

# FIEF 2013

Des besoins à l'offre : le long terme manque  
aujourd'hui cruellement sur l'échelle de  
l'intermédiation financière

Réunion du 6 juin 2013

Christine Benoit

# Sommaire

## □ Les besoins : retour vers le futur

- Face aux besoins sociaux de la retraite, l'épargne retraite doit couvrir les 5 risques insuffisamment assurés par le régime de retraite par répartition
- Face aux besoins de financement de l'économie nécessaires pour rattraper notre gap de compétitivité, où trouver une épargne réellement longue, stable et susceptible de lisser le risque

## □ L'offre : la réalité du marché français

- Quels sont les acteurs de la collecte et de l'intermédiation financière de l'épargne longue dans un contexte de régulation croissante ?
- Des produits fléchés retraite au couteau suisse de l'assurance-vie : est-ce de l'épargne longue ?

## □ Le cercle vertueux de l'épargne retraite pour tous, une épargne longue utile à l'économie

# Partie I

## 1. Les besoins d'épargne longue : retour vers le futur

# REINTEGRER LE RISQUE

# Les besoins : retour vers le futur

## □ Pourquoi retour vers le futur ?

- De l'origine de la création de la protection sociale (prélever une part du revenu pour couvrir de façon solidaire des risques sociaux présents et futurs) à l'avenir de notre économie grâce au financement dédié d'une partie de l'épargne dite longue (épargne retraite)
- **Les 5 risques à couvrir durant la retraite**
  - Risque de longévité
  - Risque de pouvoir d'achat
  - Risque de dépendance
  - Risque de liquidité
  - Risque de transmission
- Des ressources longues (épargne retraite capitalisée) pour un financement long de l'économie qu'aucun acteur de l'intermédiation financière n'est aujourd'hui prêt à assumer

# les 5 risques à couvrir durant la retraite

## □ Le risque de longévité ou percevoir un revenu jusqu'à la fin de sa vie

### ▪ L'espérance de vie gagne 3 mois par an

- à 60 ans elle a augmenté de 50% entre 1950 et 2012 (16,6 ans à 24,9 ans)
- 2013 : 1 personne sur 4 a plus de 60 ans contre 1 sur 3 en 2050 (INSEE)
- 20 000 centenaires aujourd'hui, 140 000 en 2050 (Projections INED)

### ▪ Le rapport période d'activité/période de retraite s'est beaucoup modifié

- La retraite représentait 42% du temps travaillé en 1950 vs 62% aujourd'hui

## MAIS

- Chômage massif des jeunes, recul de l'âge d'entrée dans la vie active, CDD, temps partiel
- Durée hebdomadaire travail selon statuts (salariés 39,5h vs non salariés 52,3 cf Eurostat)
- **Le temps travaillé n'est plus ni linéaire ni continu**
  - Alternance d'emplois, de statuts, d'activité, de périodes de formation, de chômage...

## Points de réflexion

- Pertinence des tables de mortalité (sexe, horizon d'utilisation épargne)
- Iniquité des régimes spéciaux vs régime général (âge de la retraite et coût)
- Valorisation temps partiel, temps de formation, taux d'occupation des 60-65ans...

# les 5 risques à couvrir durant la retraite

## □ Le risque de pouvoir d'achat ou préserver son niveau de vie

- **Le financement de notre système de protection sociale continue d'être bouclé grâce à la dette**
- **Le solde négatif de la vieillesse est le plus gros contributeur au déficit de la SS**
  - La vieillesse constitue 45,3% des prestations des régimes de base de la SS en 2012
    - Soit dépenses : 210 Mds€ sur 455,8 Mds€ de dépenses vs recettes : 202,6 Mds sur 440,2 Mds (-7,8Mds€)
- Où trouver des ressources pour équilibrer ce financement dans un contexte de récession et où les prélèvements sociaux représentent le taux record de 46,3% du PIB et celui des dépenses publiques 56,3% du PIB ?
  - Sur l'assiette de cotisations de la répartition avec la double peine :
    - En amont : Réduire le montant versé : non revalorisation des pensions (Agirc/arrco avril 2013)
    - En aval : Fiscaliser la rente versée : CASA de 0,3% depuis le 1<sup>er</sup> avril 2013
- Avec des effets cumulatifs de perte de pouvoir d'achat en tenant compte de l'inflation

### Points de réflexion

- Revalorisation vs paramètres des contrats : tables de mortalité, garantie et frais ad hoc, taux technique, frais de gestion, frais sur versements, rémunération des fonds en €
- Risque de non revalorisation de la rente (gestion paritaire)
- Risque de fiscalisation accrue sur les rentes (PLSS)

# les 5 risques à couvrir durant la retraite

## □ Le risque de dépendance ou s'assumer financièrement quelque soit son état

- L'espérance de vie augmente mais le taux de morbidité à 65 ans aussi, notamment chez les femmes
- La perte d'autonomie, physique ou mentale, touche 1 millions de personnes en 2012
  - 25% des seniors dans quelques années
- Age moyen d'entrée en dépendance : 78 ans pour les hommes, 83 ans pour les femmes
- La maladie d'Alzheimer représente 40% des personnes dépendantes
- **Coût moyen mensuel de la dépendance : 1 500 à 2 000 € vs pension moyenne de 1 200€**
- 2 millions de personnes assurées aujourd'hui
  - 89% en contrats individuels (360€/an) et 11% en contrats collectifs (35€/an)
  - 400 millions € de cotisations annuelles, 522€ de rente mensuelle moyenne

### Points de réflexion

- Débuter tôt le financement (vers 40 ans soit durant 20 à 25 ans) même avec de faibles montants mensuels
- Prendre suffisamment tôt la mesure de la charge d'une personne dépendante : par exemple, pour la maladie d'Alzheimer, la surmortalité des aidants est de 60%

# les 5 risques à couvrir durant la retraite

## □ Le risque de liquidité ou faire face à un imprévu

- **Comment se procurer du cash durant sa retraite lorsque la situation l'exige ?**
  - Une seule solution : rendre liquide un actif (immobilier ou épargne), à condition d'avoir souscrit à minima à l'une de ces solutions
- **L'épargne de précaution est la solution, l'épargne du 2<sup>ème</sup> pilier est le moyen le plus adapté**
  - Les cas de déblocage anticipé existent sans porter préjudice au rendement du support ni à la fiscalité du produit (décès/invalidité du conjoint, résidence principale...)
  - Lors de la liquidation des régimes obligatoires de retraite, le bénéficiaire de ces plans décide du moment, du montant (total, partiel, dégressif...) et de la périodicité éventuelle du versement de sa rente ou de son capital, le cas échéant
  - L'épargne peut être maintenue jusqu'à un âge avancé : les limites de conversion en rente viagère vont de 75 à 99 ans selon les assureurs et ad vitam pour la sortie en capital du PERCO
  - L'épargne est constituée en franchise d'impôt (hors plus-values), gérée et conservée au meilleur tarif (gestion collective de l'épargne)

### Points de réflexion

- Constituer régulièrement une épargne de précaution en optimisant celle-ci. Par exemple, dans le cadre professionnel avec l'épargne salariale, l'abondement de l'entreprise



# les 5 risques à couvrir durant la retraite

- Le risque de transmission ou transmettre l'épargne » capitalisée » grâce à son travail** : les droits acquis des régimes et des plans retraite (2<sup>ème</sup> pilier) et la transmission des supports d'épargne du 3<sup>ème</sup> pilier
- Les droits acquis des régimes de base** : réversion en partage, conditions âge et ressources le cas échéant
- Les droits acquis des plans du 2<sup>ème</sup> pilier** diffèrent selon que le décès du bénéficiaire intervient avant ou après la liquidation du régime ou du plan :
  - Avant : capital du Perco intégré à la succession, Art 83 bénéficiaire désigné (exo de droits)
  - Après : bénéficiaire désigné selon accord Perco, Art 83 réversion conjoint seul si accord
  - PERP : bénéficiaire désigné ou rente d'éducation enfants
- Le sort des produits d'épargne du 3<sup>ème</sup> pilier**
  - Livrets A, PEA : nb limité, versements plafonnés, intégré à l'actif successoral
  - Assurance-vie : nb illimité contrats, non plafonné et hors droits de succession
  - OPCVM : calcul des droits sur la valeur de rachat au jour de la transmission
  - Epargne salariale : versement unique des avoirs (ds 6 mois post décès), exonération de droits (pacs inclus)

## Points de réflexion

- Réversion : 5,01 millions de pension servies en 2010 dont 89% aux salariés du privé
- Notion d'ayants-droit (partage) : conjoints, ex-conjoints, pacs, descendants, ascendants

# Un complément nécessaire grâce à une épargne longue

- ❑ **Une retraite suffisante pour vivre et s'assumer après une vie de travail ?**
  - ❑ Quelles que soient les réflexions sur l'évolution de notre régime de retraite, modifications paramétriques ou réforme systémique, l'état actuel du service de la rente des régimes obligatoires ne couvre pas les besoins évoqués de plus de la moitié des retraités
    - ❑ 2010 : 43% pensions régime général minimum contributif, 596 €/mois (70% femmes) soit 45% commerçants, 38% des artisans, 73% salariés agricoles (DREES)
  
- ❑ **Une épargne personnelle régulière sur le long terme**
  - ❑ Volontaire ou obligatoire dans un cadre professionnel négocié; grâce à incitation fiscale
  - ❑ Régulière pour lisser les risques dans le temps
  - ❑ Dans la durée pour minimiser son poids au regard du pouvoir d'achat
  
- ❑ **Une épargne long terme bien gérée donc générant des rendements**
  - ❑ Un cadre concurrentiel pour préserver la qualité de l'offre et les rendements
  - ❑ Des frais transparents justifiés par la qualité de la gestion
  - ❑ Allocation : vs actifs cantonnés, fléchage massif vers la dette
  - ❑ Une gestion adaptée à l'horizon de placement quand les contraintes de la régulation ne favorisent pas les investissements long terme

# Un changement de paradigmes

- ❑ **Réintégrer le risque** : non, l'aversion au risque n'est pas une singularité culturelle bien française et L'Etat n'est pas un assureur tous risques
  - ❑ Une offre « publique » restreinte, historique et « garantie » absorbant la dette
  - ❑ L'Etat organise la solidarité (HLM) mais il n'est pas le grand pourvoyeur de tout pour tous
  - ❑ L'habitude de la confiance aveugle et complaisante en l'Etat a érudé depuis longtemps toute tentative par le grand public de compréhension du système lui-même, de ses enjeux financiers et donc de solutions alternatives
    - ❑ comme l'épargne individuelle en complément de la retraite par répartition
- ❑ **Les générations Y vivent les limites de cette conception sociale**
  - ❑ Difficultés d'accès à un job et à la couverture de soins médicaux basiques
  - ❑ Variables d'ajustement sacrifiées face à l'Alliance Sacrée des années 80-90 entre l'Etat et les syndicats patronaux et salariés : entente pour protéger par le chômage les générations de leurs parents au lieu de réformer le marché du travail et la formation
- ❑ **Redonner espoir et visibilité** en privilégiant des vecteurs de croissance et d'emploi
  - ❑ Surinvestir pour rattraper notre gap de compétitivité face à nos voisins et pays émergents
  - ❑ Financer la 3<sup>ème</sup> révolution industrielle

# Partie I

2. Les besoins d'épargne longue : des circuits de financement  
inadaptés pour la 3<sup>ème</sup> Révolution industrielle

**TROUVER DES FINANCEURS DE LONG  
TERME**

# La 3<sup>ème</sup> révolution industrielle ?

## Etat des lieux : la cote d'alerte est atteinte

- Economies développées** : 80% PIB générés par les services mais 80% exportations (hors énergie et matières premières) sont constitués de produits industriels
- % VA industrielle PIB en 2011 (Eurostat) : 18,8% zone €, 26,2% Allemagne, 12,5% France
  - France : 15<sup>e</sup> sur 17 avec une perte de plus de 2 millions d'emplois depuis 1980
  - France 1998-2012 : baisse 30% VA industrielle quand baisse 43% exportations
  - 2002 : excédent 3,5 Mds€ à déficit de 71,2 Mds€ en 2011 soit 3,5 points de PIB

## Rapport Gallois

- Un véritable décrochage de l'industrie française avec des causes structurelles identifiées**
  - Handicap R&D, innovation et formation mal articulées avec l'industrie,
  - Flux de financement mal orientés,
  - Faiblesse de la structuration et de la solidarité industrielle,
  - Dialogue social insuffisamment productif
- Préconisations : 3 leviers de la politique industrielle**
  - Formation initiale/continue,
  - Financement dynamique pour l'industrie,
  - Commissariat Général à l'Investissement

# Quels investissements pour demain ?

- ❑ **Des investissements prioritaires de la politique technologique (Gallois)**
  - ❑ Technologies génériques : numérique, électronique, photonique, nanotechnologies, biotechnologies, matériaux, systèmes...
  - ❑ Santé et technologies du vivant avec la recherche, l'innovation et le développement industriel
  - ❑ Transition énergétique, économies d'énergie, industries vertes et industrie circulaire
- ❑ **Rappel des 4 secteurs prioritaires du Grand Emprunt**
  - ❑ Enseignement supérieur, formation, recherche (19 Mds€)
  - ❑ Industrie et PME (6,5 Mds€)
  - ❑ Développement durable (5 Mds€)
  - ❑ Numérique (4,5 Mds€)
- ❑ **Sans oublier les infrastructures, clés de l'attractivité de notre pays**
  - ❑ Ex le schéma national des infrastructures de transport (SNIT) du 19 octobre 2012
    - ❑ 245 Mds€ d'investissement sur 25 ans dont Etat : 90 Mds€ qd budget annuel 2 Mds€ !
    - ❑ Un budget incompatible avec l'objectif de retour à l'équilibre des finances publiques
  - ❑ Ex des centrales nucléaires amorties sur 30 ans (EDF) avec une durée de vie de 40 ans

# Avec des caractéristiques spécifiques

- Des investissements de productivité et d'innovation**
  - dans les processus de production pour améliorer la compétitivité
  - dans le développement et le renouvellement des infrastructures
- Un horizon d'investissement long, supérieur au cycle conjoncturel**
  - Un passif long pour s'affranchir des contraintes de l'accès à la liquidité, de la volatilité prix
    - Poids important des fonds propres, Faible dépendance aux fluctuations CT du marché
    - Recours limité levier d'endettement, Faible dépendance aux refinancements marché
  - L'investisseur à long terme : une approche différente du temps et du risque
    - Moindre volatilité financière, implication dans gouvernance, meilleure allocation flux
- Le système financier est-il en capacité d'assurer ce type d'investissements au regard des critères nécessaires à ce type de financement ?**
  - De ressources stables dans la durée
  - De solvabilité donc de régulation
  - De prise de risque dans des projets innovants (niveau élevé de volatilité des cash flow)

# Ajuster les capacités et les besoins de financement

## □ Les agents économiques des circuits de financement de l'économie

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Sociétés non financières</b>	13,3	-2,0	-13,0	2,2	0,7	1,8	8,1	-21,8	-12,6	-10,9	-10,5	-12,0	-31,3	-39,0	-37,7	-58,0	-15,8	-17,1	-64,9
<b>Sociétés financières</b>	16,5	21,5	27,5	11,4	14,5	9,1	0,1	6,2	-4,4	-0,4	11,2	11,0	16,7	10,9	4,6	22,9	31,2	27,6	28,7
<b>Administrations publique</b>	-72,3	-63,3	-65,3	-49,4	-41,9	-34,7	-24,7	-21,9	-24,7	-50,7	-65,0	-59,9	-51,0	-42,7	-51,9	-64,6	-142,6	-137,4	-103,9
<b>Ménages</b>	51,3	43,7	56,7	48,8	59,9	55,5	50,6	56,1	60,4	76,5	63,9	65,3	54,6	56,4	61,1	62,7	93,8	89,7	89,8
<b>ISBLSM</b>	1,3	1,3	0,6	0,6	0,7	0,7	0,1	0,1	0,2	0,5	0,6	0,7	0,2	-0,1	-0,3	0,7	0,5	0,0	-0,7
<b>Nation</b>	10,1	1,1	6,4	13,6	33,9	32,4	34,2	18,7	18,9	15,0	0,3	5,1	-10,8	-14,4	-24,1	-36,4	-32,9	-37,1	-51,0

## □ L'épargne des ménages intermédiée à 83% assure la majeure partie du financement de l'économie

- Patrimoine global 2011 : 11 600 Mds€ (dont 2/3 immobilier)
- Epargne financière: 3 660 Mds€ (AV 41%, liquidités 28%, titres 25%, EC 6%)
- Epargne longue (68%) : 2 500 Mds€ (AV 55%, actions/oblig 37% et PEL/PEP 6%)
- Flux annuels 94 Mds€ en 2011 (4,7% PIB) vs 141 Mds en 2007 (7,5% en 2007)
- Cette épargne est orientée vers un nombre restreint de produits liquides au rendement faible mais certain (Epargne réglementée) ou à fiscalité quasi nulle (assurance-vie)
- De fait, l'épargne abondante des ménages se dirige peu vers les entreprises
- A partir de 2005, la France bascule d'une économie de capacité de financement à une économie d'endettement (2,6% PIB en 2011) avec entrée de capitaux étrangers (44% du CAC détenus par non résidents)



# De la collecte aux placements de l'épargne des ménages

	<b>Encours</b>	
	<b>sept-12</b>	<b>%</b>
<b>Numéraires et dépôts</b>	<b>1 265,8</b>	<b>32,8%</b>
<b>Créances CT</b>	<b>1,3</b>	<b>0,0%</b>
<b>Créances LT</b>	<b>64,7</b>	<b>1,7%</b>
<b>Actions et autres participations</b>	<b>988,1</b>	<b>25,6%</b>
actions cotées	145,5	3,8%
actions non cotées et autres	538,4	13,9%
OPCVM	304,2	7,9%
<b>Provisions techniques assurance</b>	<b>1 544,3</b>	<b>40,0%</b>
<i>Total</i>	<b>3 864,2</b>	

## Les banques collectent la majeure partie de l'épargne des ménages

- Numéraires et dépôts : dt épargne réglementée vers CDC (janv 2013 Livrets 622 Mds€)
- Dépôts à terme : principalement > 2 ans, épargne contractuelle (PEL et PEP : 212 Mds€)
- Actions cotées et non cotées, obligations : 2/3, OPCVM : 1/3

## Les sociétés d'assurance captent environ 40% des encours

- Fonds en euro 85% et UC 15% (2011 FFSA)

## Destination finale des placements des ménages en 2000 et 2010 (après mise en transparence des OPCVM et de l'assurance-vie) Bull.BdF n° 184

- Entreprises (SNF) de **43% à 38%** (dont les 2/3 en actions cotées)
- Administrations publiques de **16% à 9%**
- Ménages de **12% à 10%**
- Reste du monde de **28% à 44%**

# Une économie d'endettement plutôt que de fonds propres

- ❑ **En France, le financement intermédié représente 53% encours bruts vs 46% pour les ID**
  - ❑ Avec la distorsion du financement des administrations publiques par appel au marché
- ❑ **Celui des entreprises est intermédié à hauteur de 68%**, moins d'un tiers étant constitué de financement direct avec une situation particulière pour les grandes entreprises
  - ❑ Dette bancaire : 17% Grandes Entreprises, 44% ETI et 64% des PME en moyenne
- ❑ **L'importance du crédit bancaire est le fruit de la faiblesse des autres sources de financement**
  - ❑ L'autofinancement en panne : 81% quand 107% en Allemagne et 135% au UK (2000-2010)
  - ❑ Apport de fonds propres : le capital investissement divisé par 2 entre 2008 et 2011 passant de 12,7 Mds€ à 6,4 Mds€ et ne représente que 6% du total des investissements (9,7 Mds€)
  - ❑ Dette par recours aux marchés de capitaux (financements obligataires)
    - ❑ Le financement de marché est peu accessible aux PME ETI (non coté et taille)
- ❑ **Cette situation d'endettement a des conséquences importante** : elle pénalise la croissance à long terme et l'investissement d'innovation avec des cycles d'endettement/désendettement à CT
  - ❑ L'endettement bancaire est un mode de financement contraignant vs apport de capitaux propres
  - ❑ Garanties (nantissement, hypothèque, caution), clauses (contrôle partiel sur l'activité/décisions d'investissement)
- ❑ Les enjeux d'avenir résident donc dans la recherche de financements alternatifs soit directs par les marchés de capitaux (financement obligataire), soit via des investisseurs institutionnels (fonds de retraite, fonds de pension) ou autres

## Partie II

### 1. L'offre : la réalité du marché français

# AU MIEUX DES ACTEURS DE MOYEN TERME

# Les spécificités des acteurs

- ❑ **Les banques captent la majeure partie de l'épargne des ménages et la transforme avec un ratio moyen crédit/dépôts de 120%**
  - ❑ Des concours limités orientés vers du financement de bas de bilan des entreprises (trésorerie) et des investissements à moyen terme (TRI prévisibles)
  - ❑ Soumis aux risques de crédit, de taux, de change, de liquidité et de marché
  - ❑ La régulation (ratios de liquidité LCR/NSFR et exigence de fonds propres) raréfie les concours
    - ❑ Recul des encours de crédit entre décembre 2012 et mars 2013 (BNP -2,7% sur 1 an dont -4,6% pour les entreprises) Agefi 31 mai 2013

- ❑ **Les sociétés d'assurance jouent en France le rôle d'investisseur long terme**

- ❑ Au plan mondial les fonds de pension représentent en moyenne 78% du PIB
  - ❑ Soit équivalent 1 560 Mds€ France comparable aux encours AV
- ❑ Mais la comparaison s'arrête là : cf placements financiers (TW et FFSA)

	actions	obligations	alternatif
Fonds de pension US	47%	33%	19%
Assureurs français	17%	68%	8%

- ❑ La régulation (Solvency II) impose des ratios de liquidité incompatibles avec l'investissement à long terme, interdisant les actions
- ❑ Les contrats d'assurance-vie peuvent être liquidés à partir de 8 ans vs long terme

# Les spécificités d'acteur de long terme

- ❑ **En supplément d'un régime de base par répartition largement répandu, y compris aux US, les fonds de pension ont l'avantage de massifier des encours**
  - ❑ 5 à 10% à des actifs risqués sur un horizon 20/30 ans ne pose pas de problème au gérant
  - ❑ Les entreprises non cotées, innovantes et les infrastructures entrant dans cette catégorie
  - ❑ Le risque est d'autant plus lissé dans la durée que les flux de versements sont réguliers
  - ❑ Enfin, les techniques d'ALM, notamment dynamiques, améliorent considérablement la maîtrise du risque
- ❑ **En réalité, l'horizon de gestion d'un fonds de pension est encore plus long**
  - ❑ Entre 30 et 40 ans pour la phase de constitution du capital et entre 20 et 30 ans pour la phase de versement des rentes
    - ❑ Soit entre 50 et 70 de gestion voire plus si le fonds accueille de nouveaux cotisants
    - ❑ Quel autre acteur peut prendre un risque de crédit sur 40 ans ?
- ❑ **Gouvernance : il ne s'agit pas d'un contrat mais d'un accord paritaire**
  - ❑ C'est à la gouvernance du fonds que reviennent les décisions d'arbitrage dans la perspective d'une solidarité transgénérationnelle. Elle reste maître des choix d'investissement.
  - ❑ NB : ce sont les fonds de pension qui ont introduit les règles de bonne gouvernance, notamment les critères ISR, et ont financé par exemple les start-up de la Silicon Valley

# De nouveaux acteurs ?

## Les acteurs publics

- ❑ Oséo (entreprise publique créée 2005, réformée 2008) a permis d'obtenir, grâce à des prêt garantis, 31 Mds€ de financements publics et privés pour 84 000 entreprises
- ❑ FSI créée en 2008 a vu sa dotation passer de 6 à 20 Mds€ pour investir directement dans les grandes entreprises et les ETI

### MAIS

- ❑ Rapport Fourcade Juin 2011 : en charge d'évaluer le FSI
  - ❑ des coûts élevés pour des résultats mitigés (vs flexibilité, appréciation du risque, surtout quand il est élevé cf innovation)
- ❑ L'épisode récent des « canards boiteux » renvoie à l'illusion que l'avenir des PME dépend d'une « Gossbank » sous emprise de l'Etat dit «stratège »
  - ❑ sans compter l'influence des collectivités locales aux ambitions plus sociales qu'économiques

# De nouvelles voies ?

## Préconisations du Rapport Berger-Lefebvre

- PEA-PME : pas de détail à ce stade, à l'appréciation du gouvernement
  - Ok si l'affectation suit une stratégie à long terme avec des réévaluations périodiques
- Contrat « Euro Croissance » : cf « contrats eurodiversifiés » existants combinant mieux le risque et la sécurité au profit de l'économie
  - Faire du neuf avec du vieux
- Contrat « Euro croissance » : orienter les contrats AV de plus de 500 K€ d'encours vers « des actifs plus risqués et plus utiles à l'économie »
  - Concerne 1% des ménages les plus aisés !
  - Pourquoi ? Les autres ne le sont pas ... utiles à l'économie ?

## La titrisation et le financement sur le marché obligataire

- 17 avril 2013 : fin d'une consultation de place par le Trésor pour permettre aux assureurs d'offrir des prêts aux entreprises, directs ou via des fonds (cf FCT)
- 15 mai 2013 : réunion du conseil des gouverneurs de la BCE. M.Drahi annonce la volonté de promouvoir le fonctionnement du marché des obligations adossées à des prêts aux entreprises non financières (ABS)
- 24 mai 2013 : Lancement par Nyse EuroNext de EnterNext pour inciter les PME à lever des capitaux
  - Non adoubé AMF, CDC, Amafi; pas analystes, listing sponsors, sociétés cotées au C.A

## Partie II

2. L'offre : du PERP au couteau suisse de l'assurance vie

# UN PRODUIT RETRAITE AVANT UN PRODUIT FISCAL



# L'orientation des flux de l'épargne longue

- ❑ **Dans une économie de marché, l'Etat joue un rôle important pour orienter les flux de financement**
  - ❑ Incitation par la fiscalité
  - ❑ Intervention directe (Grand Emprunt, FSI puis BPI)
  - ❑ Pression sur les acteurs financiers pour orienter à la marge la politique d'allocation de fonds
- ❑ **Des éléments de distorsion**
  - ❑ la crise des financements publics peut pousser l'Etat à vouloir capter une partie de l'épargne publique au profit de la dette nationale
  - ❑ Les intermédiaires financiers peuvent décider directement de l'allocation d'une partie des ressources collectées ou, de manière indirecte, jouent un rôle de prescripteur très puissant
- ❑ **L'outil de la fiscalité est de 2 types**
  - ❑ Soit il renvoie aux dispositifs favorisant l'investissement direct dans les entreprises
    - ❑ Madelin, FCPI, FIP et réduction ISF (TEPA) avec un coût de 50% des 2,2 Mds€ collectés en 2009 et un poids de ¼ dans le renforcement des fonds propres
    - ❑ Fiscalité du patrimoine, remise en question politique donc instable et complexe
  - ❑ Soit il concerne la fiscalité des produits d'épargne qui y sont soumis
    - ❑ Assurance vie et OPCVM en tête
    - ❑ Renchérissement accroît le coût du capital, impacte les décisions d'investissement

# La rationalisation des choix de produits par l'épargnant

## Des choix exogènes à l'allocation des actifs des véhicules d'épargne

### Le contexte

- Dans le contexte professionnel (2<sup>ème</sup> pilier) : opter pour un produit marketé par l'industrie et proposé par l'entreprise, au mieux négocié en cas appel d'offres (Art.83, Perco), ou pour un produit générique classique d'optimisation fiscale relevant du statut (Madelin)
- 3<sup>ème</sup> pilier : la gamme est ouverte mais de fait les choix sont restreints (cf infra)

### De la stratégie de purge de l'avantage fiscal à la protection de ses proches

- Je fais valoir mes droits à déduction de l'impôt, à l'entrée dans le dispositif, et jusqu'au plafond
  - de l'IR (Art. 83, Madelin, PERP, ES) ou de l'IS (ISF-PME, FCPI, FIP)
- Je choisis les produits offrant une exonération fiscale à la sortie
  - Hors prélèvement sociaux : épargne salariale, assurance-vie, PEA, Epargne réglementée
- Je choisis un rendement garanti (en plus d'une exonération à la sortie)
  - Epargne réglementée : Livret A, LDD voire assurance-vie
- Je choisis de transmettre mon épargne hors droits
  - Assurance-vie
- Je choisis le bénéficiaire de mon épargne après mon décès : clause bénéficiaire, réversion

# De vrais produits d'épargne retraite ?

## □ Les vrais produits d'épargne retraite, ceux dont la construction est en adéquation avec l'horizon de placement de la retraite ne relèvent que du 2<sup>ème</sup> pilier (c'est la définition)

- Art. 83, Perco pour les salariés, Madelin pour les TNS
- ERAFP, Prefon pour les fonctionnaires, Corem pour les mutualistes....
- Régimes spéciaux : CNIEG, SNCF, RATP, BdF, Marine, AN & Sénat, CCIP....
- Une faiblesse notoire de collecte malgré des avantages certains (4,9% cotisations des régimes obligatoires en 2010 soit 11,4 Mds€)
- Avec des rendements, des historiques et une gouvernance extrêmement variés par leurs performances

## □ Le seul produit dédié retraite du 3<sup>ème</sup> pilier est le PERP

- Avec des résultats plutôt mitigés
  - 2,15 millions de contrats en 2011 (taux d'équipement 8,90% cible)
  - 7,5 Mds€ provision mathématique vs par exemple 24 Mds€ Madelin
  - Actif cantonné avec une allocation peu en rapport avec l'horizon de placement retraite, d'où un rendement très faible voire négatif (inflation)
  - Frais élevés au niveau de ceux de la clientèle particuliers (vs gestion collective)
- Un produit peu attractif et mal vendu

# Ou un couteau suisse ?

- **Le produit d'épargne longue cumulant le plus d'avantages sans être un produit retraite est, tout le monde le sait, l'assurance-vie**
  - A un point tel qu'il est qualifié officiellement de couteau suisse par le Trésor
- **L'édredon français se substitue implicitement aux fonds de pension étrangers sans en avoir les caractéristiques**
  - Les contrats ne sont pas « tunnelisés » comme les produits d'épargne retraite (ils sont rachetables avec d'ailleurs une durée de vie moyenne d'environ 10 ans)
  - Les incidences sur la gestion sont proportionnelles à cet horizon d'investissement vs temps long des perspectives transgénérationnelles des fonds de pension
  - L'assurance-vie doit gérer des volatilités et des risques croissants vs le lissage du long terme qu'offrent les fonds de pension
  - S'interroger sur ce qu'il advient en cas de choc sur les marchés financiers est pour le moins légitime dans ces conditions (cf régulation)
  - Solvency II s'applique aux assureurs alors que l'UE vient de confirmer que les fonds de pension européens n'y seraient pas soumis.....
  - La gouvernance renvoie à un contrat juridique dans le cadre de l'assurance-vie vs un accord paritaire pour les fonds de pension

# CONCLUSION

Les temps changent avec le « deleveraging »

**PASSER A UNE ECONOMIE DE FONDS  
PROPRES**

# Les temps changent avec le deleveraging

- **Avec le « deleveraging », l'affectation de l'épargne, absente lors des choix de supports, tend à devenir un sujet de préoccupation pour les épargnants**
  - La crise, avec l'émergence des risques corollaires, a renforcé la vigilance toute relative des épargnants (ex dettes Etat UE dans les contrats retraite et AV)
  
- **Sur la forme et le fond, l'engouement s'est renforcé ces dernières années pour l'ISR et l'économie solidaire et associative**
  
- **Les investissements directs sur le marché rencontrent un certain intérêt**
  - Le nombre d'intermédiations entre l'épargnant et son placement final avait augmenté de 50% entre 1997 et 2007 : les actifs financiers circulant de plus en plus par les bilans des institutions financières avant de se concrétiser par un financement de l'économie réelle
  - Sans doute parce que l'objet de financement est identifié comme utile et proche des préoccupations quotidiennes donc légitime et transparent
    - emprunt obligataire sursouscrit de 20 millions de la région Auvergne (TPE-PME innovantes)
    - Avec des moyens modernes : Crédit Foncier (filiale BPCE) a levé 1 Mds€ sur internet en proposant des obligations aux particuliers

# Les temps changent

- Désormais, l'économie du vieillissement est un élément structurant à prendre en compte dans l'équation du financement de la retraite
- Avec un paramètre macroéconomique notoire, celui de la baisse sinon de la stagnation des PIB actuels et à venir
- Et la menace par l'Etat d'user de la répression financière en regard de la dette publique est forte
- Flécher une partie de l'assurance-vie vers des « fonds de pension » ?
  - Qu'auraient à y gagner les assureurs ?
  - Est-ce leur métier voire leur rôle ?
  - Car l'assurance –vie est
    - trop populaire (nombre de contrats et encours) pour prendre un risque électoral
    - trop essentielle pour absorber une partie de la dette de l'Etat (31% de ses encours)
    - trop nécessaire pour la profession en période de vaches maigres

## Passer à une économie de fonds propres

- ❑ Les besoins durant la retraite méritent que chaque épargnant anticipe largement sa situation personnelle grâce à de l'épargne longue
- ❑ Les besoins de financement de l'économie pour combler notre gap de compétitivité ne peuvent être aujourd'hui couverts ni par les acteurs classiques de l'intermédiation (contraints par la régulation et le court termisme) ni par un Etat trop endetté et devenu incapable de stratégies long terme
- ❑ Les produits retraite, quand ils existent, répondent plus à une optimisation fiscale qu'à une réflexion de l'épargnant fondée sur la nature des investissements et la qualité de la gestion
- ❑ Le grand challenger de fonds de pension à la française, l'assurance-vie, cumule pourtant de nombreux défauts révélés par la crise
- ❑ **Pourquoi se priver d'un véhicule de financement long, vraiment long, permettant de faire face à nos besoins sociaux et économiques ?**
  - ❑ Une épargne retraite pour tous, épargne longue utile à l'économie