

L'impact économique de la fiscalité de l'épargne¹

Novembre 2012

Didier Davydoff

Avec le concours de
Laetitia Gabaut
Li Qin

¹ Nous remercions la Fédération Bancaire Française pour son soutien qui a permis la réalisation de cette étude. Nous remercions Jacques de Larosière et les représentants des membres de l'OEE pour leurs conseils avisés.

Sommaire

RESUME	4
INTRODUCTION	5
1. FISCALITE DE L'EPARGNE ET COMPOSITION DES PATRIMOINES.....	6
1.1 La fiscalité de l'épargne s'est fortement alourdie depuis trois ans.....	6
1.2 La multiplicité des régimes dérogatoires reflète une absence de vision.....	7
1.2.1 La sédimentation des régimes dérogatoires	7
1.2.2 Les trois objectifs invoqués pour justifier les régimes dérogatoires	8
1.2.3 L'alignement de la fiscalité de l'épargne et des revenus d'activité	11
1.3 La fiscalité a induit une composition non optimale des patrimoines.....	16
1.3.1 Non optimale pour les épargnants	16
1.3.2 Non optimale pour l'économie.....	18
2. EPARGNE BANCAIRE ET FINANCEMENT DE L'ECONOMIE.....	20
2.1 Les enjeux.....	20
2.2 Les relations entre dépôts et crédits.....	23
2.2.1 Le ralentissement du crédit pèse sur les placements financiers	23
2.2.2 Le ralentissement des placements financiers risque de peser sur le crédit	24
2.2.3 L'efficacité de la politique monétaire	29
3. UTILITE DE L'EPARGNE FINANCIERE POUR L'ECONOMIE	30
1.1 Les enjeux.....	30
1.1.1 Le financement de l'Etat.....	30
1.1.2 A quoi servent les actions et les actionnaires ?.....	32
1.2 Le déséquilibre entre l'offre et la demande d'actions.....	36
CONCLUSION.....	40
ANNEXE 1 : LA NOUVELLE IMPOSITION DE L'EPARGNE	41
ANNEXE 2 : IMPACT BUDGETAIRE DES PRELEVEMENTS NOUVEAUX SUR L'EPARGNE	43
ANNEXE 3 : LES OBJECTIFS DES DEROGATIONS FISCALES	44

Résumé

La fiscalité du patrimoine et des revenus de l'épargne en France est caractérisée par la sédimentation de régimes dérogatoires multiples qui reflètent les priorités de politique économique dominantes lorsqu'elles sont décidées, mais qui ne sont pas supprimées quand les priorités changent. Certaines dérogations répondent à des objectifs de justice sociale, d'autres visent à corriger des biais de comportement des épargnants, d'autres enfin visent à assurer le financement d'objectifs sociaux ou économiques. Mais la fiscalité de l'épargne n'ayant pas d'impact sur les taux d'épargne, chaque nouvelle dérogation diminue l'efficacité des autres, et les objectifs poursuivis ne sont souvent pas atteints. La part des encours d'actifs dérogés varie de 100% pour le logement à 40% pour les titres. La priorité implicite donnée à l'acquisition du logement n'est pourtant pas efficace pour la gestion des variations de revenu dans le cycle de vie, et à l'inverse l'épargne retraite est beaucoup trop faible.

Le projet de loi de finances pour 2013 rompt en apparence avec cet émiettement en revendiquant un alignement de la fiscalité de l'épargne sur celle du travail. Mais en réalité, les dérogations sont maintenues, voire multipliées. L'alourdissement de la fiscalité de l'épargne depuis plus d'une décennie, mais massif depuis 2011, se traduit par des taux d'imposition élevés car portant sur une base étroite. Les taux d'imposition sur l'épargne non dérogée sont élevés car ils ne prennent en compte ni la ponction de l'inflation ni celle de l'ISF sur le patrimoine. Il en résulte des performances nettes de l'épargne désormais négatives, et qui seraient encore pires si l'inflation repartait à la hausse, même modérément.

Une fuite devant les produits d'épargne bancaire dont la performance après impôts deviendrait trop défavorable aurait de lourdes répercussions sur la capacité des banques à prêter aux entreprises. Tant la gestion actif-passif des établissements que les nouveaux ratios de liquidité décidés par le Comité de Bâle, déclencheraient une réduction des crédits. Or, si le crédit aux entreprises a jusqu'à présent varié sous l'influence de facteurs de demande plutôt que d'offre, des tensions commencent à apparaître parmi les PME dans un contexte de baisse des marges et donc de la capacité d'autofinancement. Celles-ci ont d'autant plus besoin de financements externes que leurs marges diminuent.

Dans ce contexte, disposer de fonds propres suffisants permet aux entreprises de résister à des difficultés conjoncturelles, de financer le cycle d'exploitation et d'investir. Or s'agissant des actions, la France est devenue « importatrice » nette de capitaux : l'offre d'actions par les agents domestiques est devenue plus élevée que la demande des investisseurs nationaux. S'agissant des actions non cotées, une fiscalité trop lourde ralentirait encore plus le capital-investissement, et donc d'une part le financement de jeunes entreprises innovantes, d'autre part la transmission d'entreprises dont le fondateur part en retraite. Les chefs d'entreprise français, déjà réticents à « passer le relais » peuvent en outre ralentir la transmission de l'entreprise en raison du poids de l'ISF sur un patrimoine professionnel valorisé et transformé en patrimoine financier.

Compte-tenu de l'importance des dérogations existantes, la meilleure voie pour les résorber serait celle d'un plan pluri-annuel progressif qui éviterait de déstabiliser les financements et les intermédiaires qui sont organisés sur la base de ces incitations fiscales.

Introduction

La fiscalité de l'épargne a fait l'objet de nombreux changements paramétriques depuis 2011 et la loi de finances pour 2013 a introduit un nouveau principe général d'alignement des prélèvements obligatoires sur les revenus de l'épargne sur ceux des revenus d'activité (voir en annexe 1 le détail de ces modifications)². Cependant, de nombreuses dérogations à ce principe général subsistent.

Ces changements interviennent alors que la rémunération de l'épargne, en particulier les taux d'intérêt sont très bas par comparaison avec le passé. Cette étude a pour objet, dans une première partie, de mesurer l'impact de la nouvelle fiscalité de droit commun sur les performances financières de l'épargne, dans les conditions actuelles de sa rémunération, et la part du patrimoine qui échappe au droit commun, selon le type d'actifs détenus. Ces dérogations ont induit une structure du patrimoine des Français, qui ne semble optimale, ni pour les épargnants ni pour l'économie.

Les deux parties suivantes analysent l'impact que pourrait avoir une baisse trop forte des performances après impôts de l'épargne sur le financement de l'économie, à travers le crédit d'une part, les marchés d'autre part.

² Sauf précision spécifique, on utilisera dans la suite de ce rapport le terme de « fiscalité de l'épargne » pour désigner l'ensemble des prélèvements obligatoires sur les revenus de l'épargne et sur le capital, y compris les prélèvements sociaux.

1. Fiscalité de l'épargne et composition des patrimoines

1.1 La fiscalité de l'épargne s'est fortement alourdie depuis trois ans

La nécessité de rétablir l'équilibre des finances publiques entraîne une augmentation des prélèvements obligatoires sur l'épargne et les patrimoines. Cette tendance n'est pas propre à la France. La taxe foncière a été rétablie en Italie. En Espagne, la loi de finances pour 2013 prévoit ainsi que les plus-values financières réalisées à moins d'un an seront désormais intégrées dans l'assiette de l'impôt sur le revenu³, alors que depuis 2006, elles étaient soumises à une taxe forfaitaire, comprise entre 25 et 27% selon le montant des plus-values. En Allemagne, le rétablissement éventuel d'un impôt sur la fortune fait l'objet d'un intense débat public alimenté par l'accroissement de la concentration du patrimoine. Mais l'alourdissement de la fiscalité de l'épargne est particulièrement massif et persistant en France depuis trois ans.

On trouvera en annexe 2 un recensement et une mesure d'impact des 27 changements paramétriques ou de principe qui ont affecté depuis 2011 la fiscalité et les prélèvements sociaux sur l'épargne et le patrimoine, tels que figurant dans le « Rapport sur le prélèvements obligatoires et leur évolution » présenté chaque année par le gouvernement avec le projet de loi de finances pour 2013. Cette source est retenue à ce stade, et devrait être complétée, lorsque les données seront disponibles, par la prise en compte de l'augmentation du plafond du Livret A et du Livret de Développement Durable qui diminue la recette fiscale lorsque les nouveaux placements sur ces produits ont pour origine une réallocation en provenance de produits financiers fiscalisés.

Au total, le montant annuel des prélèvements obligatoires acquittés par les épargnants a augmenté de 16,4 milliards d'euros entre 2010 et 2013 : 2,6 milliards d'euros en 2011, 6,9 en 2012 et à nouveau 6,9 milliards en 2013. Ce sont les revenus de l'épargne qui sont le plus impactés, suivis par les plus-values de cession et la détention d'actifs.

L'alourdissement est 3,5 fois plus important pour l'épargne financière que pour l'épargne immobilière, alors que cette épargne financière ne représente que moins de 40% du total du patrimoine des français.

³ Le taux marginal de l'impôt sur le revenu est normalement de 24% à 45% en Espagne, mais il a été élevé de manière transitoire de 24,75% à 52% fin 2011.

Alourdissement de la fiscalité de l'épargne entre 2010 et 2013 (en milliards d'euros)			
2011	2012	2013	Effet cumulatif
2,6	6,9	6,9	16,4
Revenus du capital	Plus-values	Détention d'actifs	Effet cumulatif
11	3,9	1,5	16,4
Epargne financière	Patrimoine immobilier	Mixte	Effet cumulatif
11,9	3,5	1,0	16,4

La ponction supplémentaire sur l'épargne financière représente chaque année environ 0,35% du patrimoine financier total des ménages français. Or la performance annuelle moyenne de l'épargne financière des français, telle que mesurée par l'indice IODS Patrimonial⁴, a été de 3,14% entre 1995 et le troisième trimestre 2012 en termes nominaux, et de 1,63% après prise en compte de l'inflation. La performance annuelle de l'épargne financière des ménages français sera donc diminuée de 21%.

1.2 La multiplicité des régimes dérogatoires reflète une absence de vision

1.2.1 La sédimentation des régimes dérogatoires

La fiscalité de l'épargne a été alourdie globalement depuis trois ans, et pourtant elle reste caractérisée par la multiplicité de ses régimes dérogatoires, et des taux d'imposition qui varient d'un produit à l'autre ou d'un type d'impôt à l'autre. Cette situation est héritée de l'histoire : jusqu'aux années 80, l'objectif principal était d'encourager la constitution d'une épargne stable et durable, principalement intermédiée par les banques. L'intermédiation de marché a ensuite été privilégiée, mais les dispositifs favorables à l'épargne réglementée ont été maintenus, parfois de manière dégradée (cas des Plans d'Epargne Logement: rémunération trop faible et prime d'Etat maintenant liée à la souscription d'un prêt, prélèvements sociaux applicables).

La marchandisation des circuits de financement a conduit les Pouvoirs Publics à mettre en place des incitations à l'investissement en actions pour soutenir le financement des entreprises françaises, en particulier avec le PEA en 1992. Lorsque la législation et la jurisprudence européennes n'ont plus permis de réserver ces dispositifs uniquement aux entreprises françaises, ces avantages ont été maintenus en étendant à l'ensemble de l'Union Européenne (en 2002) puis de l'Espace Economique Européen (en 2004) le champ des titres éligibles. Le dispositif du PEA a ainsi été préservé mais sans le faire évoluer et son attrait s'est affaibli. Le plafond du PEA n'a plus été augmenté depuis 2003, ce qui représente une baisse de 15% en termes réels après inflation.

Parallèlement, l'assurance-vie a bénéficié d'incitations fortes, qui ont permis d'assurer un financement national de la dette publique. La dette publique est aujourd'hui majoritairement

⁴ L'indice IODS Patrimonial mesure la performance d'un portefeuille d'actifs financiers ayant la même structure que le patrimoine financier des ménages français. Il prend en compte les plus-values latentes sur le portefeuille et les revenus (dividendes et intérêts). Pour plus d'information, consulter le site de IODS : www.iods-data.eu

détenue par des non-résidents mais remettre en cause le régime dérogatoire de l'assurance-vie pourrait menacer les compagnies les plus exposées à une décollecte massive.

Comme l'a montré une étude de l'OCDE sur les incitations fiscales en faveur de l'épargne-retraite individuelle aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, les incitations fiscales influencent la répartition des placements des ménages, et non pas leur niveau⁵. Les incitations peuvent même diminuer l'épargne car elles réduisent le montant à épargner pour atteindre un niveau cible donné de patrimoine. De ce fait, lorsqu'elles sont nombreuses comme c'est le cas en France, elles s'annulent les unes les autres et les objectifs poursuivis ne sont pas atteints. Le principe affiché en 2012 d'alignement de la fiscalité de l'épargne sur celle des revenus d'activité n'a pas, à ce stade, apporté de réelle simplification, comme on le verra ci-dessous.

1.2.2 Les trois objectifs invoqués pour justifier les régimes dérogatoires

On peut classer en trois catégories les justifications invoquées pour mettre en place ou maintenir des dérogations au régime de droit commun, selon l'objectif poursuivi:

- Un objectif de justice sociale : la société peut considérer que des catégories de la population, privilégiées ou au contraire défavorisées, bénéficient des revenus ou de la détention de certains actifs. La fiscalité dérogatoire vise alors à corriger ce privilège ou ce handicap. Le Livret d'Epargne Populaire (LEP), dont les intérêts ne sont pas imposables, est par exemple réservé aux ménages à faible revenu.
- Un objectif de correction des biais cognitifs ou de comportement des épargnants peut justifier d'orienter leurs placements dans leur intérêt propre. Par exemple, la plupart des pays ont mis en place des incitations fiscales plus ou moins efficaces pour inciter à la constitution d'une épargne retraite individuelle (Plans Riester en Allemagne, PERP en France, Piani Individuale Pensionistico en Italie, Personal Pension au Royaume-Uni...) afin de corriger l'insuffisante prise en compte par les ménages de la baisse de leur niveau de vie futur.
- Un objectif social ou économique : on peut considérer que certains types d'investissement ont une utilité sociale ou économique justifiant de les subventionner si le marché est déficient. Par exemple, l'apport de fonds propres aux entreprises non cotées fait l'objet d'incitations spécifiques car ces entreprises ne peuvent attirer les capitaux mobilisés par la Bourse.

Certains dispositifs peuvent être justifiés par des arguments relevant de plusieurs de ces logiques : par exemple, l'exonération fiscale des intérêts du Livret A peut être justifiée comme une aide aux ménages modestes qui n'ont souvent que cette forme d'épargne pour faire face aux accidents de la vie ; le Livret A peut aussi être considéré comme une forme d'épargne sécurisée à encourager à ce titre ; il est enfin généralement soutenu pour l'utilité collective du logement social qu'il contribue à financer.

⁵ Orazio P. Attanasio, James Banks et Matthew Wakefield, *L'efficacité des avantages fiscaux pour accroître l'épargne (retraite) : éléments théoriques et empiriques*, Revue économique de l'OCDE n°39, 2004/2, 2005

Le tableau de l'annexe 3 recense les dispositifs dérogatoires, classés selon cette typologie d'objectifs. Les objectifs affichés ne sont pas tous atteints. En particulier, la multiplicité des objectifs nuit souvent à leur efficacité. Par exemple:

- Les FCPI ont pour objet de contribuer au financement des entreprises innovantes. Le législateur a donc prévu que les fonds collectés doivent être investis dans un délai maximum de 18 mois dans des entreprises innovantes satisfaisant des critères précisément définis. Mais la brièveté de ce délai a, selon des gestionnaires, nui à la qualité des investissements, ce qui explique en partie les performances négatives de la majorité de ces fonds. Or les FCPI avaient aussi été conçus comme des produits intéressants pour des épargnants qui auraient dû y trouver une rémunération avantageuse tout en limitant les risques par la diversification. Cet objectif a été manqué, ce qui en retour a rapidement découragé les investisseurs et donc limité les capitaux mobilisés en faveur de l'innovation.
- Le relèvement du plafond du Livret A a pour objectif d'augmenter les capitaux disponibles pour le financement du logement social, de la politique de la ville et de l'économie sociale. Mais les épargnants susceptibles de bénéficier de cette augmentation de l'enveloppe défiscalisée sont naturellement en moyenne les ménages les plus aisés, ce qui contredit l'objectif de soutien de l'épargne « populaire » des ménages à faible patrimoine (voir l'encadré ci-dessous)

La multiplicité d'objectifs est en contradiction avec la règle de cohérence de Tinbergen, selon laquelle le nombre d'instruments de politique économique doit être au plus égal au nombre d'objectifs⁶. Appliquant cette règle à la politique de l'épargne, Olivier Garnier et David Thesmar soutiennent que « l'objectif premier de la politique de l'épargne doit être de favoriser l'optimisation du bien-être des ménages dans une optique de cycle de vie ; cet objectif prime sur celui du financement de l'économie nationale »⁷. Une telle orientation relèverait de la seconde catégorie d'objectifs : corriger un biais de comportement des ménages qui les écarte des prescriptions normatives du modèle du cycle de vie.

⁶ Jan Tinbergen, *On the Theory of Economic Policy*, North Holland Publishing Cy, 1952

⁷ Rapport du Conseil d'Analyse Economique : « Epargner à long terme et maîtriser les risques financiers, Réflexions sur l'épargne financière des ménages français. », Mai 2009

L'augmentation du plafond du Livret A : plus de financements pour le logement social, moins d'équité.

Les données de l'enquête patrimoine de 2009-2010 permettent d'établir le profil des détenteurs de Livret A dont le montant accumulé est égal ou supérieur au plafond de 15.300 euros.

Les épargnants concernés ont en moyenne un taux d'équipement dans les différents types d'actifs supérieur au reste de la population : 60% d'entre eux ont un contrat d'assurance vie ou décès, contre 41% de l'ensemble des ménages; ils sont aussi proportionnellement deux fois plus nombreux à détenir des valeurs mobilières (45% contre 19%). L'écart de détention de patrimoine immobilier est également important. 84% ont un patrimoine immobilier, contre 62% dans l'ensemble de la population.

Taux de détention d'actifs patrimoniaux en %

	Ensemble des ménages	Ménages ayant au moins un livret A au plafond
Epargne-logement	31.2	50.5
Valeurs mobilières	19.3	44.9
Assurance-vie ou décès volontaires	41.8	60.2
Epargne retraite (hors PERP)	9.1	17.6
Plan d'épargne retraite populaire (PERP)	4.0	3.9
Plan d'épargne populaire (PEP)	4.4	9.2
Ensemble assurance-vie, épargne retraite	48.3	66.9
Epargne salariale	15.1	15.8
Ensemble autres produits financiers¹	4.0	11.6
Résidence principale²	58.0	79.0
Autres logements	18.7	39.6
ENSEMBLE PATRIMOINE IMMOBILIER	61.9	83.8

1. Bon d'épargne, de caisse ou du Trésor, Compte à terme, compte-courant d'associés, Livret d'épargne entreprise)

2. Il s'agit de la part de ménages propriétaires de leur résidence principale, accédant à la propriété ou usufruitiers.

Lecture : en 2010, 31,2% des ménages vivant en France métropolitaine détenaient au moins un produit d'épargne logement

Champ : France métropolitaine

Source : Insee, enquête Patrimoine de 2009-2010, calculs OEE

Plus nombreux à détenir de l'assurance vie, des valeurs mobilières et de l'immobilier, les ménages au plafond du Livret A détiennent aussi une valeur moyenne de ces actifs plus élevée.

Montant moyen des actifs détenus (en euros)

	Ensemble des ménages détenteurs	Ménages détenteurs ayant au moins un livret A au plafond
Assurance-vie	54 000	114 000
Valeurs mobilières	52 400	92 000
Patrimoine immobilier	276 000	360 500

Champ : France métropolitaine

Source : Insee, enquête Patrimoine de 2009-2010, calculs OEE

Globalement, les ménages concernés ont un niveau moyen de revenu et de patrimoine sensiblement plus élevé que l'ensemble de la population.

	Ensemble des ménages	Ménages ayant au moins un livret A au plafond
Patrimoine brut	261 000	591 300
Patrimoine financier	51 700	196 300
Revenu annuel disponible	33 400	50 000

Champ : France métropolitaine

Source : Insee, enquête Patrimoine de 2009-2010, calculs OEE

1.2.3 L'alignement de la fiscalité de l'épargne et des revenus d'activité

Le principe affiché dans le projet de loi de finances pour 2013 est celui d'un alignement de la fiscalité de l'épargne sur celle des revenus d'activité. Cette orientation manifeste une confiance dans l'efficacité du marché, dont les déficiences n'auraient plus à être corrigées. Le marché est complet : les épargnants et les agents ayant des besoins de financement trouveront tous les produits correspondant à leurs besoins. Aucun biais n'écartera les agents des choix rationnels à effectuer sur ce marché. Et donc, il faut faire prévaloir le principe républicain d'une proportionnalité de l'impôt à la capacité contributive de chacun quelle que soit l'origine de ses revenus.

Certains contestent ce principe car ils considèrent que les revenus d'activités ont déjà été taxés et que l'usage de cette ressource, en consommation immédiate ou future, est un choix individuel. Nous nous placerons néanmoins ici dans le cadre du choix revendiqué par le législateur, pour montrer que les décisions prises s'en éloignent pour deux raisons : en principe, le prélèvement de l'inflation et de l'impôt sur le capital aurait dû être pris en compte et en réalité les régimes dérogatoires sont multipliés.

1.2.3.1 Le principe

L'objectif affiché de la loi de finances pour 2013 est d'aligner la fiscalité de l'épargne sur celle des revenus d'activité, en soumettant, dans le cas général, les revenus de l'épargne au barème progressif de l'impôt sur le revenu.

Cependant la loi fiscale ne prend pas en compte le prélèvement de l'inflation sur le capital, qui vient en grever la rémunération. L'inflation a pour effet de diminuer la valeur réelle des actifs détenus. Même en cas d'inflation faible, la distorsion est significative. L'alignement de la fiscalité des revenus de l'épargne sur celle des revenus d'activité ne prend pas en compte non plus la ponction supplémentaire de l'impôt sur la fortune, pour les patrimoines supérieurs à 1,310 millions d'euros.

La rémunération après impôts des produits d'épargne bancaire

En septembre 2012, les taux d'intérêt moyens servis sur les livrets fiscalisés couvraient tout juste l'inflation (1,9% sur un an). Pour les contribuables optant pour le prélèvement forfaitaire libératoire, les prélèvements sur les revenus de 2012 sont de 39,5% (24% d'impôt et 15,5% de prélèvements sociaux depuis le 1^{er} juillet 2012). En définitive, la rémunération réelle après impôts de ces livrets est négative de 0,75%. Sur les dépôts à terme, elle est négative aussi, de 0,49% sur les dépôts à deux ans ou moins, et de 0,03% sur ceux à plus de deux ans.

A partir de 2013, les épargnants recevant plus de 2.000 euros d'intérêts seront imposés au barème progressif de l'impôt sur le revenu, avec un taux de déductibilité de la CSG ramené à 5,1%. La rémunération de leur épargne sera alors négative sur les dépôts à terme (- 0,93% sur les dépôts à deux ans ou moins et - 0,61% sur ceux à plus de deux ans) et sur les Livrets fiscalisés (- 1,11%) pour les ménages au taux marginal de 45%.

Il est possible qu'en réalité la performance obtenue dans ce cas de figure soit un peu meilleure car les investisseurs qui ont des montants importants à placer peuvent négocier la rémunération de leurs placements. Mais en sens inverse, il arrive que les distributeurs de livrets proposent une rémunération plus élevée jusqu'à un plafond, et diminue le taux au-dessus de ce plafond.

Rémunération de l'épargne bancaire (taux en % - septembre 2012)			
	Dépôts à terme ≤ 2 ans	Livrets fiscalisés	Dépôts à terme > 2 ans (hors PEL)
Taux moyen de rémunération des encours de dépôts auprès des institutions financières monétaires	2,33	1,90	3,09
Inflation (sept. 2012/sept.2011)		1,90	
Prélèvement fiscal (options PFL: 39,5%)	0,92	0,75	1,22
Rémunération réelle après prélèvements	-0,49	-0,75	-0,03
Prélèvement fiscal (Taux marginal 30%)	1,02	0,84	1,36
Rémunération après prélèvements	-0,59	-0,84	-0,17
Prélèvement fiscal (Taux marginal 41%)	1,27	1,03	1,68
Rémunération après prélèvements	-0,84	-1,03	-0,49
Prélèvement fiscal (Taux marginal 45%)	1,36	1,11	1,80
Rémunération réelle après prélèvements	-0,93	-1,11	-0,61

Source: Banque de France, calculs OEE-IODS

Le rendement après impôts des plus-values de cession

Les plus-values de cession réalisées par les ménages ne font pas l'objet de statistiques en comptabilité nationale, et elles sont très irrégulières, ce qui rendrait peu significatif un calcul sur un an. Nous avons donc simulé la plus-value totale qu'aurait réalisée un ménage sur une période assez longue, en liquidant en septembre 2012 un portefeuille d'actifs financiers constitué en 1995 et qui aurait évolué sur cette période comme les flux nets d'acquisitions d'actifs financiers des ménages pris dans leur ensemble. Ces informations sur l'encours et les flux des actifs des ménages sont disponibles dans les statistiques de comptabilité nationale et elles permettent d'isoler l'effet marché comme facteur contributif des variations du patrimoine financier des ménages. La performance annualisée de cet effet marché est de 1,09 %. Elle est donc inférieure à l'inflation moyenne sur la même période (1,59%). Et pourtant, elle est imposée, au taux du prélèvement forfaitaire de 39,5% depuis janvier 2012, au barème progressif de l'impôt sur le revenu à partir de 2013. Pour un ménage imposé au taux de 45%, le revenu réel issu des plus-values sera par exemple négatif de 0,5% par an avant impôt, et de 1,13% après impôt.

Performance annualisée des plus-values des ménages (en %)	
Plus-values moyennes (sept.2012/ déc.1995)	1,09
Inflation moyenne (sept. 2012/déc. 1995)	1,59
Prélèvement fiscal (options PFL: 39,5%)	0,43
Rémunération réelle après prélèvements	-0,93
Prélèvement fiscal (Taux marginal 30%)	0,48
Rémunération après prélèvements	-0,98
Prélèvement fiscal (Taux marginal 41%)	0,59
Rémunération après prélèvements	-1,09
Prélèvement fiscal (Taux marginal 45%)	0,63
Rémunération réelle après prélèvements	-1,13

L'impact des variations de l'inflation

Si l'inflation repartait à la hausse, le prélèvement augmenterait proportionnellement et le législateur se trouverait alors contraint de modifier à nouveau les régimes d'imposition. Or la stabilité et la prévisibilité des prélèvements sont nécessaires aux prises de décision rationnelles des épargnants, qui peuvent parfois les engager sur plusieurs années. Il serait donc préférable de prendre en compte d'emblée l'impact de l'inflation.

Même une augmentation modérée de l'inflation aurait des effets importants. Si dans l'avenir, l'inflation remontait, par exemple à 4%, avec une rémunération des livrets continuant de seulement couvrir cette inflation, la rémunération réelle de cette épargne serait négative de 2,3% pour les contribuables de la tranche marginale à 45%, soit une perte d'un tiers du capital en douze ans.

La ponction supplémentaire de l'impôt sur la fortune

Il faut encore retirer des revenus issus des revenus du capital et des plus-values de cession, le montant de l'impôt sur la fortune pour les patrimoines supérieurs à 1,310 millions d'euros. Le barème applicable sur les tranches de patrimoine supérieures à 800 000 euros s'échelonne de 0,5% à 1,5%.

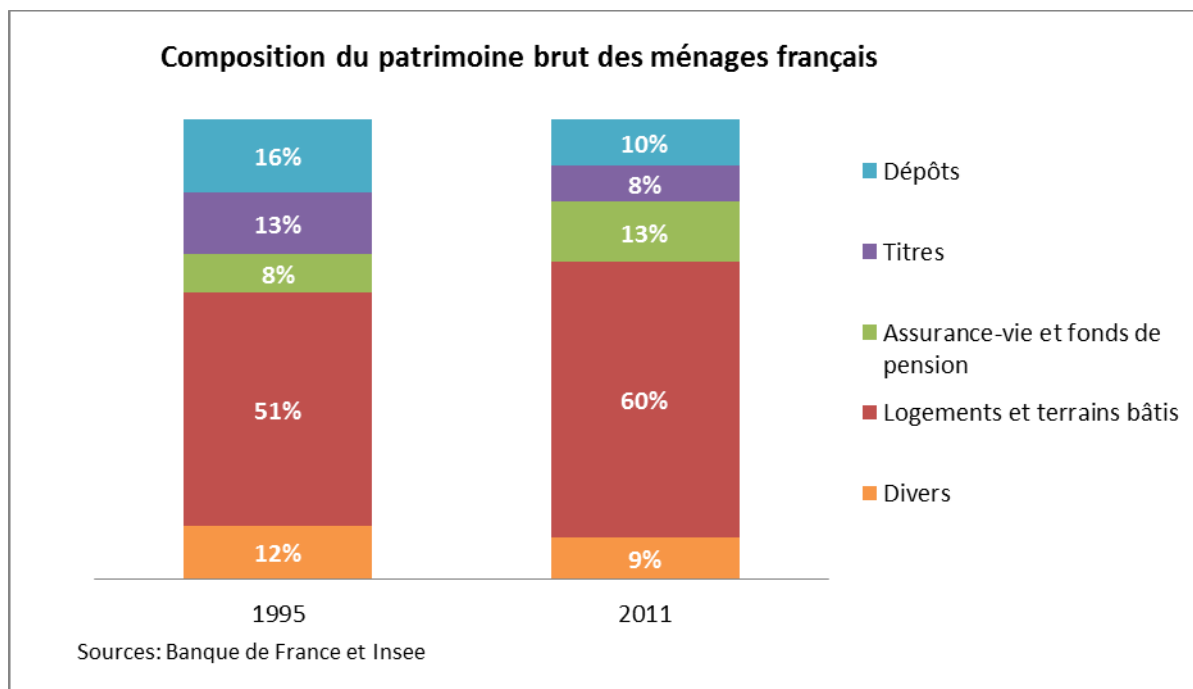
Pour les ménages ayant les patrimoines et les revenus les plus élevés, la performance annuelle moyenne des plus-values de cession peut ainsi être estimée à -2,6% environ.

Au total, la fiscalité de droit commun des revenus de l'épargne et du capital va donc au-delà d'une simple neutralité avec les revenus d'activité. Elle aura un impact redistributif. Ce mouvement compensera en partie l'accroissement des inégalités générées par les revenus du capital dans la dernière décennie. Lorsque le point d'équilibre jugé adéquat par le législateur sera atteint, le cadre fiscal devra nécessairement être à nouveau modifié. Mais en l'attente, le contournement de la

fiscalité de droit commun en recourant aux régimes dérogatoires devient encore plus avantageux. Or ces dérogations restent majoritaires.

1.2.3.2 La réalité

Le montant total du patrimoine brut des ménages français s'élevait à 11.372 milliards d'euros à fin 2011. Le logement en est la composante prépondérante, devant l'assurance vie, les dépôts (comptes à vue, comptes à terme, livrets) et les titres (y compris les fonds d'investissement). Par comparaison avec 1995, le poids relatif de l'immobilier et celui de l'assurance-vie ont augmenté au détriment des dépôts et surtout des titres.



Il se trouve que le poids relatif de chaque classe d'actif est d'autant plus important dans le patrimoine des ménages que la part de la fiscalité dérogée est élevée. Tous les ménages propriétaires de leur logement bénéficient d'une fiscalité très faible par rapport au patrimoine financier en raison de sa nature spécifique. La majeure partie (85%) de l'assurance vie bénéficie de prélèvements obligatoires allégés. Une partie plus faible (73%) des dépôts est totalement exonérée. Une partie, plus faible encore (40%), des placements en titres bénéficie de prélèvements allégés.

Part du patrimoine faisant l'objet d'une fiscalité dérogatoire à fin juin 2012	
Résidence principale	100%
Assurance vie (contrats conservés 4 ans ou plus)	85%
Dépôts (Livret A, de développement durable, Livret Jeune, LEP, CEL, PEL, PEP, intérêts inférieurs à 2 000 euros)	73%
Placements en titres ⁸ (PEA, intérêts inférieurs à 2 000 euros, FCPE)	40%

Sources : Comptes financiers, enquête patrimoine INSEE, calculs OEE-IODS

⁸ Actions cotées, obligations, titres d'OPCVM

Le logement

Le logement est un actif de nature et de fiscalité spécifique, lorsqu'il est « consommé » par son propriétaire (soit en patrimoine de 3 400 milliards d'euros environ à fin 2011). Le montant total de la taxe foncière payée par les ménages a été de 20 milliards d'euros en 2009⁹.

L'assurance-vie

Tous les contrats bénéficient de taux d'imposition réduits, à condition d'être conservés au moins quatre ans. Après 8 ans de détention, les intérêts dépassant 4.600 euros pour une personne seule et 9.200 euros pour un couple acquis dans le cadre d'un contrat d'assurance vie sont imposables au choix du contribuable, par intégration dans les revenus imposables ou au taux forfaitaire réduit de 7,5%. En cas de rachat entre quatre et huit ans, le taux forfaitaire réduit est de 15%.

Par ailleurs, en cas de décès les proches sont exonérés de droits de succession et les autres bénéficiaires sont imposés au-delà d'un abattement de 152 000 euros pour une fraction réduite de la part nette taxable de chaque bénéficiaire (20% ou 25% selon le montant).

Selon l'exploitation de la « base de données vie » de la FFSA, environ 15% des prestations d'assurance vie se font avant quatre ans de détention du contrat¹². La part des capitaux faisant l'objet d'une fiscalité dérogatoire peut donc être estimés à 85%.

Les dépôts

Les intérêts reçus par les ménages seront désormais en principe imposés au barème progressif de l'impôt sur le revenu. Cependant, les deux exceptions à ce principe représentent 73% des dépôts:

- Les exonérations d'impôt sur les produits d'épargne réglementés sont, à ce stade préservées. L'encours de ces produits représente 68% de l'ensemble des dépôts. Ce chiffre devrait augmenter à la suite de l'augmentation du plafond des Livrets A et de Développement Durable. Toutefois le degré d'exonération varie d'un produit à l'autre: l'exonération est complète pour le Livret A, le Livret de Développement Durable et le Livret d'Epargne Populaire, alors que les contributions sociales s'appliquent au Plan d'Epargne Logement. Ne sont concernés par l'alignement complet sur la fiscalité des revenus d'activité que les comptes à terme et les livrets fiscalisés.
- Les ménages recevant sur l'année moins de 2.000 euros d'intérêts pourront continuer à opter pour le prélèvement forfaitaire libératoire. Notre exploitation des informations de l'enquête patrimoine de l'INSEE montre que les actifs concernés (c'est-à-dire détenus par des ménages qui reçoivent moins de 2.000 euros d'intérêts sur les produits fiscalisés et qui ont avantage à opter pour le prélèvement forfaitaire car ils sont dans les tranches d'imposition marginale à 30%, 41%, 45% ou 75%) représentent 5,2 % du total des dépôts.

⁹ Source : Conseil des prélèvements Obligatoires, « Prélèvements obligatoires sur les ménages : progressivité et effets redistributifs », mai 2011

¹² Source : Charles Darmon, Modélisation des prestations d'assurance vie, évaluation de la tendance de long terme, Publication de la FFSA, janvier 2007

Les titres (actions cotées, obligations, fonds d'investissement).

La loi de finances pour 2013 prévoit d'imposer les dividendes et les plus-values réalisées au barème progressif de l'impôt sur le revenu. Trois dérogations subsistent néanmoins : Le Plan d'Epargne en Actions ; la détention d'obligations par des ménages dans les tranches d'imposition les plus élevées et recevant au total (épargne bancaire + obligations) moins de 2.000 euros d'intérêts ; et enfin la détention de parts de FCPE dans le cadre de l'épargne salariale.

- La détention d'actions et de titres d'OPCVM actions sur un Plan d'Epargne en Actions reste avantageuse. Mais le plafond de ce dispositif (132 000 euros) n'a pas évolué depuis 2003 et son taux de pénétration dans la population est en baisse. Selon l'enquête Patrimoine de 2009-2010, 3,2 millions de ménages, soit 11,8% de la population en étaient détenteurs (contre 15,2% dans l'enquête de 2003-2004). Le montant de ces avoirs a cependant progressé, à 91,7 milliards d'euros (contre 83,6 milliards en 2003-2004) selon les statistiques de la Banque de France¹³, soit 19% du montant total des titres détenus par les ménages français.
- Les détenteurs d'obligations recevant moins de 2 000 euros d'intérêts (y compris les intérêts sur leur épargne bancaire) pourront par ailleurs continuer à opter pour le prélèvement forfaitaire libératoire. Mais la détention directe d'obligations par les ménages est faible en France (56,9 milliards d'euros à fin juin 2012). L'enquête patrimoine de l'INSEE permet d'estimer à 8,3 milliards (soit 1,8% du total des titres détenus par l'ensemble des ménages) la part détenue par les ménages recevant moins de 2000 euros d'intérêts et qui se situent dans les tranches les plus élevées du barème de l'impôt sur le revenu.
- Les détenteurs de parts de FCPE dans le cadre d'un plan d'épargne salariale bénéficient d'une exonération d'impôt sur les plus-values après 5 ans de détention (ou plus tôt dans les cas de déblocage autorisés tels qu'un mariage, une naissance etc.). L'encours des FCPE, 89 milliards d'euros à fin juin 2012, représente 19% de l'encours total des titres détenus par les ménages.

Au total, la part des titres financiers (hors actions non cotées) faisant l'objet d'une fiscalité dérogatoire peut donc être estimée à 40 %.

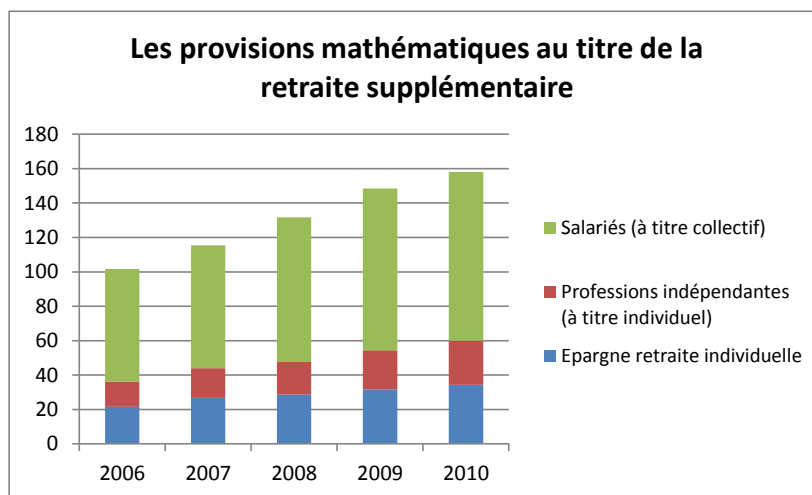
1.3 La fiscalité a induit une composition non optimale des patrimoines

1.3.1 Non optimale pour les épargnants

L'une des caractéristiques de la composition du patrimoine des ménages français est la part très faible représentée par les produits spécifiquement destinés à compléter le niveau de revenus à partir de l'âge de la retraite.

¹³Luc ARRONDEL, Frédérique SAVIGNAC, Adeline BACHELLERIE, Omar BIROUK et Hélène CHAPUT « Les comportements patrimoniaux des ménages en France : évolutions et déterminants entre 2004 et 2010 », Bulletin de la Banque de France n°185, 3^{ème} trimestre 2011.

Le montant des provisions mathématiques pour les régimes de retraite supplémentaires s'élevait à 158 milliards d'euros fin 2010, soit 1,4 % du patrimoine des ménages. Les fonds de pension à cotisations définies continuent de progresser, en France comme dans le reste de l'Europe, mais ils ne bénéficient qu'à une minorité de la population. Les contrats à cotisations définies du type « article 83 » ont bénéficié de la faculté désormais offerte aux salariés par la loi sur les retraites de 2010 d'effectuer des versements facultatifs individuels. Par ailleurs, les entreprises qui ont en place un contrat à prestations définies du type « article 39 » doivent désormais lancer un PERCO ouvert à tous les salariés. Mais les dispositifs du type « article 39 », financés exclusivement par les cotisations des employeurs, sont entravés par la taxation des pensions qui a été instaurée depuis 2011.



Source : DREES

Les produits d'épargne retraite individuelle ne représentaient que 35 milliards d'euros à fin 2010, la plus grande partie (20 milliards) étant imputable aux produits destinés aux fonctionnaires ou aux élus locaux (PREFON, COREM, CRH, FONPEL, CAREL-MUDEL). Le produit destiné à l'ensemble de la population, le PERP, plafonne à 2 millions de souscripteurs et moins de 7 milliards d'euros d'encours.

Les produits destinés aux salariés à titre collectif ont connu une progression plus forte, mais le PERCO, qui est le produit « généraliste » accessible à toutes les entreprises ne représentait encore que 6 milliards d'encours à fin juin 2012, même s'il couvre désormais 1,2 millions de salariés dans 155 000 entreprises.

On ne reprendra pas ici la problématique, largement documentée, d'une épargne retraite venant compléter les régimes par répartition qui subissent de fortes tensions liées à l'évolution de la démographie. On se limitera à présenter quelques remarques sur les incitations mises en place.

Le faible développement du PERP peut être comparé avec le développement du produit ayant la même finalité en Allemagne, un pays dont les retraites sont comme en France d'abord financées en répartition : le contrat RIESTER a attiré plus de 15 millions de souscripteurs. Les différences avec le PERP, qui ont pu expliquer son succès sont les suivantes :

- Alors qu'en France, les cotisations sont déduites de l'assiette de l'impôt sur le revenu, en Allemagne l'Etat verse une subvention qui vient abonder chaque année

les cotisations du souscripteur. Le « Personal Pension » britannique fonctionne selon le même principe.

- Tous les types d'intermédiaires peuvent contribuer au développement du produit : il existe des Riester assurance, des Riester d'épargne bancaire, des Riester investis en fonds d'investissement.

Ces deux caractéristiques expliquent que l'offre des intermédiaires ait été plus dynamique et plus convaincante pour leurs clients. On se gardera cependant de transposer sans précaution le dispositif allemand en France : il est en effet apparu que les intermédiaires prélevaient sous forme de commissions des montants qui réduisaient en grande partie l'impact de l'abondement public. Les paramètres de calcul des rentes servies sont peu avantageux pour les clients. L'ajustement d'un dispositif équilibré devrait être calibré pour que les deux parties (l'intermédiaire et son client) y trouvent avantage.

1.3.2 Non optimale pour l'économie

Une étude de la Banque de France quantifie la destination finale de l'épargne des ménages français entre les différents secteurs bénéficiaires¹⁹. A cette fin, les investissements en OPCVM, en assurance vie, puis sur l'ensemble des placements sont « mis en transparence ».

Il ressort de ces travaux que l'épargne des ménages français finance les non-résidents dans des proportions qui ont crû jusqu'en 2009 : l'actif des OPCVM détenus par des ménages était alors investi à hauteur de 43% sur des secteurs non-résidents, de 23,7% sur des sociétés non financières et de 11,4% sur des institutions financières. La proportion investie à l'étranger à travers les contrats d'assurance vie était plus élevée encore, de 63,3% en 2009 contre 9,2% seulement sur des sociétés non financières françaises.

Actuellement, tous types de placements confondus (y compris les dépôts), les avoirs directs et indirects des ménages sur le reste du monde peuvent être estimés par la Banque de France à 25 % environ du total de leurs placements financiers..

Cette évolution reflète l'intégration croissante des circuits de financement à l'échelle mondiale. Elle trouve sa contrepartie dans la contribution croissante des non-résidents au financement de l'économie française.

Le manque d'épargne investie en France ne risque-t-il pas de peser sur l'investissement ? Analysant cette question dans une annexe au rapport du CAE déjà cité, Jérôme Glachant montre que « l'énigme de Feldstein-Horioka » d'une corrélation entre les niveaux d'épargne et d'investissement tend à disparaître avec la mobilité croissante des capitaux dans les pays développés, en particulier au sein de la zone euro. L'insuffisance d'épargne nationale ne renchérit donc pas les investissements de ces entreprises. Le « biais domestique » du financement des entreprises françaises était d'ailleurs, lors de la rédaction du rapport, dans la moyenne européenne.

¹⁹ Adeline Bachellerie, Omar Birouk, Christian Pfister, *La destination finale des placements financiers des ménages français*, Bulletin n°184 de la Banque de France, 2^{ème} trimestre 2011

Mais ce qui est vrai globalement ne l'est pas nécessairement sur chaque circuit de financement. Par exemple, une étude récente de l'Association Française de la Gestion (AFG) montre que les gestions d'actifs en France (OPCVM et mandats de gestion) ont contribué de manière très significative à l'élargissement du marché obligataire aux ETI/PME²⁰. De même, les OPCVM actions jouent un rôle important dans le financement en fonds propres de certains secteurs de l'économie, comme les technologies de l'information, l'industrie et les biens de consommation cycliques²¹.

La question posée dans la suite de ce rapport est dès lors de savoir dans quelle mesure des facteurs nouveaux pourraient dans l'avenir conduire à un rationnement de certains types de financement :

- Une fiscalité trop lourde sur l'épargne bancaire non « fléchée » vers des emplois répondant à des objectifs sociaux risque-t-elle de limiter la capacité de prêt des banques, en particulier les prêts à long terme aux entreprises ?
- Une fiscalité trop lourde sur l'investissement en titres ne risque-t-il pas d'éliminer des projets d'investissement rentables de sociétés non cotées et comment s'établit au total la « balance extérieure » de la France sur le marché des actions ?

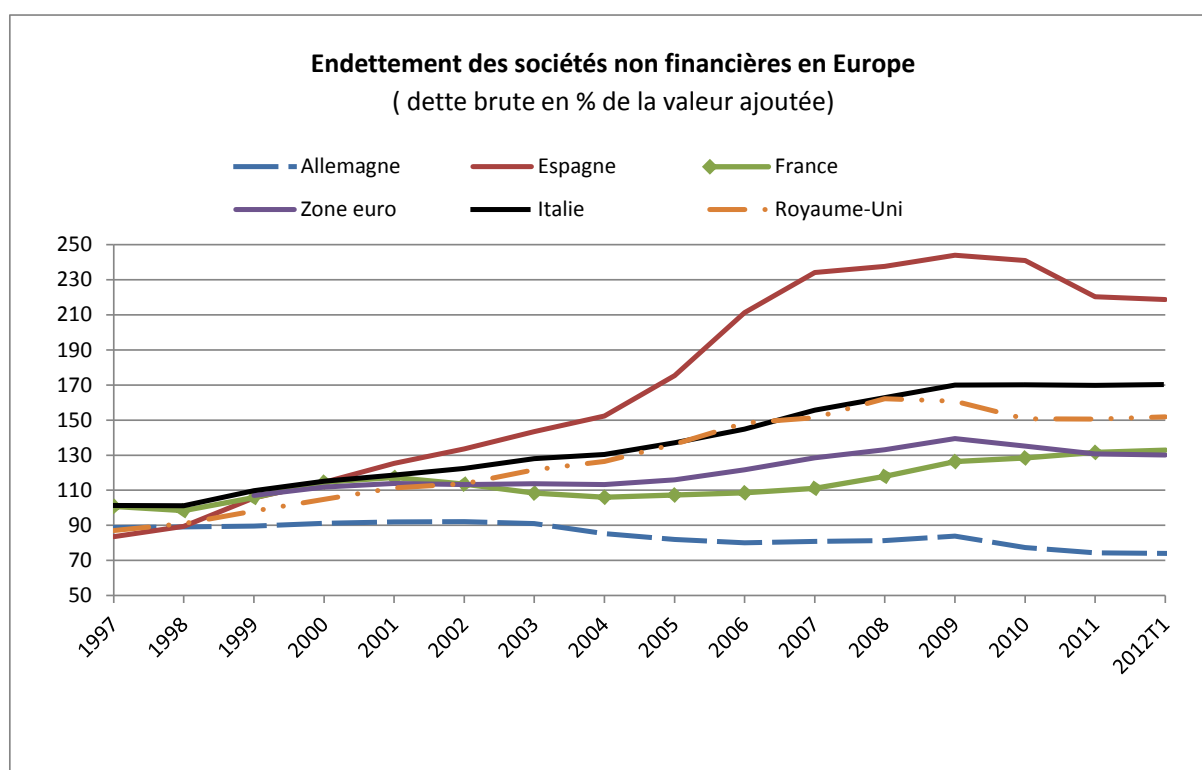
²⁰ Carlos Pardo, Thomas Valli, *Contribution des gestions au financement de l'économie française : L'investissement en titres de créances*, Cahiers de la gestion 3, juin 2012

²¹ Carlos Pardo, Thomas Valli, *Contribution des OPCVM aux fonds propres des entreprises : Investissement en actions cotées par les OPCVM actions*, Cahiers de la gestion 1, avril 2011

2. Epargne bancaire et financement de l'économie

2.1 Les enjeux

Malgré la crise financière, les entreprises françaises n'ont pas globalement subi un rationnement du crédit. Leur dette brute représentait 130% de leur valeur ajoutée début 2012. Ce ratio les positionne dans la moyenne de la zone euro : plus élevé qu'en Allemagne, moins élevé qu'en Italie et au Royaume-Uni et surtout qu'en Espagne. C'est néanmoins le ratio le plus élevé depuis 1995.

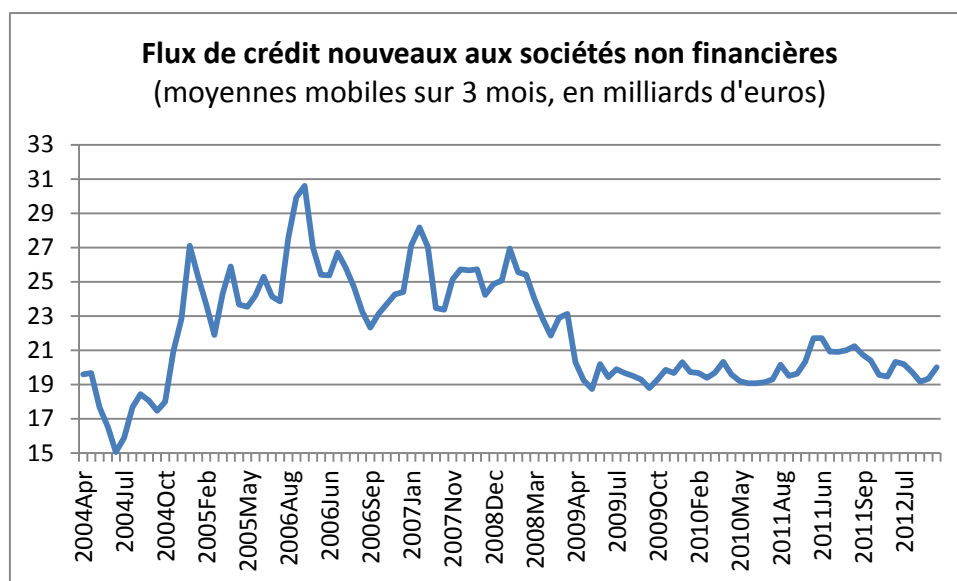


Source : Banque de France

Dans un contexte de marges réduites, les entreprises ont besoin que leur financement externe soit préservé pour assurer leur trésorerie et continuer d'investir. Or deux signaux négatifs doivent être pris en compte : la production de nouveaux crédits se ralentit globalement et les responsables de PME semblent désormais rencontrer des difficultés de financement.

La production de nouveaux crédits a chuté en 2009 et 2010. Elle s'est un peu redressée en 2011, sans atteindre les niveaux élevés observés avant la crise financière. Le frémissement de 2011 est un rattrapage partiel sur les deux années précédentes : il a fallu reconstituer les stocks dans un contexte de tension sur les marges et les capacités d'autofinancement. Les banques ont été en mesure de répondre à cette demande, grâce aux refinancements quasi-illimités de la BCE. Mais on est revenu en

2012 sur des productions de crédit similaires à celles de 2009 et 2010, soit cinq à six milliards de moins par mois qu'avant la crise.



Source : Banque de France

S'agissant plus spécifiquement des PME, une étude récente de la Banque de France montre l'impact limité du rationnement du crédit jusqu'en 2010. L'étude porte sur 60 000 PME indépendantes françaises de 2000 à 2010²². Elle améliore les travaux antérieurs, en prenant en compte les entreprises qui n'ont pas de crédit. Elle montre que si les banques ont diminué leur offre, en resserrant les conditions d'accès en particulier à l'égard des plus petites et des plus jeunes PME, la diminution de la demande des entreprises en raison notamment d'une baisse de leurs projets d'investissement a été un facteur explicatif plus important de la baisse du crédit en 2009 et 2010.

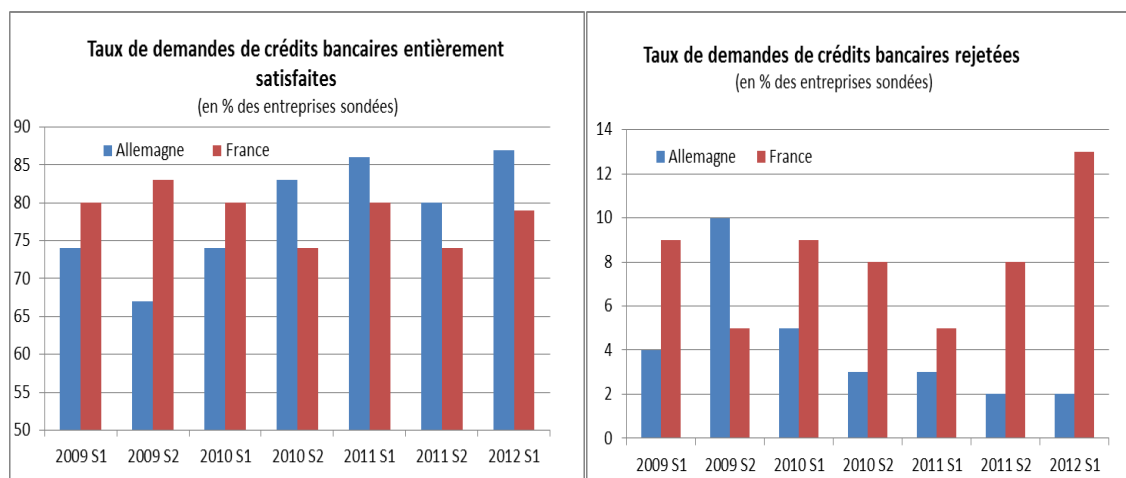
Le rapport 2012 de l'Observatoire du financement des PME et des ETI a aussi montré que jusqu'en 2011 la situation financière des entreprises était restée globalement satisfaisante. Les dettes bancaires à court terme ont baissé entre 1997 et 2010, et les dettes à moyen-long terme ont progressé. La production de crédit a ainsi été en mesure d'accompagner la progression de l'investissement. Les évolutions conjoncturelles de la production de crédit apparaissent liées principalement aux variations de la demande, plutôt qu'aux contraintes pesant sur l'offre: Le taux de réussite dans la demande de crédit des PME oscille entre 75 et 80%. Par comparaison, il était descendu à 67% en 2009 en Allemagne.

Mais les tendances les plus récentes semblent moins favorables: le taux de réussite allemand dans la demande de crédit a dépassé le taux français depuis la fin 2010. Symétriquement, depuis 2010, le taux de demandes de crédits bancaires non satisfaites est plus élevé en France qu'en Allemagne et il a augmenté de plus de moitié au premier semestre 2012. A ce stade, cette relative dégradation semble pouvoir s'interpréter comme la conséquence de la dégradation de la solvabilité des PME, et non pas comme une restriction de l'offre. Parmi les PME françaises mobilisant un crédit, la part de

²² Elizabeth Kremp et Patrick Sevestre, *Did the crisis induce credit rationing for French SMEs ?*, Document de travail n°405 de la Banque de France, novembre 2012.

celles bénéficiant du meilleur score de solvabilité a baissé au deuxième semestre 2011 et au premier trimestre 2012 (source : Banque de France).

L'accès des PME au crédit

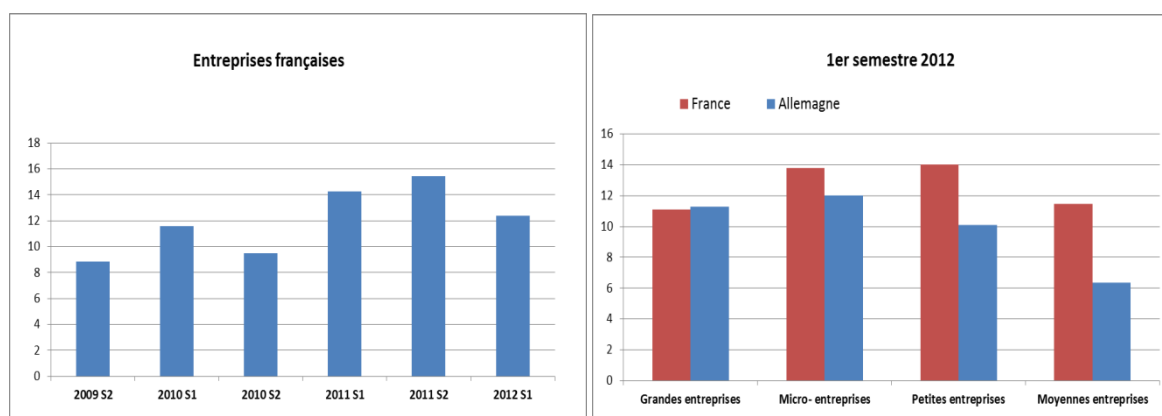


Source : BCE

On observe par ailleurs un net ralentissement de la progression de l'encours, qui était encore de 6,2% à fin 2001 par rapport à fin 2010, et qui n'était plus que de 2,8% à fin septembre 2012²³. L'inquiétude des responsables d'entreprise sur l'obtention de financements externes s'accroît, dans un contexte de dégradation de leur solvabilité. 15% des responsables d'entreprise ont déclaré au deuxième semestre 2011 que l'accès au financement était leur préoccupation principale (9% en 2009). Là encore, les inquiétudes sont bien moindres en Allemagne parmi les responsables de PME.

Opinion des entreprises sur leur accès au financement

(% des entreprises déclarant que l'accès au financement est la préoccupation dominante)



Source : BCE

²³ Encours des crédits mobilisés des PME hors entrepreneurs individuels – source: Banque de France

2.2 Les relations entre dépôts et crédits

Avec la mise en vigueur de la réforme européenne « CRD4 », le crédit et la collecte d'épargne bancaire deviennent consubstantiels, puisque l'harmonisation maximale impliquera que :

- L'agrément comme établissement de crédit sera conditionné par l'exercice cumulatif des deux activités de collecte de fonds remboursables du public et d'octroi de crédit
- Tous les établissements de crédit devront respecter les nouvelles normes de liquidité prévues par la directive.

En France, ce nouveau cadre législatif aura un impact immédiat sur les sociétés financières, qui devront soit opter pour le statut d'établissement de crédit et respecter l'obligation de collecte d'épargne (dépôts ou émission continue d'obligations ou autres titres de créance négociables) ; soit adopter un statut spécifique dans la continuité de leur statut actuel sous le contrôle de l'Autorité de Contrôle Prudentiel, et renoncer au statut d'établissement de crédit, donc aux refinancements de la BCE.

Au-delà du regroupement institutionnel entre dépôts et crédits, le volume de ces deux agrégats est corrélé par des déterminations économiques : le ralentissement du crédit a d'ores et déjà pesé sur les placements financiers; et le ralentissement des dépôts risque à son tour de contraindre les crédits. Le poids de l'épargne à taux réglementés freine par ailleurs les effets contra-cycliques de la politique monétaire.

2.2.1 Le ralentissement du crédit pèse sur les placements financiers

L'inflation des prix de l'immobilier et l'expansion du crédit habitat se sont réciproquement entretenus jusqu'en 2008. L'augmentation du prix des logements a imposé aux ménages accédant à la propriété de faire appel au crédit dans des proportions croissantes. Les banques ont été en mesure de répondre à cette demande, ce qui solvabilisait un nombre croissant de ménages alors que l'offre de logements augmentait peu, entraînant une nouvelle augmentation du prix des logements.

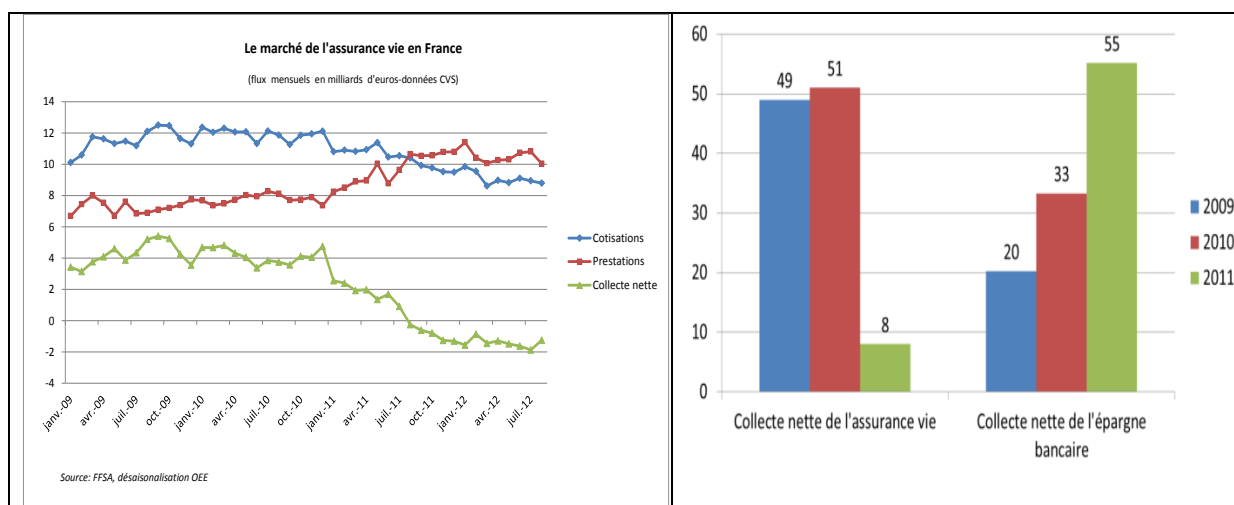
Le deuxième mécanisme à l'œuvre est celui qui relie l'augmentation des prix de l'immobilier et du crédit d'un côté, aux placements financiers de l'autre. Les ménages vendeurs nets d'immobilier engrangeaient des plus-values, qui venaient augmenter leur patrimoine financier. Il s'agissait souvent de ménages héritant de biens immobiliers à un âge proche de la retraite, alors que commençait à se poser pour eux la question du maintien de leur niveau de vie lors de leur prochaine cessation d'activité professionnelle. Ces sommes s'investissaient alors assez naturellement en assurance vie, qui procurait des rendements intéressants avec des prélèvements obligatoires allégés à condition d'être conservée au moins quatre ans. De leur côté, les acheteurs nets d'immobilier pouvaient faire moins diminuer leur patrimoine financier que n'augmentait celui des vendeurs nets, grâce à un recours accru au crédit. Finalement la masse globale des placements financiers augmentait donc régulièrement et à un rythme soutenu.

Ces enchaînements ont pris fin aujourd'hui : les prix des logements n'augmentent plus, ils commencent même à baisser dans un grand nombre de zones résidentielles. Sur un an les prix des

logements anciens avaient baissé de 1,1% à fin septembre 2012 selon la FNAIM. La production de crédit habitat, qui était en France restée abondante jusqu'en 2011, s'est brusquement rétractée en 2012. Le taux de placements financiers est descendu d'un palier de 8-10% du revenu des ménages, à un palier inférieur, actuellement autour de 5%.

Les différentes formes d'épargne sont désormais en concurrence pour se partager un flux global en diminution, dans un contexte de moindre rentabilité, tant sur les dépôts et livrets bancaires que sur l'assurance vie en euros.

L'assurance vie a été la principale composante affectée par la diminution des liquidités disponibles. Elle a en effet subi un effet de ciseau : la réduction de l'écart de rendement avec les produits bancaires a pesé sur les cotisations. Les placements en dette souveraine d'Europe du Nord ont une rentabilité très faible et les placements rémunérateurs, notamment en actions, sont coûteux en fonds propres sous le régime de la directive « Solvabilité 2 ». En outre, des pertes ont été enregistrées sur la dette grecque. Ces pertes sont compensées par la réalisation de plus-values latentes sur les dettes allemande et autrichienne, mais au total, la rentabilité des placements diminue, et la réglementation plafonne les taux garantis en fonction des performances observées sur les placements. Le ralentissement de l'assurance vie et la croissance des dépôts résultent ainsi principalement du resserrement de l'écart de rendement, et non d'une politique commerciale des banques qui aurait changé²⁴.



2.2.2 Le ralentissement des placements financiers risque de peser sur le crédit

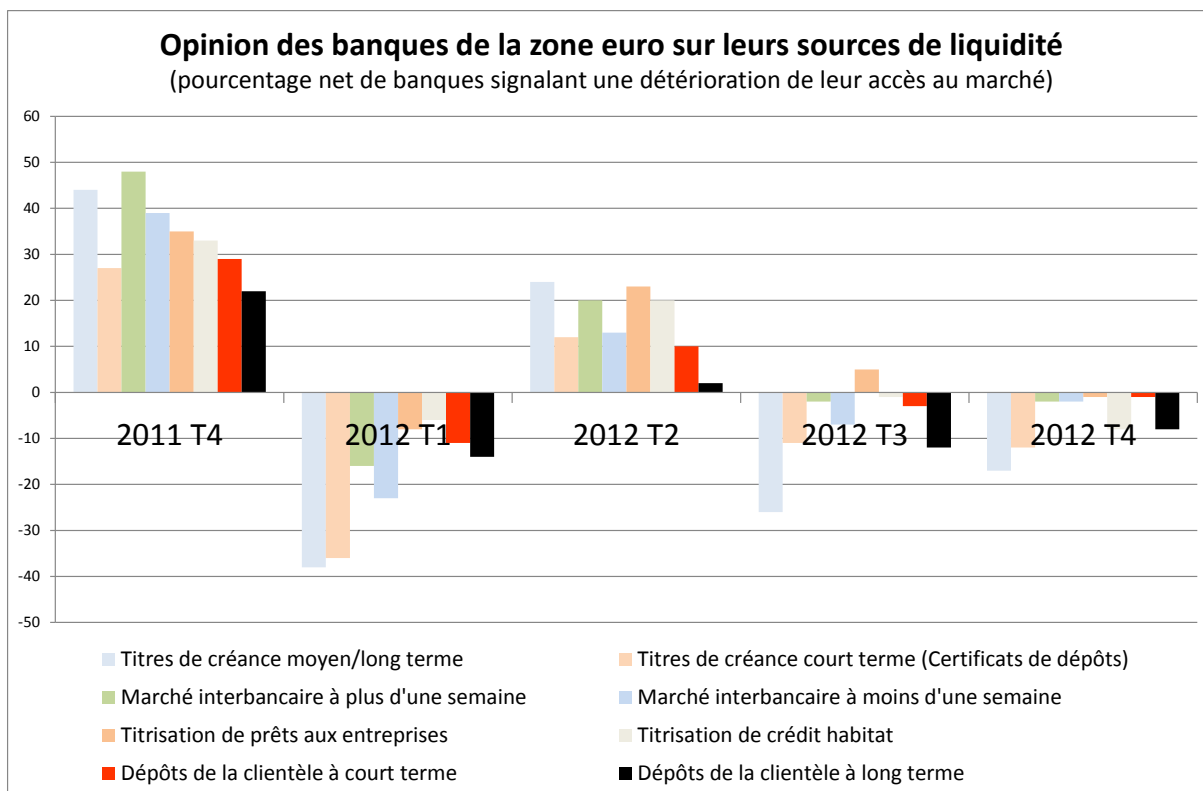
Deux courroies de transmission font dépendre la capacité de prêt des banques de l'épargne de leur clientèle : la gestion actif-passif de l'établissement et la mise en application des ratios réglementaires de liquidité.

²⁴ Ce point est confirmé par une étude de la Banque de France : Adeline BACHELLERIE, Daniel GABRIELLI, Olivier de BANDT et Laetitia MENEAU, *L'évolution des placements financiers des ménages français en 2011*, Bulletin de la Banque de France n° 187, 1^{er} trimestre 2012.

2.2.2.1 La gestion actif-passif des banques

La liquidité des banques est l'un des facteurs ayant une influence sur leur capacité à financer les entreprises et les ménages. Les banques peuvent trouver des liquidités sur le marché interbancaire, en émettant des titres de créance ou en titrisant les crédits qu'elles octroient. Mais l'expérience du quatrième trimestre de 2008 montre que le marché interbancaire peut se geler très rapidement, contraignant la Banque Centrale à se substituer aux prêteurs. Quant à la titrisation, elle ne s'est pas relevée de la crise des sub-prime et elle reste marginale en France. En conséquence, à côté de ces modalités de financement sur le marché de gros, les liquidités en provenance de la clientèle de déposants individuels donnent aux banques la capacité de financer l'économie. Ces liquidités sont les seules susceptibles de permettre aux banques centrales de se limiter à une fourniture marginale de liquidités au secteur bancaire, condition pour pouvoir conduire une politique monétaire. La maîtrise de cette source de financement est de ce fait devenue une clé de la concurrence entre les places bancaires et entre les économies nationales.

Prenant en compte cette contribution indirecte de l'épargne au financement de l'économie, l'enquête trimestrielle de la BCE sur l'activité de prêt des banques dans la zone euro comporte depuis la fin 2011 une question sur l'évolution passée et les anticipations concernant les liquidités de court et de long terme fournies par marché de détail, que l'on peut désormais comparer au marché de gros qui est suivi depuis la création de l'enquête. Même si l'historique est encore court, les réponses à cette question montrent que les liquidités ainsi fournies par le marché de détail sont beaucoup plus stables et prévisibles que celles du marché de gros et protègent donc les agents économiques ayant besoin du crédit bancaire contre les aléas des marchés financiers. C'est ainsi qu'au quatrième trimestre 2011 et au deuxième trimestre 2012, les répondants à l'enquête ont fait état d'une dégradation de l'accès à toutes les sources de liquidités, mais la dégradation a été beaucoup plus prononcée sur le marché de gros (sauf celui des certificats de dépôt) que sur le marché de détail. A l'inverse, depuis le troisième trimestre 2012 les conditions d'accès aux sources de financement des marchés, en particulier l'émission de titres de créances s'est brusquement améliorée, mais les banques restent à la merci d'un mouvement de même intensité en sens inverse.



Les pourcentages nets sont calculés comme la différence entre les pourcentages de banques faisant état d'une détérioration de leurs conditions de financement et les pourcentages de celles faisant état d'une amélioration. Un score négatif reflète donc une amélioration.

Source : BCE – The euro area bank lending survey

La stabilité de la source de liquidité que représentent les dépôts de la clientèle n'est cependant pas garantie en toutes circonstances. Elle peut être remise en cause par un mouvement de défiance des déposants vis-à-vis de leurs banques ou par des rémunérations trop peu favorables.

Les banques grecques et certaines banques espagnoles et britanniques ont subi les conséquences d'une défiance des déposants, qui aurait pu en dérapant devenir un mouvement de panique (un « bank run ») sans l'intervention des Etats et des Banques Centrales. En Grèce, la méfiance est telle que les particuliers détiennent désormais plus de liquidités sous forme de monnaie fiduciaire (billets et pièces) que de dépôts en banque.

Sans avoir des répercussions aussi soudaines, une détérioration de la rémunération de l'épargne bancaire diminue le coût d'opportunité de la conservation de l'épargne sous forme de dépôts à vue peu ou pas rémunérés. Les taux réels servis sur les dépôts à terme et les livrets sont à un niveau historiquement faible, voire négatif (voir la partie 1). Un alourdissement de la taxation des intérêts ne peut donc que peser sur l'épargne bancaire stable et sur la liquidité des banques, et donc sur leur capacité de prêt.

2.2.2.2 La réglementation prudentielle

Jusqu'en 2008, la liquidité des banques n'a fait l'objet d'aucune réglementation internationale harmonisée. La paralysie du marché monétaire fin 2008 a cependant montré que la pénurie de liquidités peut affecter les banques de manière brutale et durable. La mise en place de mesures de soutien des Banques Centrales a permis de pallier cette défaillance du marché, mais parallèlement le

Comité de Bâle a décidé de mettre en place un ratio de liquidité de court terme et un autre de moyen-long terme :

Le Liquidity Coverage Ratio (LCR) sera applicable en 2015. Son horizon de calcul est de 30 jours. Il prévoit que les banques doivent avoir assez d'actifs liquides à faible risque pour faire face à un choc de liquidité soudain propre à l'établissement ou général sur le marché : dégradation de la notation, retraits des déposants, fermeture du marché interbancaire, majoration des appels de marge... Il est calculé monnaie par monnaie. Sa formule de calcul est :

$$\frac{\text{Actifs liquides}}{\text{Flux sortants} - \text{Flux entrants capés}} \geq 100\%$$

Les actifs liquides sont de niveau 1 ou 2, les actifs de niveau 2 devant au plus représenter 40% du total des actifs. Les actifs liquides de niveau 1 sont les liquidités disponibles auprès de la BCE et les titres souverains notés au moins AA. Les actifs de niveau 2 sont les autres titres souverains, les titres de collectivités locales, les titres d'entreprises notées au moins AA et les obligations sécurisées.

Les flux sortants sont pondérés différemment selon le type de contrepartie : 5 à 10% des dépôts de la clientèle de détail et de PME, 100% des financements interbancaires, 25% des dépôts opérationnels et 75% des dépôts non opérationnels des grandes entreprises et des administrations.

Les flux entrants sont les flux à recevoir dans les 30 jours, pondérés en fonction de leur probabilité de renouvellement en situation de stress. Les crédits aux agents non financiers sont pondérés à 50% (on suppose qu'ils devront être renouvelés à 50%). Le montant des flux entrants à déduire des flux sortants est plafonné à 75% du flux sortant.

Un établissement qui ne respecte pas le ratio devra augmenter la part des actifs liquides dans son bilan, et donc probablement diminuer celle des crédits. Or les ressources de financement provenant de la clientèle sont générateurs des flux sortants les plus faibles, et donc d'un ratio plus facile à respecter.

Le ratio crédits/dépôts des établissements bancaires reste supérieur en France à celui des autres pays, même s'il a diminué de 20 points par rapport à 2008.

Ratio Crédits zone euro/dépôts des banques	
France	121%
Allemagne	95%
Royaume-Uni	104%
Espagne	111%

Source : ACP (Présentation à l'AFGAP le 25/10/2012)

Le niveau élevé du ratio s'explique par l'importance de l'activité des établissements français à l'étranger, qui génère plus de crédit (39% du total de leurs crédits) que de dépôts (28%). La faiblesse de la titrisation des crédits (1,6% de l'encours contre 10,4% dans la zone euro et 19,6% au Royaume-Uni) explique aussi cette position défavorable.

Enfin, l'existence de produits d'épargne qui sont des proches substituts des dépôts bancaires détériore le ratio de liquidité des banques. L'importance des titres de créance bancaires détenus par

les particuliers est ainsi un handicap pour les banques italiennes. S'agissant des banques françaises, la partie centralisée de l'épargne réglementée est neutre sur le ratio : ni les engagements ni les ressources de cette partie centralisée ne sont pris en compte dans le calcul du ratio. Mais en leur absence les montants d'épargne concernés migreraient probablement en grande partie vers les livrets fiscalisés, dont la nature économique est la même que celle des livrets réglementés, ce qui diminuerait le recours nécessaire au marché interbancaire très « consommateur » du ratio et permettrait donc d'augmenter la capacité de prêt des banques.

Les craintes que le ratio de liquidité ne freine la production de crédit des banques sont donc particulièrement fondées en France, et ne pourraient qu'être aggravées si la fiscalité conduisait à diminuer les montants d'épargne bancaire ou à les déplacer vers le Livret A ou le Livret de Développement Durable dont 65% ne sont pas utilisables pour le ratio de liquidité, car centralisées à la Caisse des Dépôts. L'Autorité Bancaire Européenne a mis en place un programme de travail pour évaluer les conséquences de la réglementation sur la capacité de prêt des banques, en particulier les PME. Son rapport est attendu pour fin 2013.

Le Net Stable Funding Ratio (NSFR) sera applicable en 2018. Son horizon de calcul est de un an. Le principe est d'adosser les engagements des banques sur des ressources à plus d'un an. Le volume des dépôts des particuliers à un an ou plus pourront donc contribuer au respect de ce ratio. Le tableau ci-dessous illustre, à titre indicatif, l'importance de cette contribution. Le besoin de ressources stables face aux crédits aux entreprises et aux clients non-résidents et aux crédits immobiliers était à fin juin 2012 de 1 972 milliards d'euros. Les dépôts à échéance de la clientèle (dépôts à terme, PEL et PEP) de particuliers n'étaient à cette date que de 300 milliards d'euros et cette composante du passif des banques françaises n'a que faiblement augmenté depuis 2009.

Engagements	Montant en Mds € (juin 2012)	Couverts par ...	Soit, en Mds €	Placements à échéance des ménages
Crédits aux entreprises >1 ans	732	A 100% en ressources > 1 an	905	300
Crédits aux non-résidents > 1 ans	173			
Crédits aux entreprises < 1 ans	185	A 50 % en ressources > 1 an	115	
Crédits aux non-résidents < 1 ans	45			
Prêt immobiliers aux ménages	836	A 65 % en ressources > 1 an	543	

	2009	2010	2011	sept. 2012
Montant des dépôts à échéance des ménages (Mds €)	272	272	291	300
Part des dépôts à échéance dans le patrimoine financier des ménages	7,9%	7,6%	8,1%	8,3%
Dont DAT ≤ 2 ans	0,9%	0,7%	0,9%	0,9%
Dont DAT > 2 ans	1,1%	1,1%	1,3%	0,9%
Dont PEL	5,1%	5,1%	5,2%	5,1%
Dont PEP	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%

2.2.3 L'efficacité de la politique monétaire

La demande de crédit par les entreprises dépend d'abord de leurs projets d'investissement et de leurs besoins de trésorerie. Le coût du crédit est aussi l'un des facteurs qui influencent cette demande, et cet impact est d'autant plus important que les marges des entreprises se réduisent. C'est l'un des objectifs de la politique monétaire que de faire varier le coût de la ressource pour les banques, et donc des taux d'intérêt pour les entreprises et les ménages, en fonction de la conjoncture. Les banques centrales ont ainsi abaissé leurs taux d'intervention de 3% depuis 2008. Or le fait qu'une part importante de l'épargne soit rémunérée à un taux réglementé et ne reste pas dans le bilan des banques diminue la sensibilité du coût des ressources des banques à la politique monétaire, ce qui bride la transmission de celle-ci à l'économie.

3. Utilité de l'épargne financière pour l'économie

1.1 Les enjeux

1.1.1 Le financement de l'Etat

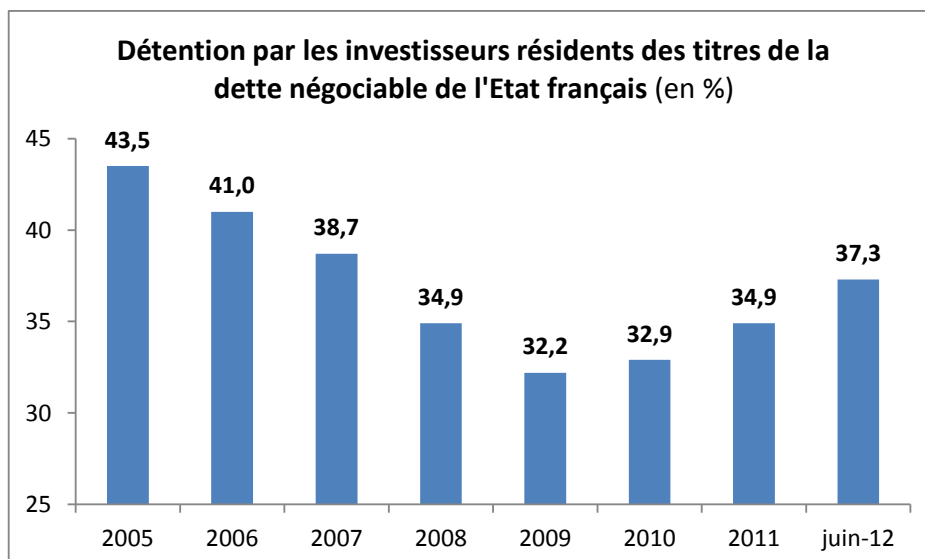
La dette négociable de l'Etat français s'élevait à 1 387 milliards d'euros à fin juillet 2012. Elle représentait 39,2% de la dette négociable émise par des agents économiques français ; 41,8% sur le segment des obligations et 27,5% sur celui des titres de créance négociables à court terme, dominé par les émissions des banques.

La réduction du déficit public permettra de réduire l'enveloppe globale des émissions. L'AFT a annoncé que les émissions de titres à moyen et long terme, nettes des rachats, seraient 170 milliards d'euros en 2013, en cohérence avec le projet de loi de finances.

La dette publique française est un marché institutionnel organisé autour des 20 banques Spécialistes en Valeurs du Trésor, qui ont l'exclusivité de la participation aux adjudications du marché primaire et la charge d'animer le marché secondaire. Les SVT sont évalués chaque année par l'Agence France Trésor sur des critères quantitatifs et sur des critères de qualité de service aux investisseurs : qualité des prix proposés, du conseil, de la recherche, du back-office.

Le choix d'une institutionnalisation du marché de la dette publique a été fait dans les années 80, en même temps qu'était lancé le MATIF pour permettre aux acteurs du marché de couvrir leurs positions et d'accroître la liquidité du marché sous-jacent. Le MATIF a aujourd'hui disparu, et le marché allemand EUREX concentre la plus grande partie des transactions sur les marchés organisés de taux à long terme. Le marché français reste cependant très liquide et parfaitement arbitré. Le contexte de marché actuel permet par ailleurs à l'Etat français de s'endetter à 10 ans à un taux à peine supérieur à l'inflation.

La part des investisseurs non-résidents a culminé à plus de 70% à la mi-2009, mais la participation des investisseurs français augmente depuis 2010.



Source : Banque de France

Il n'en demeure pas moins qu'à terme le mouvement de décollecte de l'assurance vie ne pourra que diminuer le poids relatif des investisseurs français. Dans le contexte actuel, l'Etat trouvera sans difficulté des investisseurs alternatifs, notamment parmi les banques centrales et fonds souverains étrangers, sans créer de tension significative sur les prix. Mais si la position de la dette française se dégradait, en raison par exemple d'une difficulté plus grande que prévue à limiter le déficit public à 3% du PIB, un flux d'achats domestiques régulier ou exceptionnel peut s'avérer utile, comme le montrent les exemples récents de la Belgique et de l'Italie. Le coût de distribution auprès d'investisseurs individuels pourrait dès lors s'avérer compétitif par rapport au marché institutionnel.

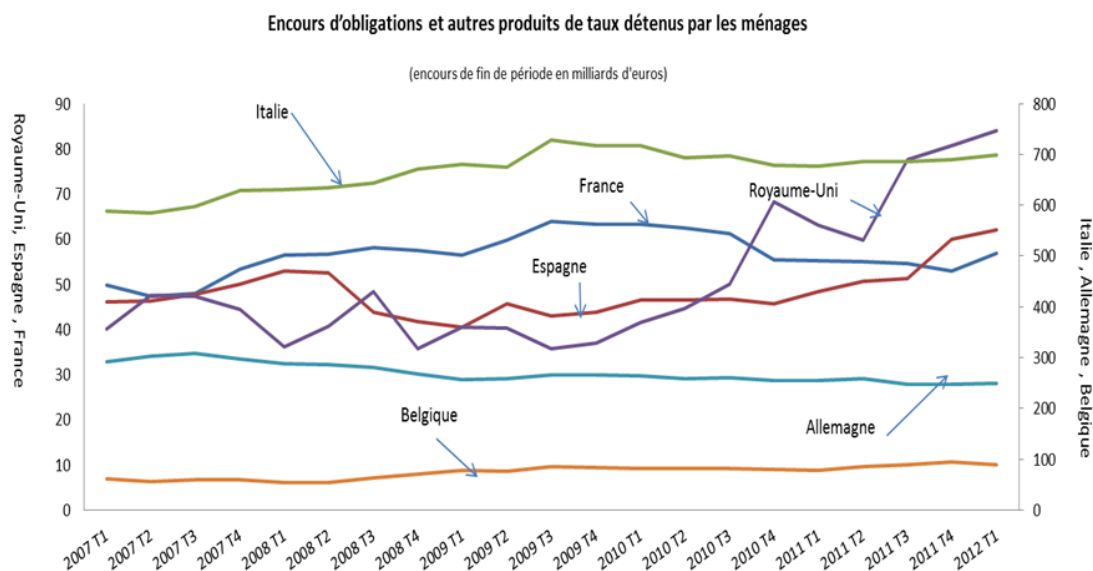
En Belgique, les particuliers peuvent souscrire à des « Bons d'Etat », émis une fois par trimestre par l'Agence de la dette belge, sous forme de coupures de 200 euros, à trois ans, cinq ans et huit ans. Fin 2011, le premier ministre a ainsi appelé ses concitoyens à souscrire à une émission de Bons d'Etat massive. Le succès rencontré par cette initiative a dépassé les pronostics : 5,7 milliards d'euros ont été souscrits entre le 24 novembre et le 2 décembre 2012, portant l'encours de ces Bons à 8,45 milliards.

De même en Italie, les ménages détiennent environ 150 milliards d'euros en obligations du Trésor. La part des titres d'Etat dans leur portefeuille obligataire a eu tendance à décroître depuis la crise financière (elle n'est plus que 22% contre 57% pour les titres émis par les institutions financières), mais le Trésor a proposé avec succès en octobre 2012 aux épargnants d'acheter des coupures de 1.000 euros de Bons du trésor à 4 ans indexés sur l'inflation, une émission aussi proposée aux investisseurs institutionnels.

La détention d'obligations en direct est très inégalement répartie entre les différents pays européens. En Allemagne, en Italie et en Belgique, les particuliers sont des détenteurs importants, alors qu'ils sont plus marginaux au Royaume-Uni, en Espagne et en France. Mais la participation des particuliers au marché s'est fortement accrue au Royaume-Uni depuis 2009.

L'une des leçons de l'expérience de ces pays est que la fiscalité est déterminante dans les arbitrages entre les dépôts et les obligations. En Italie par exemple, la fiscalité des intérêts reçus sur des dépôts

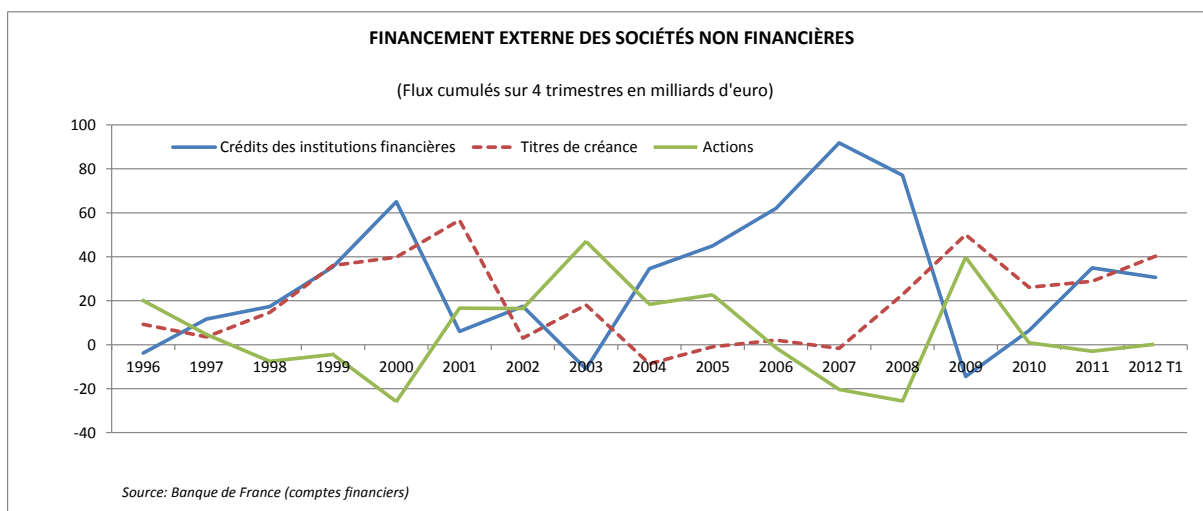
en banque était plus lourde que celle sur des obligations, ce qui a longtemps protégé le marché de détail de la dette. Mais un tel biais ne joue pas nécessairement en faveur des titres d'Etat : les particuliers sont certes restés investis sur les titres d'Etat, mais la part des titres bancaires a augmenté, car ils sont parfaitement substituables à des dépôts et n'entraînent quasiment pas de risque de marché.



Source: Banques Centrales Nationales-Comptes financiers nationaux

1.1.2 A quoi servent les actions et les actionnaires ?

Le financement externe des entreprises ne peut reposer uniquement sur le crédit. Les flux annuels de crédits (nouveaux crédits moins remboursements) et les émissions nettes d'obligations ont retrouvé en 2011 un niveau assez soutenu mais les émissions nettes d'actions sont quasiment nulles depuis trois ans. Cette situation est aujourd'hui la principale faiblesse dans le circuit de financement des entreprises. Celles-ci doivent pouvoir compter non seulement sur un encours de fonds propres historiques suffisant, mais aussi sur une capacité à trouver de nouveaux financements de leur développement et de leur cycle d'exploitation. Or les agents économiques susceptibles d'apporter ces nouveaux financements ne le feront que si leur investissement reste rentable après déduction des prélèvements obligatoires.

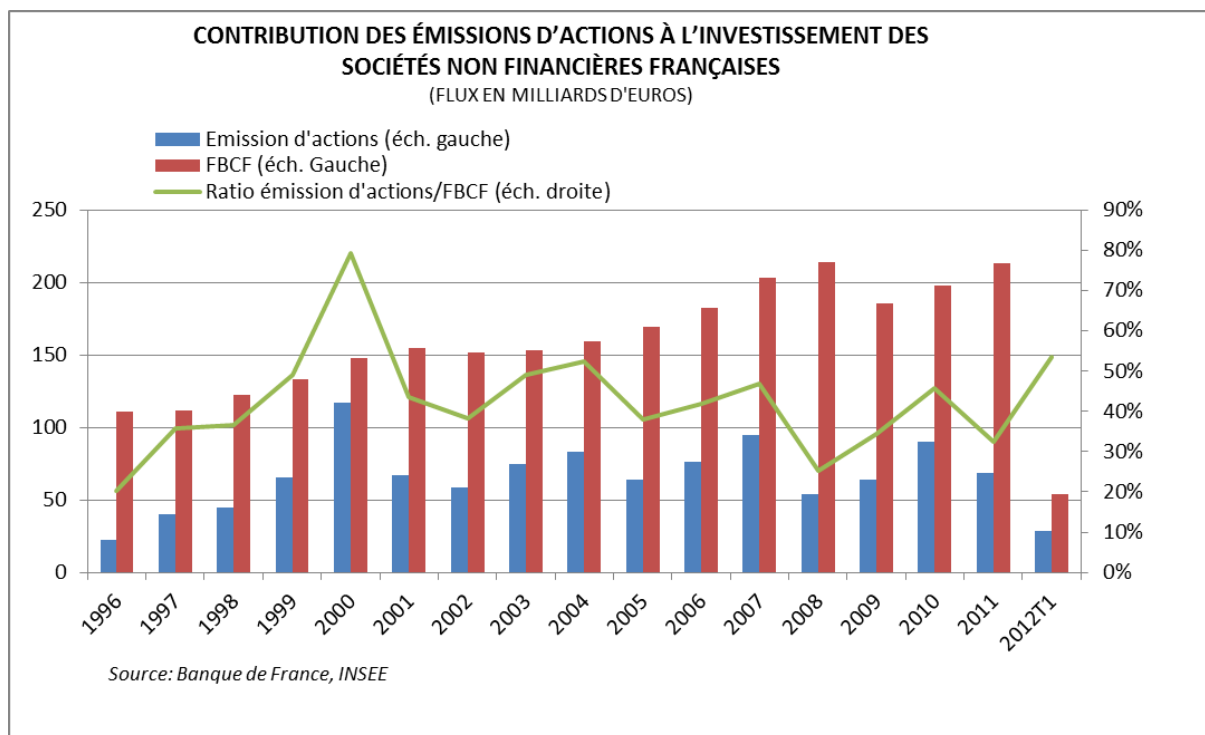


Les émissions d’actions par les entreprises ont d’abord pour objet de financer leurs investissements ou leur besoin en fonds de roulement. Elles peuvent aussi jouer un rôle qualitatif en renforçant la cohésion de l’entreprise à travers l’actionnariat salarié et une meilleure gouvernance, ou en apportant le concours d’investisseurs expérimentés (le capital-investissement et les « Business Angels »)

Le financement de la croissance

Les fonds propres financent les investissements (la croissance organique) et la croissance externe (les acquisitions). En moyenne les émissions d’actions ont représenté 42% de la Formation Brute de Capital Fixe (FBCF) des sociétés non financières entre 1996 et 2011, mais cette contribution est très variable dans le temps.

Au premier semestre 2012, l’investissement s’est ralenti dans toute la zone euro, y compris en Allemagne. La France subit aussi ce ralentissement: au premier trimestre 2012, la FBCF des entreprises non financières a diminué de 1,4% par rapport au quatrième trimestre 2011. Une certaine reprise a été observée au deuxième trimestre (+0,6%), et l’acquis de croissance du premier semestre par rapport à 2011 est faible, mais positif (+0,2%). Il n’y a pas, comme en 2009, de chute brutale des investissements. Un enjeu essentiel pour les entreprises est qu’elles puissent trouver des financements externes suffisants pour poursuivre ces investissements, dans un contexte où la baisse des taux de marge réduit le potentiel d’autofinancement et où les conditions d’accès au crédit deviennent plus difficiles (voir la deuxième partie).



Financer le Besoin en Fonds de roulement

Disposer de fonds propres suffisants permet à l'entreprise de financer les décalages de trésorerie liés à son cycle d'exploitation.

L'un des facteurs du besoin en fonds de roulement est l'importance des délais de paiement entre les entreprises, et entre les entreprises et la clientèle finale. Les grandes entreprises et les ETI bénéficient d'un avantage net sur les PME. Cependant, la Loi de Modernisation de l'Economie (LME) du 4 août 2008 a limité à 45 jours fin de mois ou 60 jours à compter de l'émission de la facture, les délais contractuels de paiement et elle a augmenté les pénalités exigibles en cas de retard de paiement. Les statistiques établies par la Banque de France montrent que globalement les délais clients ont diminué de plus de 4 jours de chiffre d'affaires et les délais fournisseurs de 6 jours d'achats entre 2008 et 2010. L'avantage dont bénéficiaient les grandes entreprises et les ETI sur les PME s'est réduit²⁵.

L'intéressement des salariés aux résultats de l'entreprise

L'épargne salariale et l'actionnariat salarié sont des outils de cohésion et d'intéressement des collaborateurs aux résultats des entreprises.

L'actionnariat salarié représentait en 2011 1,96% en moyenne (non pondérée) du capital des sociétés appartenant ou ayant appartenu au SBF120, contre 1,62% en 1998 (source : Arthenia Consulting). Le nombre d'entreprises ayant un dispositif d'actionnariat salarié augmente, et les salariés y souscrivent même en l'absence de l'effet d'aubaine d'une participation de l'entreprise : Selon le cabinet AON-Hewitt, 59% des entreprises ayant un dispositif d'actionnariat salarié ont offert ces actions avec une décote ou un abondement en 2012, contre 70% en 2011.

²⁵ Elisabeth KREMP et François SERVANT, *Les délais de paiement en 2010: l'effort entrepris depuis la mise en œuvre de la LME marque le pas*, Bulletin de la Banque de France n° 186, 4^{ème} trimestre 2011

L'épargne salariale risque d'être affectée par la hausse du « forfait social » décidée dans le cadre du collectif budgétaire du 31 juillet 2012. Le forfait social, introduit dans la loi de financement de la sécurité sociale pour 2009, vise à compenser l'exclusion de certains revenus de l'assiette des cotisations de sécurité sociale, dont l'épargne salariale. Fixé à l'origine à 2%, son taux a régulièrement augmenté, mais le saut de 2012 a été particulièrement important puisqu'il est passé de 8 à 20%. Même si ce taux reste deux fois inférieur à celui des cotisations patronales sur les salaires, il est probable que des entreprises réviseront à la baisse les dispositifs d'épargne salariale qui vont au-delà des mécanismes légalement obligatoires.

Enfin les taux de prélèvement sociaux sur les stock-options et les attributions gratuites d'actions ont été très fortement augmentés, de 14% (10% si les versements étaient inférieurs à la moitié du plafond de la sécurité sociale) à 30% pour la part patronale, et de 8% (2,5% pour les versements en dessous de la moitié du plafond) à 10% pour la part salariale.

L'alourdissement de ces prélèvements répond à un objectif d'égalité et de justice sociale. En pratique, il risque cependant d'affaiblir des outils de cohésion sociale qui ne sont pas nécessairement réservés aux dirigeants et cadres d'entreprise ayant les plus fortes rémunérations. Ce sont en effet des outils au service d'une politique de ressources humaines, qui sont à ce titre de plus en plus encadrés par le droit du travail. La Cour de Cassation considère par exemple désormais que les litiges sur les attributions d'actions relèvent de la juridiction prud'homale²⁶, et qu'à ce titre elles ne peuvent être accordées de manière discrétionnaire, en vertu du principe d'égalité de traitement²⁷.

Le soutien d'investisseurs avertis

L'activité de capital investissement consiste à regrouper dans un fonds des capitaux levés auprès de plusieurs investisseurs institutionnels ou particuliers et destinés à être investis en actions ou obligations, notamment en obligations convertibles, de sociétés non cotées en bourse. La société de gestion a donc au moins deux fonctions :

- La levée de capitaux
- La sélection des projets d'investissement

Dans certains cas, si elle est majoritaire, elle exerce aussi une « surveillance rapprochée » de la gestion des entreprises dans lesquelles elle investit.

L'un des freins au développement du capital-investissement est le risque de financement auquel sont exposés les investisseurs, au-delà du risque normal d'insuccès des entreprises financées. En effet, le cycle des entreprises financées est souvent plus long que la durée de blocage des fonds. L'investisseur doit donc très vite trouver un second tour de table, par nature aléatoire, pour prendre le relais. L'immobilisation des fonds des épargnants sur une plus longue durée devrait donc être encouragée.

L'un des rôles essentiels du capital-investissement est d'assurer la pérennité des entreprises lorsque le dirigeant part en retraite. En montant de capitaux investis, le capital-transmission représente la majeure partie des investissements du capital investissement français (62% en 2011). Ces opérations

²⁶ Arrêt du 11 septembre 2012

²⁷ Arrêt Ponsolle, 1996

permettent aux chefs d'entreprises concernés de transformer un capital professionnel en capital financier, et aux entreprises de traverser cette période difficile sans ajouter des difficultés financières aux difficultés de management. Les chefs d'entreprises français préparent mal et tardivement la transmission de leur entreprise. Outre les réticences culturelles ou psychologiques à se retirer, le facteur fiscal joue un rôle de frein : les plus-values de cession des entrepreneurs ne sont certes plus imposées, mais la perspective de devenir assujetti à l'ISF est un frein au « passage de relais ».

Le soutien des dirigeants : Les Business Angels

A côté du capital-risque, qui tend à se concentrer sur quelques secteurs en forte croissance, les Business Angels, (ou investisseurs providentiels), apportent à la fois des financements et des conseils issus de leur expérience à des start-up de toutes natures.

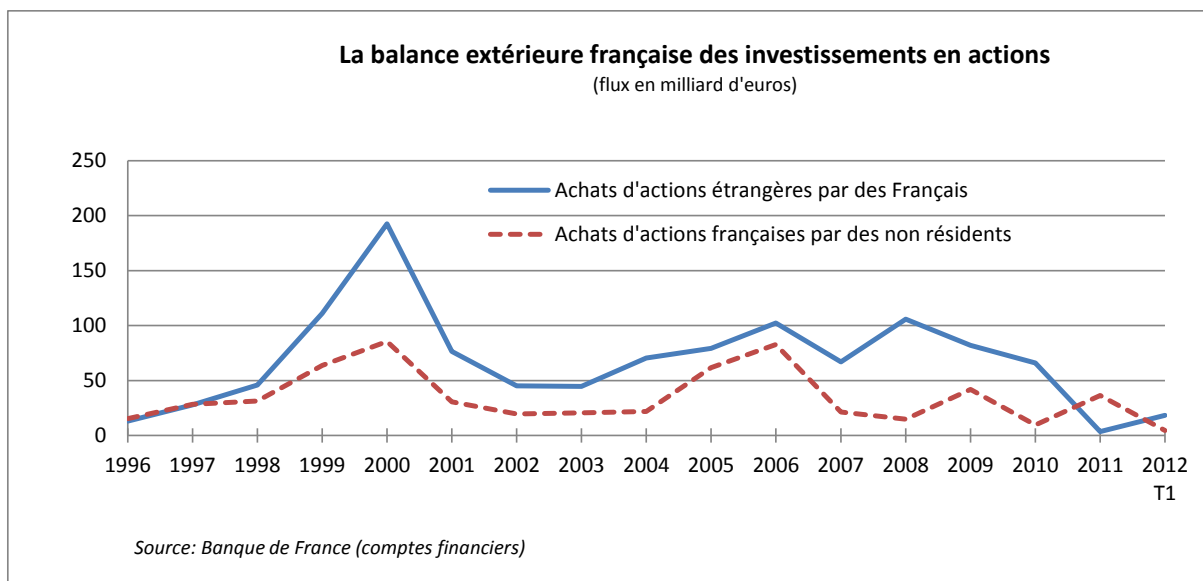
Les Business Angels se positionnent entre le financement de proximité assuré par la famille et les amis, et le capital-investissement institutionnel. Leur nombre tend à augmenter, après un départ tardif en comparaison du Royaume-Uni et des Etats-Unis. Le réseau « France Angels » revendique ainsi plus de 4.000 membres (une multiplication par 2,5 depuis 2005) et le financement de 1.500 entreprises pour un montant total de 200 millions d'euros.

1.2 Le déséquilibre entre l'offre et la demande d'actions

Notre étude de 2009 intitulée « L'offre et la demande d'actions : rupture d'un équilibre » mettait en évidence que la demande d'actions par tous les types d'investisseurs subissait des pressions à la baisse :

- Les banques et les sociétés d'assurances en conséquence des règles comptables et des nouvelles règles prudentielles en préparation (Bâle 3 et Solvabilité 2) que la discipline de marché leur imposait de respecter par anticipation.
- L'Etat dont le portefeuille d'actions cotées et non cotées était appelé à diminuer pour des raisons budgétaires.
- Les organismes de retraites dont les réserves s'épuisent et qui souvent, ont révisé leurs règles d'allocation d'actifs dans un sens défavorable aux actions.
- Les particuliers qui depuis longtemps étaient vendeurs nets d'actions en direct, mais qui avaient jusqu'en 2008 compensé ce mouvement par des achats nets d'actions indirects, à travers les fonds d'investissement et l'assurance vie. De 2008 à 2010, les ménages ont été vendeurs nets de titres de toutes les catégories d'émetteurs. Le flux négatif le plus important a été celui sur les OPCVM (-74 milliards) et sur les sociétés non financières (-31 milliards). Les statistiques par catégories socio-professionnelles montrent que ce sont les inactifs (principalement des retraités) qui ont vendu le plus de titres (24 milliards).

Depuis la publication de cette étude, la France est devenue importatrice nette de capitaux investis sur le marché des actions : la demande d'actions par les investisseurs domestiques n'est plus suffisante pour couvrir l'offre, et les achats par des non-résidents d'actions françaises ont dépassé en 2011 les achats d'actions étrangères par des investisseurs français.



Les principaux changements récents sont l'un, négatif sur la demande d'actions, l'accélération de la dégradation des régimes de retraite complémentaires et l'autre, positif, la création de la La Banque Publique d'Investissement (BPI).

- L'ARRCO et l'AGIRC sont des régimes de retraite complémentaires par répartition. Cependant, des réserves ont été constituées au fil des ans grâce aux excédents des cotisations sur les recettes. La gestion financière de ces réserves est encadrée par des quotas limitant la proportion d'actions. Sur un portefeuille total de 48 milliards d'euros pour l'ARRCO et de 10,3 milliards pour l'AGIRC, les deux régimes détenaient à fin 2008, respectivement 27,8% (soit 13,3 milliards) et 21,2% (soit 2,2 milliards) en actions. Mais les deux régimes sont déficitaires depuis 2010 et leurs réserves s'épuisent plus rapidement que prévu en raison de la hausse du chômage qui diminue les rentrées de cotisations et du décret « carrières longues » du 2 juillet 2012 instaurant la retraite à 60 ans. Les dernières projections montrent que les réserves seront épuisées en 2020 pour l'ARRCO et en 2017 pour l'AGIRC, ce qui a un double effet négatif sur leur détention d'actions : le portefeuille global va diminuer progressivement, et la réduction de sa durée va diminuer la part relative des actions.
- La Banque Publique d'Investissement (BPI) rassemblera les actions actuelles d'Oseo, du Fonds Stratégique d'Investissement et de CDC Entreprises. Elle aura une capacité de prêt de 20 milliards d'euros, une capacité d'investissement en fonds propres de 10 milliards d'euros et de 12 milliards en garanties. Au-delà du regroupement des moyens existants, la BPI pourrait à l'avenir trouver des ressources supplémentaires, notamment auprès des institutions européennes

S'agissant des particuliers, la performance des plus-values et des dividendes sera diminuée par l'imposition au barème progressif de l'impôt sur le revenu.

Trois types de dispositifs fiscaux incitent cependant à acheter et détenir des actions:

- Le PEA permet aux actionnaires individuels et aux détenteurs d'OPCVM actions d'être exonérés d'impôt sur les plus-values et sur les dividendes (mais pas des contributions sociales de 15,5%), à condition de maintenir le plan ouvert pendant au moins cinq ans.
- L'assurance vie bénéficie de son côté d'une exonération fiscale après huit ans de détention. Une partie de ces contrats sont souscrits en unités de compte, avec une exposition variable aux actions cotées. Les contrats en unités de compte représentent environ 15% du total des provisions mathématiques d'assurance vie.
- Les souscriptions au capital des PME non cotées sur un marché réglementé donnent droit à une réduction d'impôt sur le revenu et, depuis 2007, à une réduction d'impôt sur la fortune. Les entreprises cotées sur Alternext sont éligibles, car ce n'est pas un marché réglementé au sens de la directive MIF. De même les investissements en FCPI et en FIP, qui doivent être investis à hauteur de 60% au moins en titres non cotés (ou négociés sur Alternext), donnent droit à une réduction d'impôt sur le revenu et d'impôt sur la fortune.

Le « rapport sur le financement des PME-ETI par le marché financier » remis en novembre 2011 par Gérard Rameix et Thierry Giami au ministre de l'économie, des finances et de l'industrie préconise de renoncer à la distinction entre entreprises cotées et non cotées, pour lui substituer des incitations spécifiques aux PME, qu'elles soient cotées ou non. Les auteurs critiquent la distinction coté sur un marché réglementé/non coté qui ne peut se justifier par l'absence de liquidité des seconds, car la liquidité des sociétés ayant une faible capitalisation boursière sur le marché réglementé n'est pas supérieure à celle d'Alternext. Ils proposent d'étendre aux sociétés cotées du Compartiment C de NYSE Euronext les avantages aujourd'hui réservés aux titres non cotés, et de supprimer le quota maximum de 20% de l'actif que ne doivent pas dépasser les FCPI en titres cotés.

Cette proposition n'est donc en fait qu'un amendement marginal par rapport à un dispositif d'ensemble caractérisé par deux principes bien différents :

- Sur les actions cotées, les incitations jouent « à la sortie », lorsque les investisseurs perçoivent les revenus de leur épargne ou réalisent leurs plus-values, à condition d'avoir détenu les titres suffisamment longtemps.
- Sur les actions non cotées, les incitations jouent « dès l'entrée », par des réductions d'impôt immédiates.

L'incitation à l'entrée étant plus puissante qu'à la sortie, on peut, plus généralement s'interroger sur le bien-fondé de la distinction entre entreprises cotées et non cotées dans la législation fiscale. Les incitations renforcées en faveur des actions non cotées visent à pallier l'absence de la ressource de financement qu'est le marché. Mais, en même temps, ces dispositions sont dissuasives de la cotation en bourse. Certes, toutes les entreprises ne peuvent pas avoir un accès à la Bourse car la cotation a un coût fixe incompressible significatif. Mais pour les entreprises dont le profil permettrait l'appel public à l'épargne, la cotation en Bourse devrait être encouragée. Elle apporte en effet des possibilités de financement complémentaires du crédit, mais aussi une plus grande flexibilité stratégique : les opérations de croissance externe sont facilitées, une partie des acquisitions peut

être payée en titres cotés. La cotation en Bourse apporte aussi une visibilité qui peut faciliter la croissance des entreprises. Au total, la cotation en Bourse peut être un moyen d'accroître la taille des ETI françaises, condition incontournable pour le développement à l'export.

Conclusion

Pour obtenir un rendement fiscal donné, le taux de prélèvement doit être d'autant plus élevé que la base imposable est étroite. Le dispositif de la fiscalité de l'épargne français est caractérisé par le maintien de régimes dérogatoires dont le champ est parfois plus large que celui du droit commun. Depuis trois ans, le législateur a alourdi par de multiples changements paramétriques la fiscalité de l'épargne afin de contribuer à la résorption des déficits. La loi de finances pour 2013 affiche par ailleurs un objectif en rupture avec le passé, d'alignement de la fiscalité de l'épargne sur celle du travail. Mais elle préserve, voire multiplie les cas dérogatoires. De ce fait, pour assurer un rendement fiscal important les modalités de mise en œuvre de la réforme vont en réalité bien au-delà de la neutralité revendiquée entre les deux sources de revenus car elles ne prennent pas en compte les prélèvements supplémentaires opérés par l'inflation et l'impôt sur le patrimoine pour les contribuables assujettis à l'ISF.

Ce cadre fiscal ne peut pas être pérenne pour deux raisons :

- Il a un effet redistributif important, qui ne pourra pas être poursuivi indéfiniment, au-delà de la période nécessaire pour corriger, comme souhaité par le législateur, les inégalités observées au profit des bénéficiaires de revenus financiers dans les dernières années. En particulier un regain même modeste de l'inflation rendrait le dispositif immédiatement confiscatoire.
- Les perturbations induites par une trop faible rémunération de l'épargne risquent à terme de réduire la capacité de prêt des banques et les financements en actions des entreprises, ce qui briderait la croissance. Il est trop différent de celui en vigueur dans les pays voisins, ce qui à terme ne peut que nuire à la compétitivité de l'économie française.

Or l'instabilité de la fiscalité de l'épargne est dommageable car elle affecte la capacité des épargnants à prendre des décisions d'investissement qui correspondent à leur situation et leurs objectifs. De plus, les mesures à prendre pour résorber les dérogations, et donc permettre un alignement durable et réel de la fiscalité de l'épargne sur celle des revenus d'activité, sont tellement massives qu'elles généreraient des risques importants pour certains acteurs financiers et secteurs de l'économie. La seule voie ouverte semble donc être de mettre en place un plan pluriannuel de normalisation du système français.

Dans ce cadre, il n'est pas superflu d'observer les expériences des autres pays européens. Leur facteur commun est la mise en place d'une seule dérogation importante, en faveur de l'épargne retraite individuelle et professionnelle, éventuellement complétée par un plan d'épargne défiscalisé jusqu'à un plafond déterminé et dont l'allocation d'actifs est la plus neutre possible. Le financement en fonds propres des entreprises non cotées fait aussi l'objet d'incitations, l'objectif étant d'adapter au mieux la durée d'immobilisation des fonds au temps assez long nécessaire pour assurer la rentabilité des projets, sans avoir à multiplier les « tours de table » successifs. Au-delà, rien ne prouve que les Pouvoirs Publics introduisent des biais plus pertinents à travers la fiscalité, que les épargnants dans leurs comportements spontanés.

Annexe 1 : La nouvelle imposition de l'épargne

Deux lois de finance rectificatives pour 2012 ont relevé l'imposition des revenus de l'épargne :

- La loi du 29 février 2012 a porté les prélèvements sociaux de 13,5% à 15,5%. Ce nouveau taux est applicable à compter du 1^{er} janvier 2012 aux revenus fonciers et aux plus-values de cession de valeurs mobilières, et à compter du 1^{er} juillet 2012 aux intérêts, dividendes, plus-values de cessions immobilières.
- La loi du 16 août 2012 a instauré une contribution exceptionnelle sur la fortune applicable aux personnes assujetties à l'ISF au 1^{er} janvier 2012, détentrices d'un patrimoine taxable au moins égal à 1,3 millions d'euros.

Par ailleurs le plafond du Livret A a été élevé de 25% à compter du 1^{er} octobre 2012, soit 19 125 euros et celui du Livret de Développement Durable a été doublé, à 12 000 euros.

La loi de finance pour 2013 va au-delà de ces changements paramétriques, en modifiant les principes de la fiscalité de l'épargne. L'objectif affiché est désormais d'aligner la fiscalité de l'épargne sur celle des revenus d'activité, selon le principe qu'à capacité contributive égale, la charge doit être égale.

Les dividendes et les intérêts seront imposés dès l'imposition des revenus de 2012 au barème progressif de l'impôt sur le revenu. Les épargnants ne pourront plus opter pour le Prélèvement Forfaitaire Libératoire (PFL) à 24% pour les intérêts, 21% pour les dividendes. Le taux de la déductibilité partielle de CSG sur ces revenus imposés au barème, est diminué de 5,8 % à 5,1 %. Toutefois l'option du PFL sur les intérêts reçus restera ouverte pour les épargnants recevant dans l'année moins de 2.000 euros d'intérêts. De plus l'abattement forfaitaire pour les dividendes de 1525 euros (personne seule) ou 3 050 euros (couple) est supprimé. En revanche, l'abattement de 40% sur les dividendes est conservé. En pratique, ces dispositions se traduiront par un alourdissement de la charge fiscale pour les tranches d'imposition marginale à 30, 41 et 45% pour les intérêts, à 41 et 45% pour les dividendes.

Les plus-values de cession de valeurs mobilières pouvaient jusqu'à présent faire l'objet d'un prélèvement forfaitaire libératoire de 19% ou être soumises au barème de l'impôt sur le revenu, au choix de l'assujetti. L'option du PFL restera ouverte pour les cessions réalisées en 2012, mais à un taux porté à 24%, auxquels s'ajoutent 15,5% de prélèvement sociaux. Le nouveau dispositif supprimera l'option du PFL à compter des plus-values réalisées en 2013.

Cependant, les entrepreneurs actionnaires détenant au moins 10% du capital depuis plus de cinq ans pourront bénéficier du PFL, à condition d'avoir été actifs dans la société pendant au moins deux ans. Sont considérés comme actifs les dirigeants, associés, membres du directoire, présidents du Conseil, salariés tirant au moins 50% de leur revenus de cette activité. Pour eux, le taux du PFL pour les plus-values de 2012 est maintenu à 19%. Les entrepreneurs cédant leur entreprise dans le cadre d'un départ à la retraite, de même que les créateurs de jeunes entreprises innovantes, continueront d'être totalement exonérés.

Dans les autres cas, les actionnaires bénéficieront d'abattements progressifs atteignant 40% au bout de six ans de détention (20% entre deux et quatre ans de détention ; 30% entre quatre et six ans). Les gestionnaires de fonds ayant investi à titre personnel au moins 1% du capital qu'ils gèrent pourront eux aussi bénéficier de ces abattements.

Le régime des reports d'imposition pour les plus-values réinvesties est modifié : Les actionnaires qui réinvestissent au moins 50% (au lieu de 80% actuellement) des plus-values réalisées dans les deux (au lieu de trois) années qui suivent et qui conservent leurs titres pendant cinq ans bénéficient d'une exonération à hauteur de la part réinvestie.

Lorsque la réalisation exceptionnelle d'une plus-value fera passer l'assujetti dans la tranche la plus élevée du barème de l'impôt sur le revenu, la plus-value pourra être étalée entre deux et quatre ans, selon la durée de détention des titres.

Les plus-values de cession de la résidence principale restent exonérées, et celles sur les résidences secondaire et des biens locatifs, resteront imposées à 19% (plus 15,5% de prélèvements sociaux) avant 30 ans de détention, et exonérées après 30 ans de détention. Mais les vendeurs bénéficieront d'un abattement supplémentaire de 20% sur la base imposable cas de cession après 6 ans de détention²⁸.

A partir de 2015, les plus-values immobilières sur les terrains à bâtir seront intégrées à l'impôt sur le revenu et l'abattement pour durée de détention sera supprimé, sauf si la promesse de vente intervient avant le 1^{er} janvier 2013, et la cession le 1^{er} janvier 2014.

Le dispositif « Scellier » de l'investissement immobilier locatif en direct ou à travers des SCPI, est remplacé par un nouveau dispositif, dit « Duflot » à compter de 2013.

La loi de finances pour 2013 rétablit un barème progressif pour l'impôt sur la fortune, dont les taux s'échelonneront de 0,5% à 1,5%. Mais le total des impôts payés, y compris l'ISF, sera plafonné à 75% du revenu.

Le plafond des « niches fiscales » est abaissé de 18 000 euros à 10 000 euros à compter des revenus perçus en 2013. Cet abaissement touchera notamment la réduction d'impôt de 18% de l'investissement en FCPI ou en FIP (limité jusqu'à présent à 12 000 euros pour un célibataire et 24 000 euros pour un couple) et le dispositif Duflot.

²⁸ L'abattement actuel est de 2% à par an entre la 6^{ème} et la 18^{ème} année, de 4% par an entre la 18^{ème} et la 24^{ème} année et de 8% entre la 24^{ème} et la 30^{ème} année.

Annexe 2 : Impact budgétaire des prélèvements nouveaux sur l'épargne (Milliards d'euros)

	2011	2012	2013	Total 3 ans	Type d'imposition*	Forme d'épargne**
PLF 2013						
Imposition au barème des revenus du capital			2,0	2,0	R	F
Imposition au barème des plus-values mobilières			1,0	1,0	P	I
Réforme de l'ISF			1,0	1,0	F	M
LFR 2 2012						
Contribution exceptionnelle sur la fortune		2,3	-2,3	0,0	F	M
Retour sur les allègements des droits de succession		0,1	1,1	1,2	F	M
LFR 4 2011						
Augmentation du PFL à 21% sur les dividendes et 24% sur les intérêts		0,5	0,1	0,6	R	F
LFI 2012						
Recentrage des dispositifs d'aide pour l'investissement dans les PME			0,2	0,2	F	F
Suppression de l'abattement de 40% d'IR pour les détenteurs d'actions de SIC		0,1		0,1	R	I
Modification du droit d'enregistrement des plus-values immobilières		0,2		0,2	P	I
LFR 2 2011						
Modification de l'abattement dérogatoire pour durée de détention sur PV immobilières		1,8	0,3	2,1	P	I
LFR1 2011						
Nouveau barème de l'ISF	-0,4	-1,5		-1,9	F	M
Suppression de la réduction des droits de donation	0,1	0,1		0,2	F	M
Allongement du délai de reprise de 6 à 10 ans des droits de donation		0,3		0,3	F	M
Augmentation des droits de partage		0,3		0,3	F	F
Hausse de 5 points de 2 dernières tranches des droits de succession		0,2		0,2	F	M
Exit tax sur les plus-values (impact sur l'IR)		0,1	0,1	0,2	P	F
LFI 2011						
Imposition des PV mobilières au premier euro	0,1	0,2		0,3	P	F
Suppression du crédit d'impôt sur les dividendes	0,6			0,6	R	F
Abaissment de 75% à 50% du taux de réduction de l'ISF au titre des investissements dans des PME	0,1	0,1		0,2	F	F
Hausse de 2% du taux forfaitaire applicable aux PV immobilières	0,1			0,1	P	I
Prorogation de la réduction d'IR pour investissement dans les FCPI/FIP		-0,2		-0,2	F	F
PLFSS 2013						
Hausse de 8% à 20% du forfait social en épargne salariale		0,6	1,8	2,4	R	F
Hausse de 2 points du prélèvement social sur les revenus du patrimoine		0,8	1,8	2,6	R	F
LFR 2 2011						
Hausse de 1,2 points des prélèvements sociaux sur les revenus du capital	0,2	1,1		1,3	R	F
LFSS 2011						
Majoration de 0,2 points du prélèvement social de 2% sur les revenus du capital	0,2			0,2	R	F
Taxation au fil de l'eau des contrats d'assurance vie	1,6	-0,2	-0,2	1,2	R	F
Total	2,6	6,9	6,9	16,4		

* R: Imposition des revenus de l'épargne

P: Imposition des plus-values

F: Imposition sur la fortune

** F: Prélèvements sur l'épargne financière

I: Prélèvement sur l'épargne immobilière

M: Prélèvements mixtes financier/immobilier

Source: traitement OEE IODS des Rapports du gouvernement sur les prélèvements obligatoires et leur évolution

Annexe 3 : les objectifs des dérogations fiscales

	Justice sociale	Biais cognitifs	Utilité sociale et économique
Non-imposition des intérêts du Livret A	Soutenir l'épargne populaire: c'est le produit le plus diffusé dans la population		Financement du logement social et de la politique de la ville
Non-imposition des intérêts du LDD			Financement des entreprises et développement durable
Non-imposition des plus-values et dividendes dans un PEA		Les épargnants surestiment le risque des actions, alors qu'elles ont la meilleure performance à long terme	Les entreprises ont besoin de fonds propres Maximisation du prix de cession des entreprises publiques privatisées.
Exonérations des cessions sur les FCPE	Participation des salariés aux résultats de l'entreprise		Cohésion des entreprises
Régime fiscal et prime du Plan d'Epargne Logement			Financement du logement
Taxation à 7,5% des produits de l'Assurance-vie détenue au moins 7 ans, après abattement de 4 600 € pour une personne seule; exonération de l'impôt sur les successions	Il est juste de permettre de transmettre les fruits de l'effort d'épargne en exonération d'impôt.	Spontanément les individus n'épargnent pas suffisamment à long terme pour lisser leur niveau de vie	Les investissements de l'assurance vie en OAT diminuent le coût de l'endettement public. (justification implicite)
Non-imposition des loyers implicites (résidence principale)	-	-	-
Non-imposition des plus-values à la vente de la résidence principale	Le produit de la vente est souvent utilisé pour acheter un nouveau logement ayant lui aussi enregistré une hausse de prix.	-	La mobilité géographique est un facteur de croissance
Dispositifs en faveur de l'investissement immobilier locatif			Soutenir la construction de logements
Réductions d'ISF et d'IRPP pour les investissements en actions non cotées de PME		Asymétries d'information entre l'investisseur et l'entrepreneur	Développement de start-up et de PME qui ne bénéficient pas des capitaux mobilisés par la Bourse.

Réductions d'ISF et d'IRPP pour les investissements sur un FCPI ou un FIP		Risque élevé en cas d'investissement non diversifié mais rendement élevé en cas d'investissement diversifié	Soutien à l'innovation, donc à la compétitivité.
Régime fiscal et social de faveur pour les plus-values de cession des Bons de Souscription de Parts de Créateurs d'Entreprises			Inciter à la création d'entreprises
Déduction du revenu imposable des intérêts d'emprunt pour la souscription au capital de sociétés nouvelles			Inciter à la création d'entreprises
Déduction du revenu imposable des pertes en capital sur des souscriptions au capital d'une société nouvelle ou en redressement judiciaire de l'assiette du revenu imposable			Inciter à la création et au sauvetage d'entreprises
Exonération d'impôt sur les plus-values de cession des Jeunes Entreprises Innovantes			Soutenir l'innovation dans les start-up
Réduction de l'impôt sur le revenu et de l'ISF en cas de souscription au capital de sociétés non cotées			Financer les PME
Exonération des droits de mutation en cas de cession de l'entreprise à un salarié ou au conjoint du cédant			Assurer la pérennité des PME