obligations d'entreprises, 230 Md€ d'actions.

Les produits d'épargne-retraite¹, pour leur part, ne représentent qu'une part modeste des encours d'épargne longue financière (6,5 %), l'assurance-vie étant, de fait, souvent utilisée aux fins de préparation financière de la vieillesse. Le taux de détention de ces produits par les ménages reste faible (12 %). Pour les produits individuels, cela s'explique par des contraintes fortes et un régime fiscal de la rente viagère peu incitatif. Par ailleurs, le taux d'équipement des entreprises en produits collectifs d'épargne-retraite ne progresse plus (31 %).

ORIENTER LES COMPORTEMENTS D'ÉPARGNE VERS LE LONG TERME : « OUI », MAIS PAS N'IMPORTE COMMENT

L'épargne longue française est donc essentiellement constituée d'actifs immobiliers pour le non financier et d'assurance-vie pour le financier, tant en stock qu'en flux.

Ces données générales permettent de définir la « carte d'identité » de l'épargnant français :

- un taux d'épargne élevé, supérieur à la moyenne de l'Union européenne ;
- une appétence forte pour la « pierre » (environ 55 % des flux d'épargne à long terme en 2010 correspondaient à de l'investissement immobilier) ;
- une préférence marquée pour l'investissement financier intermédié et pour la détention indirecte (en 2006, l'intermédiation concernait 87 % des placements financiers des ménages) ;

– le recours large à des supports d'épargne dont la puissance publique définit le rendement et qui bénéficient à la fois d'un niveau très faible de contraintes et d'une exonération fiscale et sociale complète (le livret A au premier chef, dont 60 millions étaient détenus par des Français à la fin de 2010) ;

– la recherche de souplesse *a priori* et le rejet de solutions trop contraignantes et/ou trop complexes, y compris en matière de durée – ce qui n'est pas incompatible avec un engagement long de fait : on constate que l'épargnant conserve souvent un produit plus longtemps que la durée nécessaire pour bénéficier de l'incitation fiscale maximale ; c'est le cas de l'assurance-vie où le taux de prélèvement forfaitaire libératoire minimal est acquis au bout de huit ans et la durée de détention moyenne d'un contrat est de dix ans ;

– une préférence marquée pour la sécurité par rapport au rendement, caractérisant une aversion forte au risque financier. Les produits pour lesquels l'épargnant est certain de récupérer son capital représentaient, en 2010, 54 % de l'encours et 81 % des flux de l'ensemble des placements financiers des ménages². La crise a naturellement accentué cette préférence ;

– un rejet de l'instabilité réglementaire et fiscale, comme l'a clairement montré un sondage réalisé au début de 2011 par Ipsos/Logica à la demande de la Fédération française des sociétés d'assurances (FFSA).

Le « profil financier type » de l'épargnant français est donc celui d'un ménage recherchant un haut degré de sécurité, mais averse à la contrainte, qui aime les produits simples et la stabilité des règles, qui délègue la gestion de son épargne à un intermédiaire bien identifié, à qui il confie le soin de l'investir... et d'assumer le risque financier.

Ce sont là des caractéristiques fondamentales s'imposant à tout décideur raisonnable. Non qu'il faille limiter l'approche à ce seul comportement moyen, qui dissimule évidemment un éventail de préférences très large. Mais une politique de l'épargne « de masse » n'aura qu'une efficacité limitée si elle ignore le comportement de l'épargnant moyen ou tente de s'en affranchir, fût-ce pour les meilleures raisons du monde.

Autre point essentiel : la détention longue résulte avant tout de l'intention de l'épargnant et ensuite seulement des incitations fiscales, réglementaires ou commerciales. La politique fiscale est efficace, mais les déterminants essentiels de la détention de long terme ou, *a contrario*, de court terme sont à rechercher du côté de l'épargnant lui-même, de ses objectifs d'épargne et de sa psychologie, qui intègrent de multiples données et signaux économiques, financiers ou politiques.

Comme cela a déjà été dit, l'épargnant recherche de la stabilité. Cela a été très justement rappelé dans le rapport établi par Gérard de La Martinière, en appui des débats et des préconisations des Assises nationales du financement du long terme, en novembre 2011. Cette stabilité vaut autant pour les cadres réglementaires que pour la fiscalité des produits. Elle doit aussi concerner les signaux politiques envoyés aux épargnants. Nous savons, par exemple, que

l'éventualité d'une réforme du régime fiscal de l'assurance-vie au printemps a agi négativement sur la confiance des épargnants. Comment les acteurs pourraient-ils se projeter dans le long terme si les règles du jeu sont modifiées en permanence ? La stabilité est donc le mot d'ordre.

On peut donc énoncer un premier principe structurant : *toute politique de l'épargne qui se veut efficace doit avant tout respecter les données comportementales et psychologiques de l'épargnant : délégation de la gestion, recherche de sécurité, de simplicité, de souplesse et de stabilité.*

Les conséquences opérationnelles sont de deux ordres :

- une politique de l'épargne intelligente, c'est-à-dire qui maximise son efficacité en diminuant son coût pour les finances publiques, doit considérer avec humilité l'épargnant et ses besoins. Les incitations positives (récompenses de comportements vertueux) sont plus efficaces que les incitations négatives (sanctions). Pour le dire plus concrètement, une incitation sera d'autant plus efficace qu'elle sera en accord avec l'intention de l'épargnant. *A contrario*, elle sera d'autant moins efficace qu'elle s'opposera à cette intention. Mais même dans le cas des incitations positives, il ne sera possible que d'infléchir un comportement, pas de le modifier radicalement ;

- prévoir quel sera le comportement d'un épargnant est difficile. Les déterminants de ce comportement sont nombreux et beaucoup d'entre eux ne sont pas rationnels – donc peu anticipables. Les conséquences ne sont pas neutres, y compris pour la puissance publique : si le législateur augmente les prélèvements fiscaux ou sociaux sur un produit d'épargne pour dégager de nouvelles recettes, ce gain fiscal peut être *in fine* annulé par une réduction de l'assiette fiscale, car les épargnants auront « fui » le produit en question.

Ce sont là deux règles de modestie à garder en tête lorsqu'on pense à « orienter » l'épargne dans un sens ou dans un autre. L'exemple du PEL, dont la réforme en 2006 a été à l'origine d'une baisse massive des encours non anticipée ni par les Pouvoirs publics, ni par les réseaux bancaires, est très éclairant.

L'économie politique est hélas très en retard par rapport à d'autres disciplines des sciences économiques et financières dès lors qu'il s'agit de prendre en compte la psychologie des acteurs.

Il s'ensuit un décalage persistant entre l'intention politique et la réalité économique.

Pourtant, l'histoire récente des produits d'épargne abonde d'exemples de solutions conçues « en chambre ». Ces solutions, intelligentes sur le papier, se sont avérées être des fiascos commerciaux, car elles avaient été élaborées sans prendre en compte ce que veut l'épargnant. On peut citer les cas des contrats « diversifiés » et du dispositif dit « NSK », qui s'inscrivaient dans une politique d'encouragement à l'investissement en actions, mais qui, du fait des contraintes lourdes imposées, n'ont pas su rencontrer de demandes.

Le chemin est donc étroit entre des impératifs publics, qui se traduisent par une volonté d'initiative afin d'atteindre des objectifs présentés comme « souhaitables », et la prise en compte des comportements réels des épargnants, qui devraient constituer des forces puissantes de rappel à la réalité et au « possible ».

On peut alors énoncer un deuxième principe : *trouver de manière réaliste le point de rencontre entre les besoins exprimés par les épargnants, leur psychologie et les objectifs d'intérêt général.*

QUE VEUT LA PUISSANCE PUBLIQUE ?

L'épargne n'est malheureusement pas un objet politique à part entière et traitée comme tel. Dans le débat public, il est certes en permanence question d'épargne, mais sous forme d'incidente. À l'occasion de chaque PLF (projet de loi de finances), PLFSS (projet de loi de financement de la sécurité sociale) ou PLFR (projet de loi de finances rectificative), il est question d'épargne. De façon désordonnée et sans réelle évaluation des effets des décisions³, des paramètres fiscaux et réglementaires sont modifiés. De l'absence de grille de lecture cohérente et stable de ce à quoi doit servir l'épargne résulte un paysage complexe, peu lisible, qui ressemble à tout sauf à un « jardin à la française »... Enfin, dans le proche avenir, nul doute que le débat public traitera à nouveau de l'épargne, directement ou indirectement, *via* les réflexions sur la fiscalité, le financement des PME ou la convergence avec nos partenaires européens.

Qui plus est, lorsque l'épargne est l'objet principal du débat public, ce n'est pas pour répondre à la question fondamentale : de quoi notre économie a-t-elle besoin ? On se souvient des hypothèses avancées lors de la préparation de la réforme de la fiscalité du patrimoine, en particulier du scénario de taxation des plus-values latentes, dont les effets pervers dénoncés par l'ensemble des acteurs financiers étaient patents. Il était certes principalement question d'épargne, mais sous des contraintes assez largement éloignées des préoccupations macroéconomiques : réformer l'ISF (impôt de solidarité sur la fortune) à recettes fiscales inchangées.

Hélas, il ne s'agit pas là de portes d'entrée raisonnables dans le sujet de l'épargne. À tout le moins, elles ne sont pas à la hauteur de l'enjeu, ne serait-ce que parce qu'elles ne relèvent d'aucune logique cohérente ni dans le temps, ni dans l'espace. En aucun cas, la modification des paramètres fiscaux ou réglementaires, à des fins étrangères à une logique économique cohérente, ne peut constituer une politique de l'épargne, même si ces raisons sont en soi légitimes, par exemple la maîtrise des finances publiques.

L'impératif premier est donc, pour la puissance publique, d'arrêter de naviguer à vue, au gré des textes ou des sujets à la mode, de se demander ce qu'elle veut en matière d'épargne et de hiérarchiser ses objectifs. Elle doit prendre le temps de l'analyse en intégrant l'impératif du long terme, en en faisant un « filtre » à travers lequel devrait passer chacune de ses décisions. C'est un débat par nature politique, mais dont la portée est éminemment stratégique.

Il ne s'agit pas de plaider pour un « grand soir » de la politique de l'épargne, qui aurait toutes les chances de se heurter au principe de réalité et d'aboutir à des schémas déstabilisants, coupés des besoins exprimés par les épargnants et de leurs comportements fondamentaux.

Il s'agit plutôt de dire : il est possible d'exploiter au mieux l'existant, à condition de faire de l'objectif du long terme un objet prévalant sur toute autre considération lorsqu'il est question, politiquement, de l'épargne.

On peut donc énoncer un troisième principe : *la politique de l'épargne doit faire du long terme son premier objectif. Cet objectif doit guider toutes les décisions prises en matière d'épargne ou au moins être sérieusement pris en compte.*

Prenons également garde à ne pas méconnaître le « monde réel » des investisseurs.

Nous savons que l'épargne et l'investissement longs présentent des vertus économiques et financières considérables, sources d'externalités positives importantes, dont le financement optimal de l'économie n'est pas la moindre. Il est donc légitime qu'ils soient l'objet de préoccupations de la part des Pouvoirs publics.

Mais fondamentalement, ces externalités ne sont que les conséquences de deux phénomènes :

– d'une part, *la rencontre d'une demande par une offre commerciale*, dont, nous l'avons déjà dit, les besoins du client sont la clé et qui répond à des contraintes fortes (information, devoir de conseil, cohérence entre les caractéristiques du produit et le profil rendement/risque) ;

– d'autre part, *des stratégies d'investissement*, dont l'objet premier demeure là encore la satisfaction des besoins de l'épargnant, dans un cadre fortement contraint. Ainsi, lorsqu'un assureur utilise les fonds qu'il collecte *via* les supports en euros pour investir en capitaux propres ou sous forme d'obligations dans une entreprise, ou pour acheter de la dette publique, il le fait afin de tenir ses engagements contractuels, en respectant des obligations lourdes, pesant à la fois sur sa stratégie d'investissement – afin de défendre au mieux les intérêts de l'assuré (diversification, optimisation de l'exposition aux risques...) – et sur sa solvabilité.

Conséquence heureuse, le financement de l'économie notamment par les assureurs ou les banquiers n'en demeure donc pas moins qu'une conséquence. Ce serait une erreur de méconnaître cette nature « résultante » et de minimiser l'importance de la satisfaction de la demande de l'épargnant ou des contraintes

pesant sur la rencontre offre/demande, sauf à causer des interférences contre-productives.

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

DES INCOHÉRENCES DANGEREUSES

Pire, dans un certain nombre de cas, la puissance publique semble assumer sans grande difficulté apparente des décisions totalement orthogonales avec la logique du long terme, qu'il s'agisse d'épargne ou d'investissement.

Les critiques adressées à certaines orientations retenues en matière de règles prudentielles ou comptables – au premier chef Solvabilité II ou Bâle III – ont été suffisamment relayées et étayées pour ne pas avoir à y revenir trop longuement. Le « biais » de court terme dont elles portent la marque fait naître un risque sur la capacité de transformation de l'épargne en investissements de long terme (pénalisation des actions cotées et plus encore non cotées, voire même des obligations *corporate* dans le cas de Solvabilité II). Dès lors, quelle cohérence y a-t-il avec des objectifs majeurs de politique publique, au niveau national ou européen, tels que le renforcement de la croissance ou la stabilisation des marchés financiers ? S'agissant spécifiquement de l'assurance, il sera ainsi nécessaire dans l'avenir d'engager un chantier d'adaptation du cadre global Solvabilité II ainsi que de ses modalités d'application, afin de le rendre plus cohérent avec la mission de financement de l'économie implicitement dévolue aux assureurs.

Nous pouvons donc identifier un dernier principe : *faire un choix cohérent en faveur du long terme signifie soutenir la capacité de transformation de l'épargne longue en investissements longs et connecter les différentes politiques publiques, à la fois celle de l'épargne et celle de l'investissement.*

POUR UN ÉCOSYSTÈME FAVORABLE À L'ÉPARGNE DE LONG TERME ET À SA TRANSFORMATION : PARTIR DE L'EXISTANT, SEULE SOLUTION PRAGMATIQUE

Plusieurs principes généraux ont été énoncés :

– *un principe de gouvernance* : une politique de l'épargne cohérente et raisonnée doit placer le long terme au sommet de sa hiérarchie d'objectifs ;

– *des principes d'efficacité* : toute politique de l'épargne doit avant tout respecter les données comportementales de l'épargnant (délégation de gestion, recherche de sécurité, de simplicité, de souplesse et de stabilité) et veiller à ce que la poursuite d'objectifs d'intérêt public n'ignore pas ces données, le fonctionnement concret du marché des produits financiers ou les contraintes pesant sur les investisseurs ;

– *un principe de cohérence* : soutenir la capacité de transformation de l'épargne en investissements longs par les investisseurs et rechercher une cohérence d'objectifs entre les différentes politiques publiques.

Encadré 1

Les grands principes favorables à la mise en place d'un écosystème *long term friendly* en matière d'une épargne longue et d'un investissement long

- Une politique de l'épargne efficace doit avant tout respecter les données comportementales et psychologiques de l'épargnant : délégation de la gestion, recherche de sécurité, de simplicité, de souplesse et de stabilité.
- La politique de l'épargne doit trouver de manière réaliste le point de rencontre entre les besoins exprimés par les épargnants, leur psychologie et les objectifs d'intérêt général.
- La politique de l'épargne doit faire du long terme son premier objectif. Cet objectif doit guider toutes les décisions prises en matière d'épargne ou au moins être sérieusement pris en compte.
- L'efficacité des décisions de politique publique en matière d'épargne dépend de la prise en compte des contraintes pesant sur l'offre de produits d'épargne et les investisseurs (relation client, d'une part, gestion de l'épargne, d'autre part).
- Faire un choix cohérent en faveur du long terme signifie soutenir la capacité de transformation de l'épargne longue en investissements longs et connecter les différentes politiques publiques, à la fois celle de l'épargne et celle de l'investissement.

Ces principes ont le mérite d'être valables indépendamment de la situation économique et financière et d'être réalistes. Ils dessinent une ligne de conduite globale des Pouvoirs publics et doivent permettre d'aller jusqu'au bout de la démarche de redécouverte des vertus du long terme engagée par les acteurs de terrain.

Au surplus, ils sont applicables dans le paysage existant, qui est, pour trois raisons, le seul cadre efficace d'action :

– d'abord, faire avec l'existant est l'une des principales conclusions auxquelles l'humilité face aux besoins et aux comportements de l'épargnant permet d'aboutir ;

– ensuite, ce n'est pas en période d'incertitude, d'instabilité et de défiance généralisée qu'il faut bouleverser le paysage de l'épargne ;

– enfin, *last but not least*, les grandes problématiques publiques (financement des infrastructures, des entreprises...) peuvent être traitées sans « grand soir » de l'épargne, à condition de faire preuve d'inventivité et d'abandonner des schémas là encore déconnectés de la réalité et/ou obsolètes. En d'autres termes, il est ainsi parfaitement possible de concilier le profil-type de l'épargnant français – et donc le paysage actuel de l'épargne – avec les besoins de l'économie.

Sur ce dernier point, le secteur de l'assurance participe au développement de solutions innovantes, en phase avec ce que nous savons des besoins des entreprises ou des collectivités publiques et sur la base de l'acquis considérable que représente l'assurance-vie. Cette dernière permet notamment de compenser assez largement l'absence de fonds de pension en France en répondant à un besoin de préparation de la retraite⁴ tout en contribuant au financement des entreprises, y compris par le biais du fonds en euros (obligations, actions).

En lien avec ses partenaires publics et les représentants des PME, des solutions innovantes en faveur des entreprises sont en cours de développement (financement des PME sous forme obligataire, redynamisation du marché des petites cotations...).

En outre, la profession de l'assurance a la conviction que les partenariats publics-privés constituent eux aussi un levier d'avenir. D'ores et déjà, elle participe aux émissions d'Oséo, au programme France investissement...

Ce sont autant de pistes de travail – non exhaustives – que la profession de l'assurance explore, afin que l'épargne longue française consolide sa contribution à la croissance et à la création d'emplois.

Les Pouvoirs publics se montrent de plus en plus sensibles à ce renouvellement des outils de financement, qui sont l'expression d'une approche pragmatique : mobiliser l'ensemble des acteurs et des ressources, au plus près du possible et du réel.

NOTES

1. PERP, PERCO, contrats relevant des articles 39, 82 et 83 du Code général des impôts, contrats « Madelin » et « Madelin agricole ».

2. Ce chiffre est élevé car un certain nombre de produits ont connu des flux négatifs, tout particulièrement ceux ne proposant pas de garantie du capital investi.

3. Si les dispositions des projets de loi doivent faire l'objet d'une étude d'impact préalable, les amendements, pour leur part, ne sont pas soumis à ce type d'évaluation préalable.

4. Les souscripteurs de contrats de plus de cinquante ans déclarent à plus de 60 % penser à leur retraite.