
LES CAHIERS DU CENTRE

Numéro 28

- Actualités -

Août
2015

SOMMAIRE

CAHIERS DU CENTRE

Revue publiée par le Centre des Professions Financières (CPF)

CPF

20, rue de l'Arcade - 75008 Paris

Tél : 01 44 94 02 55

Fax : 01 44 94 02 62

www.professionsfinancieres.com

contact@professionsfinancieres.com

Présidents du comité de rédaction

Jean-Jacques PERQUEL

Jean-Pierre MAUREAU

Responsable de la publication

Loriane VIU

l.viu@professionsfinancieres.com

* *
*

EDITORIAL

« *Devoirs de Vacances* »

Jean-Pierre MAUREAU, AXOS Page 1

« *Et si le travail était la solution ?* »

Jean-Hervé Lorenzi : Cercle des économistes Page 3

« *QUELS FLUX D'EPARGNE LONGUE DEMAIN ?* »

Lionel Tourtier : Générations E.R.I.C. Page 5

« *LA REMUNERATION DIFFEREE DE RETRAITE* »

Maître Bruno SERIZAY : Capstan Avocats..... Page 11

« *Les OPCVM français sont-ils en danger ?* »

Jean-Pierre Maureau : AXOS..... Page 14

ÉDITO

« Devoirs de Vacances »

« *Et si le travail était la solution ?* » C'est sur ce thème que ce sont tenues, en ce début de juillet, à Aix en Provence, les 15^{ème} rencontres du Cercle des Economistes présidé par Jean-Hervé Lorenzi. Avec son autorisation, voici le texte de la version résumé du communiqué final et les 12 propositions qui découlent de ces travaux qui, cette année encore ont réuni des personnalités de premier rang et, ont été d'une grande productivité.



Lionel Tourtier, Délégué Général de Générations E.R.I.C. et membre du Club des Investisseurs de Long Terme, analyse les incidences du vieillissement de la population sur les perspectives du développement, en France, d'une épargne longue. Réflexions sur l'évolution de la structure de l'épargne, l'employabilité des séniors et futurs séniors, la nécessité de changements radicaux.



Dans la ligne de ces réflexions, Maître Bruno SERIZAY, Président de Capstan Avocats, spécialiste reconnu des retraites, présente un projet d'épargne en vue de la retraite ; proposition simple, transparente et sécurisée de création, à travers le cadre collectif de l'entreprise, d'une épargne individualisée en vue de la retraite.



La mise en place de la directive Solvabilité II a donné lieu, au début de l'été, à une forte mobilisation de Place visant à éviter, qu'une position réglementaire trop extrême soit létale pour de nombreux investissements en actions, fatale à la majorité des institutionnels français et de ce fait au financement de notre économie. Le Club des Investisseurs de Long Terme est naturellement mobilisé sur ce sujet qui n'est pas encore tranché.

Jean-Pierre MAUREAU
Les Cahiers du Centre
CILT

20 juillet 2015

* * *

Si vous avez des questions, n'hésitez pas à consulter notre site Internet :

www.professionsfinancieres.com

Ou contactez-nous au Centre des Professions Financières :

Centre des Professions Financières

20 rue de l'Arcade, 75008 Paris

Contact :

contact@professionsfinancieres.com

Téléphone : + 33 (0)1 44 94 02 55

* * *

Et si le travail était la solution ? (15^{ème} Rencontres Économiques d'Aix-en-Provence)

À l'heure où, dans le monde, à peine 3 milliards de personnes ont une activité salariée ou indépendante, sur 5 milliards en âge de travailler, il peut sembler provocateur de vanter les mérites du travail. Pourtant, s'il met à profit les gains de productivité, le travail est essentiel pour surmonter les tensions politiques, identitaires et sociales. Les chocs technologiques, démographiques et environnementaux, forcent le travail à évoluer pour demeurer facteur de progrès matériel, d'épanouissement individuel, de construction du lien social. Les bouleversements conjoints de la robotisation, du *big data*, et de l'économie collaborative, bouleversent souvent notre rapport au travail, mais l'Europe et la France, loin de l'attitude craintive qui prévaut trop souvent, doivent apprendre à les percevoir comme des développements bienvenus, facteurs de richesses et de nouvelles opportunités d'emplois.

D'ici deux décennies, il faudra absorber chaque année 40 millions de nouveaux entrants sur le marché du travail, satisfaire les besoins élémentaires d'une population de 9 milliards d'individus, et tirer parti des migrations, aujourd'hui souvent perçues comme des dangers. En Europe, plutôt qu'une approche exclusivement financière, un marché du travail unifié doit être le cœur du projet politique, et compléter, via l'apprentissage, la mobilité, et la protection, les marchés uniques des biens et des capitaux. Il faut construire une protection sociale européenne adaptée à l'ère du numérique et des mobilités.

Enfin, il y a l'urgence française, celle du drame du chômage et du sous-emploi. Nos mentalités doivent s'adapter à la polarisation technologique et à la mondialisation. Nous voulons affirmer le respect dû à tous les métiers, et entrer dans le paradigme de la seconde chance, au-delà de l'apprentissage et de la formation professionnelle. Les sujets du contrat, du code du travail ou de son coût, doivent être évoqués. Face à des parcours désormais multiples, valorisons l'initiative individuelle, repensons la protection sociale, et retrouvons un dialogue représentatif dans l'entreprise.

12 mesures pour réhabiliter le travail

1. Encourager la mobilité du travail intra-européenne

Pour unifier le marché du travail en Europe, nous souhaitons la reconnaissance des qualifications, et les aides à la mobilité pour les professions intermédiaires. Les Agences nationales pour l'emploi doivent promouvoir les emplois vacants en Europe, et améliorer l'accueil des travailleurs mobiles.

2. Assurer la portabilité des droits dans l'Union, et créer une assurance-chômage commune

La prochaine étape de la construction européenne, c'est d'étendre à tous la portabilité de la protection sociale, notamment aux non-salariés. À terme, la mutualisation partielle du risque économique, via une assurance-chômage commune en zone euro, viendrait compléter les dispositifs nationaux.

3. Faire de l'apprentissage pour les moins éduqués un grand projet européen

Nous soutenons le projet Erasmus Pro, qui pour un coût de 5 milliards d'euros, dérisoire au vu de l'enjeu, permettrait d'atteindre dans toute l'Europe, avec un million de participants d'ici 2020, les taux d'apprentissage élevés obtenus dans certains pays, en ciblant les élèves les moins formés.

4. Construire le marché unique du numérique, pour une Europe technologique pionnière

Construire un véritable marché unique du numérique, et faire émerger un écosystème européen de l'innovation, passe par la convergence des conditions d'exercice des entreprises du secteur. Une autorité européenne de régulation des télécoms réduirait la fragmentation du marché, et permettrait la naissance de géants européens capables de rivaliser avec les GAFAs.

5. Coordonner les politiques migratoires en Europe

Au-delà de la tragédie des personnes migrantes en Méditerranée, qui requiert une approche commune, l'Europe gagnerait à ne plus considérer les migrants économiques comme un coût. Pour attirer les plus qualifiés, il faut pérenniser les parcours étudiants, et instaurer des titres de séjour pour les entrepreneurs. Pour les moins qualifiés, il faut faciliter leur intégration, notamment l'accès au logement.

6. Concentrer les allègements de charges sur les bas salaires pour relancer l'emploi peu qualifié

Il faut réduire le coût du travail des bas salaires en reprofilant les allègements de charge du Pacte de Responsabilité, pour supprimer les cotisations patronales restantes au niveau du SMIC. S'agissant des plus qualifiés, il faut revoir le mode de détermination des salaires, en favorisant des accords d'entreprise qui tiennent compte de façon fine de l'environnement économique.

7. Garantir pouvoir d'achat et incitations à l'emploi par un revenu socle repensé

Pour garantir une incitation claire au retour à l'emploi, nous recommandons de fusionner les Aides Personnelles au Logement, le RSA, et la prime d'activité. Ce filet de sécurité, sanctuarisé et revalorisé chaque année, est un meilleur instrument de redistribution que le salaire minimum, qui serait désindexé jusqu'à la baisse du chômage sous un seuil acceptable.

8. Créer un contrat de travail progressif et protecteur, pour lutter contre la dualité du marché

Pour trouver un meilleur équilibre entre facilité d'insertion, et prévisibilité du contrat pour accéder au logement et au crédit, nous privilégions un contrat progressif, aux droits croissants avec l'ancienneté, et la suppression de la « cause sérieuse » de licenciement économique. En contrepartie, un bonus-malus de cotisations-chômage responsabiliserait les entreprises selon leur impact net sur les comptes sociaux.

9. Libéraliser les marchés de biens et services capables de créer rapidement de l'emploi

Nous pouvons créer massivement des emplois, en ouvrant des professions rendues accessibles par le développement de la technologie. Généraliser le contrat de projet ou faciliter le recours au temps partiel sont d'autres pistes, tout comme un plan massif en faveur de la construction, qui implique d'accroître le foncier disponible, de baisser les droits de mutation, et de réformer le marché locatif.

10. Structurer le marché de la formation professionnelle : un droit pour chacun à une 2^e chance

Il faut faire de la formation professionnelle une véritable fabrique de la deuxième chance, en individualisant le choix de formation et en assurant la portabilité des droits. Le Compte Personnel de Formation, abondé de façon inversement proportionnelle au diplôme, serait utilisé directement par les bénéficiaires, auprès de prestataires certifiés de façon indépendante.

11. Donner un rôle central à l'accord collectif en assurant la représentativité du dialogue social

Nous souhaitons que l'Etat se limite à fixer les normes fondamentales, mais que des accords négociés dans l'entreprise ou la branche puissent moduler les règles applicables. Ce rôle accru des représentants du personnel suppose, afin d'améliorer la diversité de la représentation, que chaque employé, sans condition d'appartenance à un syndicat, puisse se présenter aux élections professionnelles.

12. Construire la protection sociale des nouvelles formes d'emploi à l'ère du numérique

Libérer l'initiative entrepreneuriale, à l'ère du numérique et de l'économie collaborative, passe par le relèvement des seuils de chiffre d'affaires des auto-entrepreneurs, tout en évitant le salariat dissimulé. Il faut adapter notre contrat social à la croissance du statut d'indépendant, en refondant un régime de sécurité sociale des indépendants, qui financerait séparément une sécurité sociale de base, et obéirait à des règles de recouvrement strictes.

Le Cercle des économistes

* * *

QUELS FLUX D'ÉPARGNE LONGUE DEMAIN ?

Q. : Pourquoi une telle interrogation ouverte au sein de GENERATIONS E.R.I.C. ?

R. : Notre crédo, c'est qu'il faut mettre en place une retraite par capitalisation en complément de la répartition qui va perdurer, cette dernière constituant un poids prédominant. La retraite par répartition est un socle important à préserver. La retraite par capitalisation n'est donc, selon nous, qu'un complément qui, d'ailleurs, doit être en totale cohérence juridique avec le dispositif de base : une rémunération différée. C'est d'ailleurs le cas avec le dispositif de la RDR¹ conçu par Maître Serizay de Capstan et sur lequel nous travaillons avec lui depuis plus d'un an pour une application opérationnelle. En conjuguant les deux régimes, nous devrions obtenir un système de retraite bien mutualisé aux plans économique et démographique. La répartition, ce sont des droits futurs, fondés sur la croissance à terme ; la capitalisation, ce sont des droits constitués immédiatement sur la croissance actuelle. Dans un cas, il y a une promesse, dans l'autre, il y a une épargne qui se constitue progressivement. Mais instaurer une retraite complémentaire par capitalisation implique d'étudier de façon précise les capacités d'épargne futures et les conditions de gestion de cette épargne par rapport à un environnement économique qui sera très différent de celui des dernières décennies. C'est la réflexion que nous avons ouverte depuis la rentrée 2014, notamment avec le LAB, le Laboratoire Assurance Banque.

Q. : Quelle est votre approche ?

R. : Il faut partir de l'existant et recenser les multiples variables qui vont faire évoluer la situation des revenus et de l'épargne, ce qui traduit une problématique très complexe. Commençons par le taux d'épargne. Rappelons que l'INSEE définit ce taux comme la part du revenu des ménages non consommé² et non l'épargne détenue chez les intermédiaires financiers. Il faut éviter cette première confusion. Ensuite, ce taux est souvent présenté, de façon globale, à un niveau élevé en France par rapport aux pays européens : environ 16 %. Cela donne l'illusion que tous les Français épargnent individuellement de façon importante. Or, comme l'a démontré l'INSEE à plusieurs reprises, le taux d'épargne est très concentré sur les deux derniers quintiles de revenus. Selon l'enquête INSEE « *Qui épargne ? Qui désépargne ?* », publiée en 2014, les 25 % des ménages épargnant en 2009 la part la plus importante de leurs revenus (plus de 33 %) contribuaient à 72 % de l'épargne nationale annuelle ! Alors qu'un ménage sur trois a un taux d'épargne négatif. Cette réalité est d'ailleurs conforme à la fonction de consommation keynésienne : la propension moyenne à consommer diminue à mesure que le revenu augmente, ce qui explique que le taux d'épargne est plus élevé chez les ménages aisés. Aujourd'hui, le salaire médian est de 1.739 €, ce qui ne laisse pas beaucoup de capacité d'épargne en volume pour les 50 % des salariés situés en dessous de la médiane. Il y a aussi l'effet cycle de vie qui veut que les seniors aient une épargne importante. Mais il faut être davantage prudent sur cette théorie : dans la classe d'âge 50 à 90 ans, les seniors aisés ne représentent que 20 % de ce segment. A l'inverse, les jeunes actifs et les classes moyennes ont un taux d'épargne faible et surtout un volume d'épargne qui tend et tendra de plus en plus à se réduire. La structure familiale joue également : les familles avec plusieurs enfants ont un taux d'épargne plutôt bas. Il faut également bien comprendre ce que recouvre ce taux d'épargne par rapport aux générations accédant à la propriété.

Q. : Plus précisément ?

R. : Le taux de l'INSEE inclut dans sa définition les remboursements en capital des crédits immobiliers (les intérêts ne sont pas pris en compte). Pour mémoire, l'encours des crédits immobiliers tourne autour de 840 milliards. Or, les ménages emprunteurs ont été en forte augmentation à partir de 1995

¹ RDR : c'est une *Rémunération Différée de Retraite* qui est un donc un part de salaire capitalisée et reversée sous forme de rentes lors de la retraite. Le salarié ne verse pas de cotisations.

²² Rapport entre l'épargne des ménages et le revenu disponible brut = taux d'épargne

et ils sont entrés dans la phase d'amortissement en capital. Donc, si l'on enlève cette composante « d'épargne forcée », le taux réel de l'épargne est plus faible que présenté dans les médias et par les responsables politiques. Il exprime déjà une affectation de l'épargne dans l'immobilier. La part disponible pour le financement d'autres investissements est donc moindre. Par exemple, pour un taux d'épargne de 15,1 % en 2014, le taux d'épargne financière s'élève seulement à 6,1 % (dont environ un tiers pour l'épargne bilancielle) par rapport à un taux d'investissement en logement de 8,6 %³. Mais, là encore, il faut faire un peu de projections : actuellement, plus de la moitié des ménages s'endettent sur 20 ans. Ce qui ne laissera pas de capacité d'épargne pour d'autres objectifs. En résumé, un certain nombre de ménages, minoritaires, concentrent l'épargne dans nos pays. En outre, ce taux intègre le remboursement en capital des crédits immobiliers, en particulier dans le cadre des investissements locatifs dont le levier fiscal intéresse au premier chef ces ménages aisés. Mais cette donnée peut changer de façon significative. Surtout dès lors que la situation des ménages aisés évoluerait défavorablement, par exemple par la pression fiscale, ou qu'ils procéderaient à des arbitrages en faveur de la consommation. C'est bien ces points qu'il faut étudier en termes de prospective.

Q. : Donc, premier constat de référence : une épargne mal répartie et déjà en partie investie ?

R. : Oui, et cette situation de mauvaise répartition se retrouve dans les régimes d'épargne collective. Prenez l'épargne salariale : selon l'INSEE, en 2010, « les 10 % de salariés ayant perçu les primes les plus élevées se partagent 57 % des montants de participation, d'intéressement et d'épargne salariale. » C'était 40 % en 2002 ! En outre, le nombre de bénéficiaires diminue depuis 3 ans. Quant à l'épargne-retraite, les contrats de type art. 83 et 39 ont surtout été mis en place dans les entreprises pour les cadres dont on anticipait une forte diminution des taux de remplacement. Seuls 90.000 retraités bénéficient d'une pension complémentaire au titre d'un régime à prestations définies. On recense 4 millions de salariés sur les 16, en phase de constitution de droits pour les art.83. Un retraité seulement sur 8 perçoit une rente ! La loi de réforme des retraites de 2010 a fixé la règle de l'extension, mais il y a une différence entre mettre en place un dispositif et le financer à la hauteur des enjeux. Les statistiques de l'épargne-retraite parlent d'elles-mêmes : les encours sont ridiculement faibles, 185 milliards de provisions mathématiques, étant précisé que pour nous, l'assurance-vie n'est pas un dispositif d'épargne-retraite (durée de détention courte et rachats possibles à tout moment).

Q. : Vous pensez que parce qu'il y a concentration de l'épargne, il y a donc davantage de risque de désépargne à terme ?

R. : Oui, cette bonne santé apparente de l'épargne risque de ne pas perdurer avec les vagues d. Il ne faut pas sous-estimer l'impact du vieillissement qui va probablement entraîner une désépargne chez les seniors et les retraités, surtout si les pensions des régimes Agirc Arrco fléchissent fortement, c'est-à-dire de l'ordre de 15 %, sans parler de la désindexation. Ainsi, par rapport à une retraite moyenne d'un cadre d'environ 4.000 € par mois, une baisse de 15 % de la pension représente 600 €, ce qui est considérable. Les dépenses de santé étant multipliées par trois à partir de 65 ans, une couverture santé représente au moins 200 € par mois en souscription individuelle pour les deux conjoints retraités. D'un côté, nous aurons moins de pensions de retraite et de l'autre, plus de charges. La retraite moyenne est de 1.216 €⁴ nets⁵, par rapport à un seuil de pauvreté de 977 €. D'où le risque de désépargne chez les seniors. D'ailleurs, la presse s'est fait l'écho récemment des ventes de biens immobiliers par des seniors confrontés à une insuffisance de pensions de retraite. Bien entendu, pour conforter cette hypothèse, il faudrait davantage de mesures sur la distribution statistique du stock d'épargne des retraités et futurs retraités croisée avec le taux de remplacement. Mais au-delà, il y a

³ Rapport entre la formation brute de capital fixe des ménages (hors entrepreneurs individuels) et le revenu disponible brut.

⁴ 6 millions de de retraités touchent moins de 1 200 € par mois et 564.000 perçoivent l'Aspa.

⁵ En outre, le niveau de vie des retraités a baissé entre 2010 et 2015.

une autre interrogation qui se pose et auquel nous nous intéressons : la possibilité d'un taux d'épargne plus faible des classes actives par rapport aux générations antérieures.

Q : Vous voulez dire que l'on peut être confronté à deux évolutions simultanées : désépargne d'une part chez les seniors en raison du vieillissement et baisse de la capacité d'épargne des actifs ?

R : Effectivement, c'est un second niveau d'analyse dans les scénarios à étudier. Bien évidemment, nous sommes dans la prospective, donc ce n'est qu'une hypothèse. Mais gardons toujours à l'esprit que le taux d'épargne médian augmente significativement avec le quintile de revenu courant. Or, il y a des éléments macro-économiques structurants à prendre en considération aujourd'hui dans les projections des revenus. Ainsi, le faible taux de croissance potentiel de l'économie⁶ pose la question du niveau de revenu des classes d'âge actives (18 à 64 ans) et de son évolution. Au passage, ces générations sont celles qui vont supporter la charge d'un nombre d'inactifs en forte augmentation d'ici 2040 à 2060, ce dont témoignent les ratios de dépendance démographique et économique. Cette charge porte beaucoup sur les dépenses de protection sociale. Or, si l'on retient les analyses de l'INSEE et de l'Observatoire des Inégalités, nous constatons que les générations X, Y et Z sont beaucoup plus défavorisés que celle des baby-boomers.

Q : En quoi sont-elles plus particulièrement défavorisées ?

R : D'abord, le niveau de vie⁷ par génération montre une tendance à la baisse et ce de façon constante si l'on compare les générations depuis 1945. Ainsi, chaque génération trouve une situation dégradée par rapport à la précédente. Notons que c'est une situation spécifique à la France que l'on ne retrouve pas dans d'autres pays d'Europe ou aux U.S.A., même si les inégalités sont plus criantes dans le monde anglo-saxon. Selon le sociologue Louis Chauvel⁸, sur les 40 dernières années, les grands gagnants du changement économique sont les jeunes retraités des classes moyennes, qui ont aujourd'hui entre 60 et 70 ans : a contrario, depuis 1984, le niveau de vie relatif des 30 ans a baissé de 17 % versus celui des 60 ans.

Q : Comment résumer cette situation ?

R : L'entrée plus ou moins tardive sur le marché de l'emploi, le déclassement des diplômés, le niveau élevé du SMIC qui tire vers le bas les échelles salariales, la prolifération des « petits boulots » et des CDD, etc... En fait, cette situation défavorable aux générations X, Y et Z doit être reliée à la question plus centrale, même cruciale, du rapport entre l'évolution des salaires et la productivité au regard d'un tissu économique qui se tertiarise de plus en plus, qui plus est sur des segments à faible valeur ajoutée, donc avec peu de gains réels de productivité, contrairement aux emplois dans l'industrie. Cela rejoint deux autres constats : le premier, c'est l'insuffisance de qualification de la population active face aux nouvelles technologies. Patrick Artus⁹ a souvent souligné cette faiblesse pour expliquer que même si les entreprises voulaient augmenter leurs investissements, ne serait-ce que pour monter la compétitivité de leur gamme de produits, il n'est pas certain qu'elles puissent le faire au regard de l'insuffisance de qualification de la main d'œuvre. Dans la « troisième révolution industrielle » dont l'enjeu est souligné par Christian Saint-Etienne, ce manque de qualification est critique. Le second élément qui rejoint le premier, c'est une formation professionnelle très mal répartie, en particulier sur les seniors, ce qui réduit leur employabilité par manque d'adaptation aux nouvelles organisations

⁶ La croissance potentielle est la combinaison du taux de croissance, de la productivité du travail et de celui de la quantité de travail potentielle : plus simplement, on suit la somme des gains de productivité et de la croissance de la population en âge de travailler.

⁷ Niveau de vie est le revenu disponible du ménage rapporté au nombre d'unités de consommation (UC). Le niveau de vie est donc le même pour toutes les personnes d'un même ménage

⁸ « Inégalités entre les générations : la jeunesse française est-elle sacrifiée ? » Le Monde du 9 juin 2014

⁹ Conseil d'Analyse Economique : communiqué du 1^{er} octobre 2014 : redresser la croissance potentielle.

impactées par le digital. Allonger la durée d'activité pourrait être illusoire si les conditions de maintien des seniors dans l'emploi ne sont pas réunies. Mathilde Lemoine¹⁰ avait souligné cette carence.

Q. : C'était l'objet de votre Livre Blanc sur l'employabilité des seniors et futurs seniors ?

R. : Oui, dans ce Livre blanc, nous avons beaucoup insisté sur l'importance de former rapidement les 10 millions de quadras à ces technologies du numérique, car contrairement aux idées reçues, cela va impacter tous les métiers. Regardez le projet d'Amazon de robotiser massivement ses centres de stockage, depuis le rachat de Kiva System fin 2012. Un robot travaille 24h sur 24, 7 jours sur 7, ne déjeune pas, ne fait pas grève... De même, Amazon teste des drones volants pour la livraison de ses paquets. Le secteur de la logistique n'est qu'un exemple. Tous les domaines vont être touchés par la digitalisation et la robotique (médical, restauration...), avec à la fois, la destruction d'emplois peu qualifiés que des experts évaluent à 30 % de la population de salariés, et la création d'emplois très qualifiés. Ces évolutions des modes d'organisation vont forcément sur les deux prochaines décennies avoir des impacts sur la structure, la répartition et le niveau des revenus des ménages.

Q. : Partant de ces éléments, votre crainte, c'est que le niveau global de revenus des ménages fléchisse tendanciellement sur les décennies à venir ?

R. : Oui, d'une part avec des revenus en pouvoir d'achat plus faibles que ceux des générations antérieures¹¹, qui plus est avec une moindre progression en raison d'une baisse de la productivité, l'impact d'un déclassement en qualification, mais aussi des charges supplémentaires (retraite, santé, dépendance), ne serait-ce que par rapport à un ratio inactifs/actifs qui se dégrade. A cet égard, il y a un paradoxe à souligner : le taux de natalité qui reste à un bon niveau comparé à d'autres pays européens est, certes un gage de croissance future mais aussi de réduction temporaire de la richesse par habitant. Nous passons de 65 millions d'habitants en 2015 à 72 millions en 2040. Non seulement, dans les conditions actuelles, notre PIB ne va pas évoluer fortement (croissance potentielle faible), mais l'allongement de la durée de vie des retraités plus le maintien du taux de natalité vont augmenter le dénominateur : le PIB par habitant va mécaniquement baisser ; donc la richesse distribuée par habitant va diminuer jusqu'à ce que les jeunes entrent en activité effective, ce qui posera en outre la question de la répartition des profits et celle des inégalités de façon plus intense qu'aujourd'hui.

Q. : Il faut donc anticiper aussi une baisse de la consommation ?

R. : Du moins, il faut comprendre comment pourraient évoluer les dépenses de consommation à l'avenir et ses conséquences sur le disponible pour l'épargne. Sur ce point, notons que le pouvoir d'achat n'est pas un indicateur suffisant dans un travail prospectif sur l'épargne, car il est peu précis. Il faut plutôt analyser le comportement réel de consommation des ménages à travers le concept de « dépenses contraintes » ou « dépenses de consommation déjà affectées », parce que c'est plus concret pour comprendre les marges de manœuvre des ménages qui veulent se constituer une épargne. Par exemple, le poids de la charge financière des locations pour les jeunes générations est un poste important. On trouve même des phénomènes de colocation pour les quadras, voire le retour chez les parents suite au chômage ou à un divorce. Mais la propension à consommer d'un ménage revêt aussi une dimension sociale : elle dépend non seulement de son revenu, mais également d'un « effet de démonstration » exercé par les ménages à revenu élevé, qui pousse vers le haut la consommation des ménages à revenu faible. Le meilleur exemple est l'iPhone ou l'iPad. C'est particulièrement important pour analyser le comportement des jeunes générations, très influencées par cet « effet social ».

¹⁰ Article dans la revue Sociétal N° 79: « La croissance face au vieillissement »

¹¹ Pour les générations nées après 1950, la croissance ne s'est pas matérialisée par un niveau de vie plus élevé en 2003. Ce constat peut être répété de générations en générations.

Q. : Cette situation peut être contrebalancée par les transferts intergénérationnels : les dons des parents et grands-parents ?

R. : C'est possible mais cela va dans le sens d'une désépargne si les transferts sont destinés à la consommation. Toutefois, les « transferts en provenance d'autres ménages » sont inclus dans le revenu disponible brut ce qui est une information très significative en ces temps de solidarités intergénérationnelles. Cela dit, il ne faut pas oublier que la question de la dépendance va se heurter aussi à des contingences sociales : les jeunes générations n'ont pas le même système de valeurs que les anciennes, très marqués par le sens du devoir. Rien ne dit que les personnes en perte d'autonomie seront assistées par leurs enfants. Par exemple, les femmes des générations nées dans les années 1960 (Génération X), qui auront été de plus en plus actives, n'auront pas les mêmes aspirations à prendre en charge leurs aînés une fois arrivées à l'âge de la retraite. Et l'Etat ne bénéficiera pas d'une situation budgétaire permettant un même niveau de prise en charge qu'aujourd'hui (APA). D'ailleurs, la dégradation du revenu médian que nous avons prévue devrait être amplifiée par une baisse des transferts sociaux qui jouent, dans notre pays, un rôle non négligeable dans la composition des revenus des ménages. Les contraintes exercées au plan du budget de l'Etat et de la dette publique ne vont pas se réduire, loin s'en faut. L'endettement de la nation est trop élevé. Nous considérons que l'on ne peut continuer de financer en partie par la dette les dépenses de protection sociale qui atteignent 34 % du PIB. Les dépenses de santé vont augmenter du fait du vieillissement (au moins 1,5 points de PIB en plus), ce qui conduira inexorablement à un « reste à charge » par ménage plus élevé que celui observé depuis plusieurs années dans notre pays. Il faudra bien que les ménages couvrent cette augmentation du reste à charge, notamment en dépenses de santé. Cela contractera leur capacité d'épargne.

Q. : Existe-t-il d'autres facteurs à prendre en considération ?

R. : Oui, et en premier lieu la fiscalité. Ainsi, pour les classes moyennes, la baisse de pouvoir d'achat est effective depuis 2002 en raison de l'accroissement de la pression fiscale. Jusqu'ici, le stock de patrimoine constitué par les ménages, notamment les seniors, a bénéficié d'un environnement fiscal avantageux ; notamment parce que la rigueur budgétaire au plan de l'Etat était faible et que l'on jouait avec la limite des 3 % de Maastricht. Mais dans un cadre qui se resserre fortement au plan des finances publiques, il faut s'attendre à ce que le soutien fiscal à la diffusion des produits d'épargne se réduise de plus en plus ou soit davantage ciblé. D'ailleurs, on voit bien que la fiscalité s'est considérablement durcie sur l'ensemble des produits d'épargne financière. Le pire a été de considérer qu'il fallait aligner la fiscalité du capital sur celle du travail, ce qui a cassé la logique de l'investissement et la prise de risque associée. Ensuite, nous devons prendre en considération qu'une partie des revenus des ménages les plus aisés est très liée à ceux tirés de leurs placements. Or, le patrimoine des ménages est très concentré sur l'assurance vie et sur l'immobilier. Cette concentration est d'autant plus à analyser que ces patrimoines sont dans les mains des seniors les plus aisés. Là encore, quel impact aura le vieillissement sur la détention du patrimoine, en particulier l'immobilier et l'assurance-vie ?

Q. : D'autres facteurs encore ?

R. : Oui, mais ce n'est pas un catalogue. Ce sont des variables qui sont pour certaines corrélées ou qui peuvent l'être. Par exemple, l'épargne mondiale a certainement profité à ceux qui sont devenus seniors aujourd'hui et qui ont bénéficié de circonstances favorables. A commencer par la constitution de patrimoine immobilier à partir des années 70 lorsque l'inflation était relativement forte et gommait progressivement la charge de remboursement des crédits immobiliers. Ensuite, la capacité d'épargne libérée par cette réduction de charges s'est orientée sur les placements financiers, en particulier la bourse et il est certain que cela a amplifié la hausse des marchés financiers, puisqu'il fallait bien investir ces flux. Nous nous situons ici dans un cadre mondial, et pas national bien entendu. Donc, l'effet inverse peut se produire. Quels impacts une cession importante du stock

immobilier par les séniors¹² pourrait avoir dans un contexte déflationniste ? Quels impacts pourrait avoir une cession de plus en plus importante d'actifs financiers sur les marchés, au fur et à mesure que les seniors américains et européens prendront leur retraite et voudront mieux couvrir leurs besoins en santé et dépendance ?

Q. : En résumé, vous estimez probable une baisse des flux d'épargne et donc des variations non négligeables sur les marchés immobiliers et financiers ?

R. : Du moins, nous considérons qu'il faut étudier sérieusement la prospective de l'épargne et les modifications structurelles auxquelles on peut s'attendre dans le vieillissement, en adoptant une vision 360° qui est celle que nous privilégions chez GENERATIONS E.R.I.C. Il faut y inclure la question centrale de la productivité. Dans notre pays, nous souffrons d'un mode de raisonnement très en silo, très verticalisé et l'on reconduit facilement les tendances du passé. Or, nous sommes dans un environnement de ruptures et de complexité : il y a de plus en plus d'interactions, d'externalités et il faut croiser beaucoup d'éléments pour avoir au moins une idée des scénarios probables, afin de réagir au bon moment et prendre les mesures correctrices. Nous considérons que l'impact du vieillissement est très sous-estimé. Nous partageons sur ce point la vision de Jean-Hervé Lorenzi qui fait un excellent travail de recherches avec la chaire de transitions démographiques.

Lionel Tourtier,
Délégué général de GENERATIONS E.R.I.C.
Interview réalisée par Jean-Pierre Maureau

* * *

¹² 58 % des ménages sont propriétaires de leur logement principal en France.

LA REMUNERATION DIFFEREE DE RETRAITE

Bien que basées sur des paramètres systématiquement optimistes, toutes les projections des régimes de retraite complémentaire (ARRCO / AGIRC) ne peuvent écarter un épuisement des réserves à très proche échéance. Ces régimes étant fondés sur la répartition et la probabilité qu'ils soient « *nationalisés* » pour que l'Etat supporte leurs déficits étant très faible, le rétablissement de leur équilibre suppose soit une augmentation de leurs ressources, soit une diminution de leurs charges.

L'augmentation des cotisations « *contractuelles* » ne conduirait qu'à un allongement de la durée du déficit ; celle des « *taux d'appel* » conduirait à alourdir le report générationnel accentuant encore l'idée d'une génération actuelle égoïste laissant à la génération suivante une dette insupportable. L'allègement des charges nécessite un allongement des périodes cotisées qui supposerait un accroissement de l'emploi et donc tout simplement une croissance significative et durable ; on peut toujours rêver !

Plus vraisemblablement et quelles que soient les précautions de communication pour n'effrayer ni les autorités financières ni les salariés, l'équilibre imposé sera réalisé par l'augmentation de la valeur du point de retraite (à l'achat) et la stagnation (la réduction) du salaire de référence (la valeur du point liquidé) et donc par la diminution des pensions.

Ce processus de diminution des pensions est engagé depuis les réformes de 1994 / 2003 mais a été relativement insensible, compte tenu du niveau exceptionnellement élevé (en considération des situations non françaises) des pensions ; il s'accroîtra significativement dans des proportions telles que l'équilibre économique et social national sera bouleversé. On peut estimer soit qu'il appartient à chaque actif, informé de la situation, de réaliser l'épargne qui lui permettra de faire face à la dégradation de son pouvoir d'achat futur, soit que les entreprises, lorsqu'elles en ont les moyens, peuvent avoir un intérêt à favoriser un haut niveau de pouvoir d'achat des futurs retraités.

La seconde option justifie la mise en place de régimes destinés à créer, dans le cadre collectif de l'entreprise, une épargne individualisée en vue de la retraite.

L'incitation faite aux entreprises, par la réforme de 2003, de développer l'épargne de retraite s'est pour partie fracassée dans le gouffre du déficit de la Sécurité Sociale et pour partie disqualifiée par des pratiques douteuses bien que très exceptionnelles :

- Il a progressivement été institué l'idée que les exonérations sociales dont bénéficie, de façon très restrictives pourtant, le financement des régimes de retraite à cotisations définies étaient injustes et antisociales parce qu'établies au profit des salariés les mieux rémunérés et donc les plus privilégiés ; peu importe que le club des privilégiés réunisse plusieurs millions de salariés, peu importe que les exonérations reposent en réalité sur un principe de double soumission aux taxes sociales et fiscales strictement contraire, à la Constitution, le discrédit et l'insécurité juridique résultant d'un changement permanent des réglementations ont fait leur affaire à ces régimes à cotisations définies.
- Quelques acquisitions extravagantes de pensions, mais plus encore le constat du caractère surréaliste de la promesse d'une retraite conditionnée à l'achèvement de la carrière dans l'entreprise ont consacré l'obsolescence des régimes chapeaux.

Le PERCO – mécanisme hybride tant dans son financement que dans son utilisation – n’a pas réussi à constituer le vecteur de constitution de l’épargne de retraite. Il faut donc concevoir un système d’épargne en vue de la retraite qui réunisse trois caractères : la simplicité, la transparence et la sécurité. La « *Rémunération Différée de Retraite* » réunit ces trois qualités :

- ① Le système doit être **simple** : acquise dans le cadre professionnel, la *Rémunération Différée de Retraite* constitue une rémunération acquise en contrepartie du travail dont la mise à disposition à partir de l’âge de la retraite. Cette *Rémunération Différée de Retraite* a donc fondamentalement la même nature que le salaire. Elle doit participer, comme le salaire immédiat, au financement de la solidarité nationale et donc être soumise aux mêmes charges de Sécurité Sociale (hors accident du travail) que le salaire. Les charges salariales doivent être prélevées sur les « *Rémunérations Différées de Retraite* » au fur et à mesure de leur mise à disposition des retraités (à l’exclusion de tout prélèvement réalisé au moment de la constitution ou lors de la gestion de l’épargne) ; les contributions patronales peuvent opportunément être versées au moment où l’épargne est sécurisée conformément au mécanisme visé (cf. infra point ③). La *Rémunération Différée de Retraite* est naturellement soumise à l’impôt sur le revenu (dans la catégorie des traitements et salaires).

Ainsi, la suspicion de privilège lié aux actuelles exonérations disparaît au profit d’une solution **simplicissime**, assimilant rationnellement la rémunération perçue lors de la retraite à la rémunération immédiate.

- ② La rémunération est un moyen fondamental de management collectif et individuel ; elle doit donc être totalement **transparente**. Au-delà du salaire contractuel et individualisé, la *Rémunération Différée de Retraite* constitue un complément tenant compte de la performance de l’entreprise et de celle de chaque salarié. Comme pour la rémunération de base, la négociation annuelle sur les salaires peut définir les caractéristiques de la *Rémunération Différée de Retraite*, en précisant notamment d’une part les bénéficiaires et d’autre part les conditions et critères de performance. A défaut d’accord, l’employeur peut définir ces caractéristiques par décision unilatérale et/ou sur approbation référendaire. Ces modes d’intervention sont expressément reconnus par la loi.

Ces éléments et donc chaque *Rémunération Différée de Retraite* sont évidemment soumis au contrôle des instances de gouvernance ad hoc dans les sociétés commerciales et particulièrement celles faisant appel public à l’épargne.

Ces processus, permettant de définir la *Rémunération Différée de Retraite*, en amont et en fonction permanente de la situation économique de l’entreprise, exclut tout effet irréversible (non compatible avec la volatilité des entreprises) et tout engagement futur non financé. La rémunération différée de retraite ne constitue donc pas une charge pesant sur l’avenir des entreprises.

La **transparence** est totale.

- ③ Dès lors que la rémunération, bien que sa mise à disposition soit différée dans le temps, est acquise en contrepartie de l’activité professionnelle, cette épargne doit être **sécurisée** tant à l’égard de l’évolution économique de l’entreprise qu’afin de garantir la portabilité consécutive à l’évolution professionnelle de l’entreprise.

Cette sécurisation suppose qu'immédiatement à son acquisition, la *Rémunération Différée de Retraite* soit versée par l'entreprise à un organisme habilité (type organisme d'assurance) qui garantisse d'une part la somme versée y compris en cas de pré décès du salarié et d'autre part, à compter du jour de la liquidation, le service viager de la *Rémunération Différée de Retraite*.

Cette opération de sécurisation qui n'a, en aucun cas, pour destination de rendre les fonds immédiatement disponibles pour le salarié (avant l'âge de la retraite) ni de permettre au retraité de les récupérer autrement que sous forme d'une rémunération différée (une rente) à l'exclusion de tout capital (hors du pré décès) ne justifie, au regard du droit constitutionnel de propriété et des principes généraux du droit fiscal, aucune taxe fiscale ni contribution ou cotisation sociale (étant souligné, qu'en revanche, lorsque la rémunération différée de retraite est mise à disposition – sous forme de rentes – elle est traitée comme du salaire). Cette sécurisation sociale et fiscale, qui permet la totale portabilité de l'épargne, est également établie au plan juridique : dès lors que la *Rémunération Différée de Retraite* – contrairement aux régimes de retraite supplémentaire actuels – ne bénéficie d'aucun privilège social ou fiscal, l'encadrement et le contrôle contre nature instaurés depuis 10 ans par la Direction de la Sécurité Sociale, via les URSSAF, perdent tout objet, libérant l'entreprise de contraintes toujours renouvelées.

La sécurité est acquise pour l'entreprise et les salariés mais aussi pour l'Etat.

Au final, la simplicité, la transparence et la sécurité qu'offre le mécanisme de la *Rémunération Différée de Retraite* est de nature à permettre aux entreprises – à titre d'initiative pour celles qui, comme dans les années 50 pour la retraite complémentaire, disposent de moyens suffisants – de constituer une épargne de retraite individualisée et définitivement acquise, dans un cadre collectif, au profit des salariés les plus exposés aux insuffisances des régimes légaux – comme lors de la création des régimes complémentaires. Ne doutons pas que l'exemplarité incitera, sur la base du volontariat, à la progressive expansion du mécanisme.

Les adaptations de la réglementation sont très structurantes mais peu difficiles à mettre en œuvre : il n'est créé aucun nouveau « produit », ni aucune usine à gaz.

Maître Bruno SERIZAY,
Président de Capstan Avocats

* * *

Les OPCVM français sont-ils en danger ?

La fédération des Sociétés d'Assurances, l'AFG, conjointement avec l'AF2I se sont mobilisées face à un projet de normes techniques de l'EIOPA. L'importance et l'urgence des enjeux le nécessitaient.

Les sociétés d'assurances et les autres institutions, désormais soumises à la réglementation Solvabilité II (mutuelles, organismes de prévoyance), détiennent des positions en actions qu'ils gèrent soit en direct soit en les confiant à des sociétés de gestion avec des mandats ou avec des OPCVM dédiés ou ouverts.

Selon les institutions, la part consacré aux actions est variable. La structure d'allocation d'actifs dépend des engagements de passifs mais aussi maintenant du niveau de fonds propres exigé pour chaque classe d'actifs. Pour les actions de l'OCDE le stress test de l'état T3 dans l'ancienne réglementation était de 40% sans atténuation ; les mesures transitoires d'entrée en 2016 dans Solvabilité II prévoient d'importants abattements, progressifs jusqu'en 2023, qui, au surcroît, ne tiennent pas compte d'un bénéfice supplémentaire dû à la diversification.

Schématiquement toute action acquise avant le 1^{er} janvier 2016 bénéficie d'un chargement de 22% en 2016 puis d'une évolution, au moins linéaire, à 7 ans vers 39%.

Si le principe est clair pour les actions détenues en direct, comment l'appliquer pour les investissements réalisés en OPCVM actions ? Dans une première mouture le projet de norme technique envisagé par l'EIOPA retiendrait une méthode complexe, lourde et coûteuse à mettre en œuvre, entraînant de nombreux effets pervers tant pour les investisseurs dont la comptabilité serait impactée par des opérations dont ils n'auraient pas la maîtrise (notamment les évolutions de passifs des OPCVM réalisées par les mouvements d'autres porteurs), que pour les gérants d'OPCVM qui devraient mettre en place un système administratif lourd assurant la traçabilité des titres détenus dans l'OPCVM pour distinguer, dans chaque ligne action, la part des titres détenus avant le 1^{er} janvier 2016 et la part des titres acquis postérieurement. Ces charges devraient, de plus, être supportées par les autres porteurs de parts ou d'actions de ces OPCVM même s'ils ne sont pas concernés par Solvabilité II.

Une seconde solution, plus simple, est en réalité la seule opérante, elle conduit l'institutionnel à différencier dans un stock de parts ou d'actions d'OPCVM, celles acquises avant le 1^{er} janvier 2016 qui bénéficieraient du régime transitoire tant qu'elles seraient conservées de celles acquises après le 1^{er} janvier 2016, soumises au régime standard. Cette solution reste conforme à l'esprit des dispositions réglementaires.

La première version du projet de normes fait clairement courir le risque de déclencher d'importantes ventes d'OPCVM par les institutions soumises à Solvabilité II, les amenant à réaliser, en une fois, une partie importante de leur stock de plus-value et les faisant peser lourdement sur le marché (probablement, principalement français) avec les conséquences que l'on peut imaginer, en plus, pour des sociétés de gestion, des analystes financiers, toute une famille de professionnels connaissant intimement nos sociétés françaises qui seraient probablement balayées définitivement du paysage.

La seconde, par ailleurs, plus dans la ligne du décret n° 205 513 du 7 mai 2015 relatif entre autre à Solvabilité II pourrait encourager des institutionnels dont la part actions peut être augmentée, à bénéficier d'une clause de « grand-père » et à investir davantage en actions d'ici à la fin de l'année.

Jean-Pierre MAUREAU

Président du Club des Investisseurs de Long Terme

Du Centre des Professions Financières

* * *