

ÉDITORIAL

La crise actuelle a tendance à raccourcir l'horizon de la plupart des décisions économiques et à réduire l'attractivité de certains placements financiers risqués. Pourtant, elle n'invalide pas les grands principes de la bonne gestion financière.

Ce rapport privilégie le point de vue des épargnants individuels. Il part de constats, éclairés à la lumière de comparaisons internationales, sur le patrimoine financier des Français. L'épargne liquide et l'assurance-vie s'y taillent la part du lion. L'investissement des ménages français dans les marchés d'actions reste modeste au regard des comparaisons internationales.

La politique de l'épargne devrait inciter les ménages à mieux épargner à long terme. Pour la préparation de la retraite, il faut exploiter la complémentarité entre la répartition et la capitalisation. La politique de l'épargne doit privilégier une neutralité fiscale entre produits financiers plutôt que d'ajouter de nouvelles incitations spécifiques.

Christian de Boissieu

n° 5/2009

SEPTEMBRE 2009

Épargner à long terme et maîtriser les risques financiers

Rapport de Olivier Garnier et David Thesmar

« Où sont passées toutes vos économies ? » titrait à la fin de l'an dernier l'hebdomadaire britannique *The Economist*. 2008 a non seulement été la pire année boursière depuis les années trente, mais la décennie 1998-2008 a aussi vu les actions dégager une rentabilité réelle négative. Les conséquences de ce choc ne sont pas les mêmes selon les pays. Dans les pays anglo-saxons, l'équilibre des fonds de pension financés par la capitalisation est remis en question. D'autres pays, comme la France, semblent se féliciter aujourd'hui d'avoir un système de retraite bâti presque exclusivement sur la répartition. Pourtant, les Français dans leur ensemble sont aussi des épargnants, avec un patrimoine financier de plus de 3 000 milliards d'euros. Et ils ont aussi de plus en plus besoin d'une épargne performante pour compenser le déclin inéluctable des taux de remplacement des retraites par répartition.

Comment à l'avenir les ménages vont-ils pouvoir obtenir une épargne à long terme suffisamment rémunératrice, sans être excessivement exposés aux risques financiers ? Quel rôle peuvent et doivent jouer les politiques publiques pour aider les épargnants à faire face à cet enjeu ? Le rapport d'Olivier Garnier et David Thesmar cherche à apporter des réponses à ces questions, et contribue ainsi à redéfinir les grands principes devant guider la politique de l'épargne en France.

Le rapport a été présenté à Christine Lagarde, ministre de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi le 28 mai 2009. Il a bénéficié du concours actif de Jérôme Glachant, conseiller scientifique au CAE. Cette lettre, publiée sous la responsabilité du CAE reprend les pistes de réflexion issues de l'analyse des auteurs.

Quels principes pour la politique de l'épargne ?

Le parti pris des auteurs consiste à aborder le sujet de l'épargne du point de vue des besoins des ménages-épargnants plutôt que de celui du financement de l'économie. Il s'agit donc d'étudier les opportunités, les risques et les contraintes (comportementales, institutionnelles, financières...) auxquels les ménages font face pour optimiser leur profil de consommation tout au long de leur cycle de vie. Olivier Garnier et David Thesmar s'inscrivent ainsi à rebours de l'approche traditionnelle de la politique de l'épargne en France, qui a jusqu'ici accordé la primauté aux considérations de financement de l'économie nationale. Selon les priorités du moment, il s'est agi d'orienter les placements des ménages vers le fi-

ancement du logement social, des privatisations, des déficits publics, des entreprises cotées, des PME non cotées, de l'innovation, des DOM-TOM, du cinéma, des forêts, etc. D'où une multiplication de dispositifs au service non pas directement des ménages, mais des secteurs que finance leur épargne.

Cette approche trouve son origine dans les politiques d'investissement dirigistes menées par l'État français après la Seconde Guerre mondiale, à une époque où les marchés financiers étaient encore peu développés et faiblement intégrés au niveau international. Elle est en outre étroitement associée à une vision héritée de l'État-providence, dans laquelle la gestion des risques pesant sur les ménages relève quasi exclusivement des systèmes de protection sociale et de la solidarité nationale.

Les ménages au centre de la politique de l'épargne

Pour Olivier Garnier et David Thesmar, la mondialisation des marchés de capitaux, d'une part, et la difficulté croissante des systèmes sociaux à fournir des protections suffisantes, d'autre part, incitent à remettre les ménages au centre des préoccupations de la politique de l'épargne. Tout ceci ne veut bien sûr pas dire que les problèmes de financement de l'économie nationale n'importent plus, ni que la politique de l'épargne ne doit plus du tout en tenir compte. Mais il convient de ne plus leur accorder la primauté par rapport aux besoins des ménages.

Les préconisations des auteurs portent sur l'équilibre entre capitalisation et répartition en matière de régime de retraite, sur la fiscalité de l'épargne et sur la correction des biais comportementaux affectant l'épargne.

Le patrimoine financier des ménages français...

La première partie du rapport rappelle les principaux éléments de constat sur le patrimoine financier des ménages français. Fin 2007, ce patrimoine s'élevait à près de 3 500 milliards d'euros et représentait le tiers du patrimoine total, qui inclut l'immobilier. Les premiers chiffres disponibles montrent comment la crise financière a marqué ce patrimoine en 2008 : une baisse de près de 200 milliards d'euros essentiellement due à la dépréciation des actifs consécutive à la baisse des cours. Fin 2008, le patrimoine financier brut des ménages représentait environ 2,5 années de leur revenu disponible.

Ce patrimoine se partage en quatre grands types de placements financiers. L'épargne liquide (encours des livrets et fonds des OPCVM monétaires) représente plus du quart du patrimoine financier et a bénéficié du contexte financier récent. L'épargne contractuelle (plan d'épargne logement, plan d'épargne populaire) est en déclin prononcé et pèse moins de 10 % de la richesse financière. L'assurance-vie continue sa forte progression avec une part s'approchant de 40 %. Les titres (obligations et actions) détenus de manière directe ou indirecte (OPCVM) sont revenus à moins d'un quart de la richesse financière, victimes des moins-values de la crise financière.

... fait la part belle aux placements liquides ou peu fiscalisés

En fait, les Français privilégient les placements financiers liquides et pas (ou peu) fiscalisés. Les actions ont une présence minoritaire dans leur portefeuille ; d'ailleurs, moins d'un quart des ménages français en possèdent, directement ou indirectement. Dans les comparaisons internationales, la taille du patrimoine financier des ménages français, ainsi que la diffusion des actions dans la population, apparaissent plus faibles que dans les pays anglo-saxons et d'Europe du Nord.

La composition du portefeuille n'est pas sans conséquence sur sa rentabilité et donc sur l'évolution de son niveau. Ainsi les auteurs montrent qu'entre 1994 et fin 2008, les ménages américains comme les ménages français ont vu leurs encours financiers multipliés par 2,16. Aux États-Unis, cet accroissement a davantage été alimenté par des effets de valorisation issus des plus-values réalisées sur des placements risqués que par un effort d'épargne. La situation est inverse en France. Les effets de la crise financière ne modifient que partiellement ce constat.

Système de retraite et richesse financière

En opérant des comparaisons internationales, Olivier Garnier et David Thesmar montrent que les différences parmi les pays s'expliquent largement par le mode de financement des retraites. Les ménages de pays dans lesquels la retraite par capitalisation est très diffusée ont un patrimoine financier deux fois plus élevé que les ménages des pays à faible diffusion de la capitalisation. Dans ces conditions, il n'est pas étonnant que les pays à forte capitalisation soient plutôt exportateurs de capitaux-actions et récipiendaires de dividendes alors que la situation est inverse pour les pays où la retraite par répartition est prépondérante.

Risque et rentabilité des actions dans le long terme

Doit-on recommander au ménage-épargnant d'investir en actions pour le long terme ?

La deuxième partie du rapport réexamine la question de la rentabilité et du risque des actions dans une perspective longue. Pour Olivier Garnier et David Thesmar, la crise de 2008 ne remet pas en cause l'intérêt d'investir en actions dans une perspective à long terme, mais elle dément l'idée fautive trop souvent entendue selon laquelle les actions ne sont plus risquées lorsqu'on les détient suffisamment longtemps.

À l'appui de ce constat, les auteurs opèrent une analyse fine des évolutions des rentabilités réelles comparées des différents placements (actions, obligations, monétaires) depuis le XIX^e siècle pour un grand nombre de pays. Premier point : sur une durée d'un siècle, la prime réelle servie aux détenteurs d'actions est en moyenne de 3,5 % par an comparée aux obligations et de 4 % par rapport aux placements monétaires. Cette supériorité moyenne du placement action sur la période n'exclut pas des sous-périodes moins avantageuses notamment en Europe et au Japon.

Dans une perspective de gestion de portefeuille, il est essentiel d'examiner si le sur-rendement moyen des actions a eu pour contrepartie une volatilité (et donc un risque) plus élevée. D'où le second point des auteurs : le risque *relatif* des actions par rapport aux obligations et aux placements monétaires a tendance à diminuer à mesure que la durée de l'investissement s'allonge. Cette diminution provient de l'évolution de la prime de risque action, qui est affectée par un phénomène de « retour vers la moyenne ». Les bonnes performances en annonçant de moins bonnes, augmentent l'horizon de détention des actions diminue le risque de rendements cumulé. Le tableau suivant montre que les actions sur-performent d'autant plus fréquemment les obligations d'État que la durée de détention est longue.

Fréquence de surperformance des actions sur les obligations d'État France (1854-2008)

Durée de détention	Fréquence en %
1 an	52
2 ans	53
5 ans	58
10 ans	72
20 ans	79
30 ans	92
50 ans	96

Source : David Le Bris, Complément B au rapport.

Quelles conséquences pour le portefeuille de long terme ?

Ces éléments sont favorables à la détention d'actions sous forme directe ou indirecte par le ménage épargnant pour le long terme. Toutefois, cette conclusion s'accompagne de quelques réserves. Tout d'abord, le long terme peut être parfois plus long que ce que peuvent endurer bon nombre d'épargnants. Ensuite, c'est le risque relatif des actions (par rapport aux placements obligataires ou monétaires), plutôt que le risque absolu, qui diminue le plus significativement avec l'horizon d'investissement. Enfin, le risque et les perspectives de rentabilité à long terme des actions ne sont pas invariants, mais dépendent de façon cruciale de leur valorisation initiale. Ce dernier élément signifie que le ménage ne peut se contenter d'une gestion « *buy and hold* » de son portefeuille. Au contraire, il est essentiel pour exploiter dans le long terme les propriétés du couple rendement-risque des actions de réviser régulièrement l'allocation en fonction des rentabilités futures prévisibles et de l'horizon de placement résiduel.

De ce dernier point de vue, pour un épargnant à long terme, le couple rentabilité/risque des actions consécutif à la crise financière est aujourd'hui bien plus favorable qu'il y a dix ans.

Quatre recommandations de gestion optimale du portefeuille des ménages

La troisième partie du rapport passe en revue les préconisations normatives issues de la littérature économique, et les compare au comportement effectif des épargnants. Quatre grandes recommandations émergent de la théorie. La première est relative à la nécessité de diversifier le portefeuille au sein d'une classe d'actifs et entre ces classes. La deuxième souligne que les performances passées ne sont pas un bon critère de sélection des fonds de placement collectif (OPCVM) et que le niveau des frais de gestion importe davantage. La troisième recommandation est liée à l'horizon d'investissement qui est crucial dans le choix du couple rendement-risque. Enfin, la quatrième et dernière recommandation est de tenir compte des actifs non financiers (immobilier, salaires à venir, droits à la retraite par répartition) dans le choix d'allocation d'actifs financiers du ménage.

Des choix éloignés des recommandations

Il apparaît que les choix d'investissement faits spontanément par les ménages sont souvent éloignés de ces recommandations. En bourse, lorsqu'ils investissent directement, les épargnants se diversifient trop peu, exécutent trop de transactions, et investissent de façon trop procyclique. Par ailleurs, s'ils investissent indirectement par des fonds d'investissement, trop d'importance est accordée aux performances passées, alors que les frais de gestion doivent à l'inverse ne pas être négligés. Enfin, l'exposition aux actions devrait le plus souvent diminuer avec l'âge. Toutefois, beaucoup de jeunes salariés détiennent moins d'actions que ne le suggérerait ce principe, du fait de l'acquisition d'une résidence principale, de contraintes d'endettement, ou de risques élevés pensant sur leurs revenus ou leur emploi. Du point de vue de ces risques liés à la « richesse humaine », le développement en France de l'assurance sociale (chômage notamment) devrait plutôt orienter l'épargne vers des supports risqués comme les actions. La comparaison avec les États-Unis aboutit ainsi à une contradiction, qui s'explique par les différences dans les systèmes de retraite.

Quelle politique de l'épargne ?

La quatrième et dernière partie propose des recommandations en matière de politique de l'épargne. Olivier Garnier et David Thesmar suggèrent qu'elles s'appuient sur deux principes :

- l'objectif premier de la politique de l'épargne doit être le bien-être des ménages dans une perspective de cycle de vie ;
- l'intervention publique dans le domaine de l'épargne doit viser à remédier à des biais de comportement des ménages ou à des défaillances des marchés, en particulier pour fournir des protections contre des risques non assurables par les marchés ou pour remédier à des contraintes de liquidité.

Les principes énoncés ci-dessus conduisent à trois grandes orientations concernant les régimes de retraite, la fiscalité de l'épargne et les biais de comportement des ménages.

Développer la capitalisation pour tous en complément de la répartition

En matière de retraite, il convient non pas d'opposer les régimes par répartition et ceux par capitalisation à cotisations définies, mais au contraire de tirer parti de leur complémentarité. Pour Olivier Garnier et David Thesmar, une manière de faire jouer cette complémentarité consiste à accroître le poids de la capitalisation pour les plus jeunes et à le diminuer ensuite en faveur de la répartition lors du déroulement du cycle de vie. Une stratégie de ce type a l'avantage de faire porter plus de risque financier par les jeunes générations et plus de risque salarial par les générations les plus anciennes.

Plaidant en faveur d'une stabilisation des taux de cotisation des régimes de base par répartition, les auteurs suggèrent de développer l'épargne-retraite à cotisations définies pour faire face à la baisse prévisible des taux de remplacement. Puisque cette épargne retraite viendrait en supplément de la rente obtenue, à titre principal, via la répartition, il serait cohérent de privilégier une allocation vers des placements risqués (actions) dégressive avec l'âge, et de laisser optionnel le choix du mode de sortie (entre capital et rente).

Pour encourager la constitution précoce d'une épargne retraite, Olivier Garnier et David Thesmar suggèrent le versement par l'État d'une prime dégressive avec l'âge, qui viendrait abonder les versements sur les plans d'épargne retraite populaires (PERP) ou les plans d'épargne retraite collectifs (PERCO).

Conscients de la difficulté à inciter les salariés les plus modestes à la constitution d'une épargne retraite, les auteurs préconisent de réorienter le fonds de réserve pour les retraites (FRR) vers le financement des petites pensions.

Instaurer une fiscalité de l'épargne plus neutre

La fiscalité (incluant les contributions sociales) de l'épargne est très complexe, peu lisible et instable. Elle juxtapose de multiples dispositifs dérogatoires ou spécifiques, qui témoignent davantage d'une accumulation historique que d'une logique d'ensemble. Surtout, elle introduit des distorsions injustifiées en faveur de

Les Rapports du Conseil d'Analyse Économique

60. Politiques de la concurrence
61. Une stratégie PME pour la France
62. La France et l'aide publique au développement
63. Vieillesse, activités et territoires à l'horizon 2030
64. Évolution récente du commerce extérieur français
65. Économie politique de la LOLF
66. Performance, incitations et gestion publique
67. Consolidation mondiale des Bourses
68. Temps de travail, revenu et emploi
69. Infrastructures de transport, mobilité et croissance
70. Perspectives agricoles en France et en Europe
71. Mondialisation : les atouts de la France
72. Les leviers de la croissance française
73. Mesurer le pouvoir d'achat
74. Gaz et électricité : un défi pour l'Europe et pour la France
75. *Private equity* et capitalisme français
76. La mondialisation immatérielle
77. Innovation et compétitivité des régions
78. La crise des *subprimes*
79. Salaire minimum et bas revenus
80. Politique de change de l'euro
81. Performances à l'exportation de la France et de l'Allemagne
82. Loger les classes moyennes
83. Le financement des PME
84. Immigration, qualifications et marché du travail
85. Le partage des fruits de la croissance en France
86. Épargner à long terme et maîtriser les risques financiers (à paraître)

Ces rapports sont disponibles
à La Documentation française
29 quai Voltaire
75344 PARIS Cedex 07
Téléphone : 01 40 15 70 00
Télécopie : 01 40 15 72 30
et sur : www.cae.gouv.fr

certain placements liquides ou peu risqués. Enfin, à la différence des contributions sociales (qui représentent aujourd'hui plus des deux tiers du produit des prélèvements sur l'épargne mobilière), la fiscalité mobilière repose sur une assiette très étroite : moins du tiers des revenus et plus-values mobilières est imposé au barème de l'impôt sur le revenu ou au prélèvement forfaitaire libérateur.

Les auteurs recommandent de privilégier une plus grande neutralité entre produits plutôt que d'introduire des incitations supplémentaires cherchant à encourager l'épargne en actions. Leur préférence va en faveur d'une imposition de l'épargne (y compris contributions sociales) avec une assiette et un taux uniques, un abattement forfaitaire à la base (qui se substituerait à l'exonération des intérêts sur les Livrets) et des exonérations ou déductions réservées à la seule épargne bloquée à long terme (de type PERP, PERCO ou assurance-vie). À recettes inchangées, ce taux unique pourrait se situer entre 15 et 20 %, selon les modalités retenues.

Corriger les biais de comportement des ménages

L'action des pouvoirs publics doit prendre en compte le caractère souvent très contre-intuitif des décisions financières, ainsi que des biais comportementaux. Les auteurs citent ainsi de nombreuses études qui montrent des erreurs portant aussi bien sur le niveau d'épargne à long terme que sur la composition du portefeuille. Face à ces « erreurs d'investissement », améliorer l'éducation financière est tout à fait nécessaire mais ce n'est pas un remède miracle. Dans ce domaine, une certaine dose de « paternalisme libéral » de la part de la puissance publique et des distributeurs de produits financiers est souhaitable, notamment en introduisant des options de choix par défaut. Ces options de choix par défaut porteraient sur l'adhésion à un plan d'épargne retraite et sur les modalités d'ajustement de l'allocation d'actifs au cours du cycle de vie.

Commentaires

Roger Guesnerie a apprécié l'effort des auteurs pour rassembler des informations factuelles sur l'épargne longue et les risques financiers auxquels s'exposent les ménages. Il considère également que le

rapport concilie bien évidences empiriques et éclairages théoriques.

Il est en revanche plus sceptique sur le premier principe retenu par les auteurs selon lequel la politique de l'épargne doit d'abord se préoccuper du ménage plutôt que du financement de l'économie. Il considère que ce principe n'est pas assez justifié alors même qu'un principe inverse a semble-t-il été dominant au cours du passé, et que des événements récents montrent que le fait national importe encore sur les deux rives de l'Atlantique en matière d'orientation du financement. Même si Roger Guesnerie n'est pas opposé à ce principe, il considère que les éléments apportés par le rapport ne sont pas suffisants pour empêcher sa réfutation.

En ce qui concerne la théorie, il convient d'insister davantage sur les questions de contrainte de liquidité plutôt que sur celles relatives au comportement face au risque pour expliquer le niveau et la composition du patrimoine. L'existence de ces contraintes remet en cause l'idée selon laquelle les ménages jeunes devraient orienter leur épargne financière vers les actions. Enfin, Roger Guesnerie adhère à la nécessité de rechercher le bon équilibre entre répartition et capitalisation pour gérer le partage du risque entre salariés et retraités.

Jacques Delpla s'associe à la démarche et aux arguments des auteurs en matière de fiscalité de l'épargne. Les dispositifs actuels envoient des signaux contradictoires aux ménages et nuisent ainsi à l'efficacité. La mise en place d'une « flat tax » constitue une solution convaincante qui se heurterait à nombre d'intérêts constitués par l'empilement des dispositifs. Pour contourner cette difficulté, Jacques Delpla propose que la réforme n'affecte pas le stock d'épargne déjà constitué. Il est défavorable à la proposition avancée par les auteurs d'octroyer des avantages fiscaux spécifiques aux jeunes épargnants. La question de la distribution des produits d'épargne et de la concurrence est abordée dans le commentaire. Compte tenu du mouvement de concentration des réseaux bancaires, Jacques Delpla est favorable à une stricte séparation « une muraille de Chine » entre la banque de détail et la gestion d'actifs. Chaque réseau serait ainsi obligé de mettre en concurrence les produits d'épargne vendus au guichet à l'épargnant final. ■