

Pour une réforme de la fiscalité du patrimoine qui  
réponde aux attentes des ménages et aux besoins  
de l'économie

## Introduction

Le Président de la République a annoncé que la réforme de la fiscalité du patrimoine serait un des chantiers majeurs de son mandat dans les mois à venir.

Il est d'autant plus important d'identifier les impératifs directeurs, rationnels, d'une réforme de la fiscalité du patrimoine que celle-ci s'effectuera dans un environnement sous contraintes fortes (budgétaires, politiques, ou sociales).

Il faut, de surcroît, porter une attention toute particulière à la question de l'orientation de l'épargne et du patrimoine, s'assurer de la transformation de l'épargne longue en investissement long et rétablir la gestion actif / passif de la Nation. Les vecteurs de financement traditionnel ne sont plus aujourd'hui en mesure de jouer leur rôle : le budget de l'Etat, ainsi que la transformation bancaire. L'épargne apparaît donc comme seul recours du financement de l'économie, et de la croissance future.

Les premiers éléments du débat public et les pistes de réflexion données par le gouvernement laissent à penser que cette réforme sera l'occasion de modifier notamment la fiscalité des revenus du patrimoine. L'impact sur les comportements d'épargne sera certain et dépendra des décisions finalement retenues support d'épargne par support d'épargne.

Les auteurs de ce groupe de travail informel, économistes, fiscalistes ou dirigeants d'entreprises, ont souhaité mettre en commun des approches diverses et complémentaires afin de définir, sur la base d'un constat partagé, les grands principes qui devraient diriger la réforme à venir, afin que celle-ci réponde à des impératifs économiques et sociétaux et afin que cette réforme soit la plus pertinente possible – notamment sur le plan de sa rationalité économique.

Membres du groupe de travail

Rapporteurs

## **Définir les objectifs de la fiscalité du patrimoine et de l'épargne : aider les Français au cours de leur cycle de vie et soutenir l'épargne longue pour une croissance durable**

Au cours des dernières décennies, la localisation géographique des capacités de financement (épargne) et des besoins de financement au niveau mondial s'est inversée. Ce sont désormais les pays émergents (et non les économies développées) qui possèdent l'essentiel de la capacité d'investissement, du fait de réserves élevées (épargne, devises).

Dans les années à venir, la compétition mondiale pour l'épargne devrait s'intensifier et le paysage international de l'épargne et de l'investissement devrait à nouveau se recomposer. Les pays émergents, en particulier et en priorité la Chine, devront mobiliser leur épargne aux fins de financement de leur propre croissance et de leur protection sociale. Il s'ensuivra, en toute vraisemblance, une limitation de la capacité de ces pays à financer les économies développées.

**Pourtant, les pays développés devront toujours faire appel à une épargne et ce, dans de grandes quantités.**

D'une part, le vieillissement de la population combiné à la dégradation de la situation des finances publiques imposera de compter sur une épargne individuelle pour assurer un degré de protection suffisant contre certains risques sociaux – protection que l'Etat providence ne pourra plus assurer seul. Ce rôle de l'épargne individuelle dans l'accompagnement des cycles de vie est d'ailleurs plus large que la préparation de la vieillesse (achat immobilier, épargne de précaution, transmission d'un patrimoine).

D'autre part, les économies développées devront investir massivement afin de conserver leur place dans la compétition mondiale et se donner les moyens d'une croissance forte et durable.

**Résoudre cette équation tout autant économique que sociale et politique, dont les termes sont à la fois endogènes et exogènes aux économies développées, ne peut passer que, d'une part, par le développement d'une épargne de long-terme domestique, d'autre part, par la création d'opportunités d'investissements de long-terme - la possibilité d'investir sur le long-terme étant en effet au cœur-même de la croissance d'un pays.**

### **1.1 La politique de l'épargne et du patrimoine doit aider les ménages au cours de leur cycle de vie, via l'épargne longue et l'aide à la constitution d'un patrimoine.**

**Il importe de rationaliser la politique de l'épargne et du patrimoine, c'est-à-dire de lui assigner, en priorité, un objectif clair et**

## draft/confidentiel - V7

**cohérent avec les besoins de la France.** A trop avoir d'objectifs, peu ou pas hiérarchisés, cette politique, et en particulier son volet fiscal, s'est avérée être, en pratique, mal structurée. Les multiples objectifs affichés (soutenir l'épargne liquide, l'immobilier, les fonds propres des entreprises, rechercher une certaine justice fiscale, etc.) sont souvent contradictoires.

**Comme le souligne le Conseil d'analyse économique, la politique de l'épargne doit aussi répondre aux besoins des ménages et les aider dans leurs décisions d'épargne.** Sans pour autant remettre en cause le rôle d'orientation macroéconomique dévolu à la politique de l'épargne (cf. infra), il est possible et nécessaire de mieux prendre en compte les besoins des ménages, analysés selon une approche de « cycle de vie ».

Il est ainsi indispensable d'offrir aux Français les moyens de financer leurs projets de long-terme et de les accompagner dans leur cycle de vie, qui est de plus en plus long compte tenu de la longévité croissante.

**Le rôle de la puissance publique doit ainsi être le suivant : aider à la formation d'un patrimoine et mettre en place une vraie politique d'accompagnement du long-terme du point de vue des ménages.**

### Epargne, patrimoine et cycle de vie

En théorie, le patrimoine, inexistant (voire même négatif, du fait d'un éventuel endettement pour payer des études) au départ de la vie active, croît régulièrement jusqu'à l'âge de la retraite, puis décroît avant de s'annuler en fin de vie : il apparaît bien comme une réserve de consommation différée pour les vieux jours.

En pratique, on constate que le patrimoine augmente avec l'âge et que le patrimoine ne s'annule pas en fin de vie. Cette augmentation dépend naturellement de l'augmentation des revenus issus du travail. Du point de vue patrimonial, les grandes étapes du cycle de vie sont :

- Le début de l'activité professionnelle : acquisition de revenus stables, permettant de fournir un effort d'épargne
- L'acquisition du premier logement : investissement immobilier, souvent accompagné d'endettement
- La préparation de la retraite, à un moment où l'épargne marginale est élevée
- L'entrée en retraite
- L'entrée en dépendance : compte tenu de l'insuffisance de la prise en charge collective (niveau du « reste à charge »), les ressources personnelles sont souvent mises à contribution
- Transfert progressif du patrimoine, puis transmission.

Peuvent s'y ajouter des événements aléatoires, susceptibles d'avoir un effet sur la détention de patrimoine et, à tout le moins, l'effort d'épargne : le chômage, la perte d'autonomie due à la vieillesse ou au handicap.

Enfin, les événements familiaux peuvent avoir un effet sur la détention du patrimoine et l'effort d'épargne : les naissances, la prise en charge financière au moins partielle d'un étudiant, une succession, la prise en charge d'un proche en situation de perte d'autonomie.

Au surplus, en élargissant le cycle de vie individuel au cycle de vie familial, le décès constitue un horizon déterminant, dans la mesure où l'effort d'épargne au cours de la vieillesse se poursuit aux fins de transmission, qu'il s'agisse d'une succession (post-décès)

## **draft/confidentiel - V7**

**Compte tenu du défi posé par le vieillissement, une attention toute particulière doit être accordée à la préparation financière de la période de la retraite et du grand âge.**

Les systèmes de retraite sont mis sous tension et reportent sur les générations futures une charge financière dont la soutenabilité est incertaine. La diminution constatée et inéluctable du taux de remplacement, c'est-à-dire du montant des pensions exprimé en pourcentage du dernier revenu d'activité, nécessite d'aider les ménages à se protéger contre une perte de revenu trop importante au moment du départ en retraite. Par ailleurs, le financement de la perte d'autonomie ne pourra s'opérer que sous des contraintes financières fortes, imposant de trouver des financements non publics.

**Le vieillissement emporte ainsi des risques de long-terme pour les ménages**, qui peuvent s'y préparer au cours de leur vie active par une épargne longue (épargne retraite, épargne dépendance) et ce, sans pour autant remettre en cause les systèmes publics, de type « assurantiel » (retraite par répartition) ou basés sur la solidarité. Répondre aux besoins individuels résultant du vieillissement, par nature « anticipables » et correspondant à ce que l'on nomme des « risques longs », impose d'aider les ménages à se constituer une épargne suffisamment tôt dans leur cycle de vie.

**Par ailleurs, la constitution de cette épargne financière longue, correctement encadrée et encouragée notamment via l'outil fiscal, peut permettre de répondre à d'autres besoins exprimés par les ménages.**

- On pense évidemment à la transmission d'un patrimoine, c'est-à-dire à l'aval du cycle de vie. Les solidarités sont intergénérationnelles et l'on constate, par exemple, que la transmission d'un patrimoine fait partie des motivations majeures de souscription des contrats d'assurance vie.
- La volonté de constitution d'une épargne longue de précaution, à tous les âges de la vie, reste par ailleurs profondément ancrée dans les comportements d'épargne des ménages. L'incertitude liée au contexte économique et à la situation de l'emploi rend ce motif d'épargne plus prégnant et cette « auto assurance » contre les aléas de la vie doit être encouragée, en ce qu'elle est complémentaire des assurances sociales traditionnelles (assurance chômage, etc.). A ce titre, la résidence principale ne peut faire office que de protection de dernier recours, à la différence de l'épargne financière (assurance vie, Livret A, etc.).
- L'épargne longue financière permet par ailleurs la réalisation de projets immobiliers ou de consommation. Fréquemment, les supports d'épargne financière (PEL mais aussi assurance vie) sont utilisés pour préparer l'achat d'un logement ou pour nantir des emprunts. Cette épargne longue financière, ainsi transformée soit en épargne longue non financière soit en consommation, est un facteur souvent utile à la concrétisation de « projets de vie ».

**La politique du patrimoine et de l'épargne doit donc, prioritairement, s'efforcer de favoriser les comportements individuels tendant à préparer au mieux le futur.**

# draft/confidentiel - V7

Il s'agit ici :

- d'une part, de renverser la préférence naturelle des ménages pour le présent, qui conduit ces derniers à sous-estimer les risques futurs (tels que ceux résultant du vieillissement) ;
- d'autre part, d'aider au déploiement des projets de vie, comme par exemple la progression dans le parcours résidentiel (achat immobilier), la protection financière contre les aléas de la vie (chômage, arrêt temporaire ou permanent de travail, décès d'un conjoint, etc.) et à la transmission d'un patrimoine.

**Ces deux approches étant complémentaires, deux types de supports d'épargne doivent ainsi être soutenus :**

- Les supports par capitalisation dédiés à la préparation de la vieillesse : épargne retraite (PERP, PERCO dans un cadre individuel, régimes supplémentaires de retraite d'entreprise) ou épargne dépendance. Les produits concernés doivent proposer un degré de sécurité adapté aux besoins.
- Les supports « souples », dont les usages sont multiples, tels que l'assurance vie, qui permettent de répondre à une multitude de préoccupations et de besoins exprimés par les ménages, dans un cadre long et avec des garanties de sécurité.

## L'assurance vie, support d'épargne souple et populaire

L'assurance vie occupe une place privilégiée dans le paysage de l'épargne et du patrimoine. Elle est détenue par près d'un ménage sur deux, dans deux cas sur trois par un ménage dont le revenu est inférieur à 3000€ mensuels.

Une enquête FFSA de 2010 indique que dans 60% des cas, les souscripteurs de plus de 50 ans pensent à la retraite en ayant recours à l'assurance vie.

Le succès de l'assurance vie réside à la fois dans sa souplesse (multiples usages possibles), des profils de couple rendement / risque accessibles (fonds euros / unités de compte, etc.), de sa fiscalité incitant à la détention longue, etc.

## 1.2 Développer l'épargne longue financière pour soutenir massivement l'investissement long, la croissance, la compétitivité et la stabilité

### 1.2.1 L'investissement long-terme comme levier de croissance forte

**La hiérarchie des puissances économiques est en évolution rapide.** La Chine est ainsi passée, en quelques années, de la dixième place à la deuxième en termes de PIB, surclassant le Japon en 2010. Le Brésil, dont la croissance est aussi très élevée, poursuit quant à lui son ascension et a dépassé l'Italie l'année dernière.

## draft/confidentiel - V7

**Positionner correctement la France dans la compétition mondiale impose de parier sur les infrastructures, l'innovation et la technologie.** Or, les projets correspondants – privés, publics ou mixtes – ne sont la plupart du temps rentables qu'à moyen ou long terme. Par conséquent, l'horizon des investisseurs doit être par définition long, ce qui leur impose de pouvoir disposer de ressources financières les plus longues possibles afin de financer ces projets. Par ailleurs, l'allongement de la durée de l'épargne permet une plus grande prise de risques et le financement investissements plus risqués et donc utiles à l'économie (par exemple, dans les entreprises innovantes).

**Les investisseurs de long terme nationaux sont essentiellement, en France, les sociétés d'assurances et certaines institutions comme la Caisse des Dépôts et Consignations.** Les ménages et les autres acteurs ont une aversion aux risques relativement forte et donc, structurellement, peu d'appétence pour les investissements longs. Par ailleurs, les actionnaires individuels ont souffert d'une augmentation d'environ 85% de la fiscalité sur les plus-values mobilières entre 1989 et 2011, pénalisant, contre toute rationalité, le financement des fonds propres. **Les politiques publiques doivent donc aider ces entrepreneurs et producteurs à trouver les ressources longues dont ils ont besoin, et promouvoir les investissements longs.**

### Les investisseurs long terme en France et dans le monde

Selon le rapport sur le « futur de l'investissement long terme » présenté au Forum de Davos en janvier 2011, les investisseurs long terme (ILT) désignent les fonds de pension, les assureurs, les fonds souverains et institutions de financement public autres, les fondations et les fonds d'investissement familiaux.

Au niveau international, les deux premiers occupent la première place en termes de capacité d'investissement : fin 2009, les fonds de pension géraient 29 500 Md\$ et les assureurs 20 000 Md\$ (contre 3 800 Md\$ pour les fonds souverains et les fonds de réserve publics).

En France, en l'absence de fonds de pension, ce sont les assureurs qui réalisent l'essentiel des missions d'investissement institutionnel de long terme. Les investissements des sociétés d'assurances se montaient ainsi fin 2010 à près de 1 600 Md€, pour plus de la moitié dans les entreprises, sous forme obligataire ou d'actions (940 Md€).

Les acteurs publics comme la Caisse des dépôts et consignations, le Fonds de réserve des retraites (FRR) ou le fonds stratégique d'investissement (FSI) n'ont pas le même poids financier. Cependant, ils exercent des missions d'intérêt général complétant le paysage des ILT.

Comme le souligne le rapport sus-évoqué, les ILT doivent aujourd'hui faire face à plusieurs contraintes entraînant un « déclin » de l'investissement long terme au niveau mondial et appelant des mesures correctrices, parmi lesquelles certaines sont de la responsabilité des pouvoirs publics (mesures de régulation financière et de solvabilité, politique de l'épargne).

**Il ne s'agit pas seulement de « regarder vers l'avenir » pour préparer la croissance de demain, mais aussi de combler le retard d'investissement accumulé en France depuis une vingtaine d'année.** La France a durablement sous-investi, et le taux d'investissement plus élevé en France depuis 2007 est cependant loin d'avoir comblé le retard accumulé dans le courant des années 90.

Ecart entre le taux d'investissement de la France et celui des autres pays avancés	
En rouge, les situations de sous investissement sévère	
en points de PIB	
1992-1996	-3,5
1997-2001	-2,52
2002-2006	-0,98
2007-2010	1,25

Source : d'après le rapport « Investissements et investisseurs de long terme », CAE 2010

## 1.2.2 L'épargne longue est limitée, ce qui obère les capacités d'investissements longs

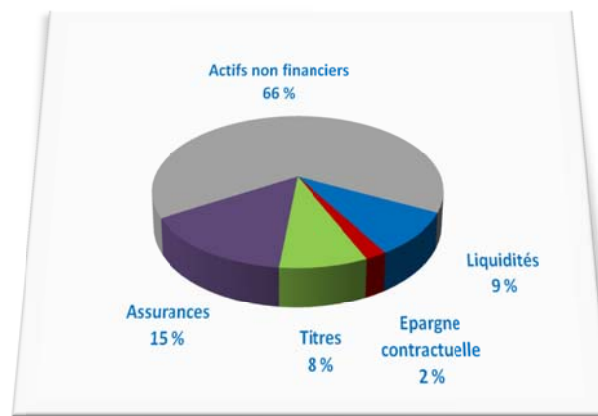
Ces ressources longues sont essentiellement constituées de l'épargne financière de long-terme des ménages. Or, on constate que l'épargne longue financière française est peu développée, alors même que son taux d'épargne est élevé. Comment expliquer cette faiblesse « qualitative » ?

- Premièrement, par rapport à d'autres pays, cette capacité à épargner dans le long terme est limitée par l'absence de système de retraite par capitalisation, largement développés ailleurs en Europe et dans le monde.
- Deuxièmement, il existe une véritable concurrence dans les destinations de l'épargne (immobilier, foncier, épargne longue financière, épargne liquide financière). Cette concurrence s'exerce non seulement entre supports d'épargne financière (liquide /longue) mais aussi entre support d'épargne longue (financière / non financière).

La part importante de l'immobilier et, au-delà, de l'ensemble du patrimoine non financier (environ 7 000 Md€ sur 10 800 Md€ de patrimoine des ménages français), réduit d'autant l'orientation de l'épargne de long-terme des ménages vers l'investissement long. Cette « préférence pour la pierre » et la concurrence entre les destinations de l'épargne qui en résulte ne sont pas neutres du point de vue macroéconomique :

- Elle explique en partie l'appel des entreprises françaises aux capitaux étrangers aux fins de constitution de fonds propres.
- L'horizon de placement financier des ménages, élément central dans l'évaluation du caractère « long-terme » de l'effort d'épargne et de leur capacité à financer des investissements de long-terme, détermine en grande partie la capacité de l'économie française à financer des investissements risqués, comme les fonds propres des entreprises de petite taille ou de taille intermédiaire.

Le patrimoine des ménages français (2010) : 10 800 Md€



[graphique FFSA ; modifier la forme]

La mise à disposition de ressources financières longues pour les investisseurs long terme nécessite une attention particulière portée aux vecteurs de l'épargne financière des ménages, notamment à l'environnement juridique et fiscal dans lequel ils évoluent. Le levier fiscal est, de ce point de vue, déterminant.

### 1.2.3 Passer d'une économie de l'endettement à une économie de fonds propres

Ainsi que cela a été souligné, l'absence de fonds de pension a d'importantes conséquences sur la capacité de l'épargne domestique à financer l'investissement long.

Par ailleurs, il ne faut pas négliger la « force de frappe » des fonds souverains. Hormis quelques fonds développés par les pays développés (Le développement de l'assurance vie, dont l'utilité économique se rapproche de celle des fonds de pension (intermédiation, horizon de placement long), permet de soulager une partie de la contrainte pesant sur le financement de l'appareil productif.

**Dans le même temps, les normes prudentielles imposées aux acteurs financiers européens et français vont diminuer leur capacité à financer l'économie et l'investissement long terme :** Solvabilité 2 pour les différents acteurs du marché de l'assurance, Bâle 3 pour les organismes de crédit. Les politiques publiques doivent donc soutenir la capacité à investir dans le long terme, en favorisant l'épargne longue.

**Les financements non bancaires doivent ainsi être favorisés** pour que les entreprises puissent trouver des ressources longues (« haut de bilan » des entreprises, c'est-à-dire les ressources les plus stables : obligations, actions) indispensables à leur développement. **Il s'agit de passer d'une économie**

## draft/confidentiel - V7

d'endettement à une économie de fonds propres, et d'accompagner ainsi un mouvement inéluctable.

### 1.2.4 Renforcer la « politique de l'offre »

**Ce qui est au cœur de la problématique de l'épargne longue, c'est en réalité la « politique de l'offre ».** Il ne suffit plus de compter sur la politique de la demande (soutien à la consommation), en période de croissance comme en période de crise (« relance »). Les politiques de la demande n'ont qu'un impact très limité en économie ouverte et profitent moins aux économies de service qu'aux économies qui produisent des biens de consommation. C'est en encourageant l'épargne et sa transformation en investissements productifs que l'économie française pourra relancer une vraie politique de l'offre, « marcher sur deux jambes » et ainsi trouver exploiter de nouveaux potentiels de croissance.

Ainsi, si l'on cherche l'efficacité de la dépense fiscale ou budgétaire aux fins de relance économique, il est crucial de garder en tête que, d'une part, soutenir la consommation signifie encourager les importations – avec les effets de déperdition subséquents – et que, d'autre part, compter sur l'investissement signifie au contraire doper des ressorts locaux de croissance. **A l'heure où l'efficacité de la dépense publique est passée légitimement au crible, il est plus que jamais nécessaire d'évaluer l'efficacité économique des modalités de relance et de compter sur l'investissement.**

### 1.2.5 Améliorer le contrôle de l'appareil de production par les acteurs économiques nationaux

**On ne peut pas négliger le fait que la capacité de financement au niveau mondial est élevée, ce qui résulte d'un excès d'épargne par rapport à l'investissement.** Le taux d'épargne dans le monde, a significativement augmenté depuis le début des années 2000, comme le montre le rapport du Conseil d'Analyse Economique, « Investissements et investisseurs de long terme ». Cette épargne globale abondante peut trouver à s'investir en France.

Garnier et Thesmar (2009) constatent que près du quart des actions des entreprises résidentes sont détenus par des non-résidents et que cette proportion est proche de 40 % pour les seules entreprises cotées. Le maintien d'un « biais domestique » justifie une attention particulière portée à la composition du patrimoine des ménages et aux investissements qu'ils financent.

Alors que les fonds souverains étrangers recherchent des débouchés dans les pays occidentaux, il est crucial, du point de vue de la maîtrise de l'appareil de production, de conserver une capacité forte d'investissement dans les entreprises. Ce rôle est celui dévolu aux investisseurs long-terme, dont les ressources proviennent essentiellement de l'épargne longue.

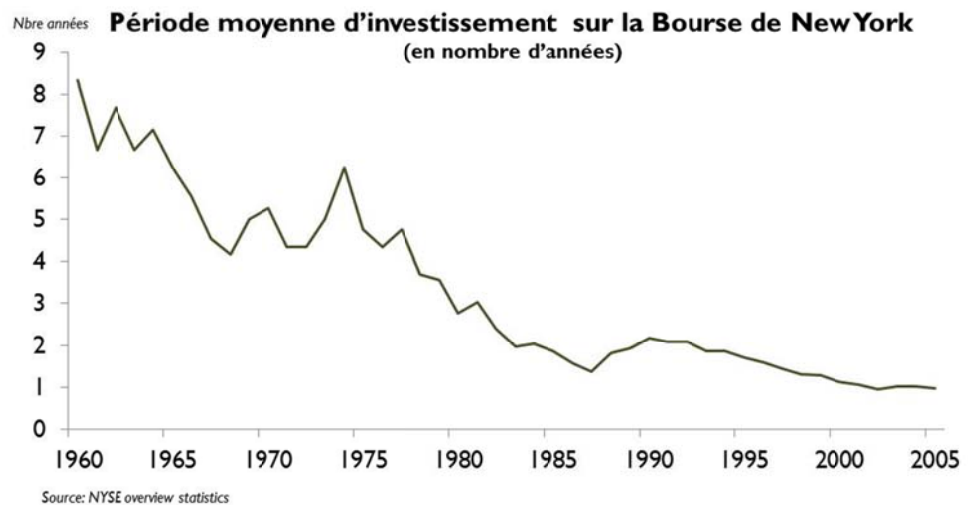
### 1.2.6. L'épargne longue et l'investissement long favorisent la stabilité financière.

Mettre en place des mécanismes d'incitation à l'investissement long permettra aussi de réduire la volatilité des marchés financiers, qui ont pu être en proie aux mouvements de spéculation court-termiste. La logique de long-terme

## draft/confidentiel - V7

imposerait aux investisseurs de traverser les crises sans les aggraver. Le graphique ci-dessous montre que la tendance des investisseurs a été de raccourcir de manière drastique la période moyenne d'investissement dans les actions cotées. Cette réduction est largement le fait de l'augmentation de la proportion des spéculateurs de court terme, et a été constatée sur l'ensemble des places financières dans le monde.

Cette réduction de la période moyenne d'investissement est en partie le fait de l'amélioration de l'efficacité des marchés et a pu coïncider avec des périodes d'expansion économique. Néanmoins, l'instabilité croissante des investisseurs en actions a pu amplifier la volatilité des marchés en périodes d'incertitudes.



Source : \*\*\*\*\*

**Alors que les principales économies de la planète s'interrogent sur les moyens de stabiliser la sphère financière, favoriser le long terme dans les comportements financiers, d'épargne ou d'investissement, est l'un des leviers à activer.**

### 1.3 Développer l'épargne longue pour une plus grande cohérence économique

Ces deux approches – besoins des ménages et utilité économique – sont pleinement complémentaires. Elles conduisent l'une et l'autre à vouloir favoriser l'épargne longue, dans le premier cas afin de favoriser des comportements individuels répondant aux besoins individuels, dans le second cas afin de donner à l'investissement de long terme la ressource dont il a besoin, pour plus de croissance.

**L'épargne longue constituée par les ménages permet notamment d'allonger l'horizon d'action des « producteurs » nationaux, qui ont plus que jamais besoin d'investir dans le long terme :**

- Les producteurs de richesse, au sens commun, que sont les entreprises

## draft/confidentiel - V7

- Les producteurs de services publics, qui doivent eux aussi financer des projets long terme et tenir des engagements longs pris envers les citoyens

Cela revient à rétablir la congruence du « compte de bilan » de ces producteurs nationaux et rétablir la gestion actif / passif de la Nation, en vertu d'une règle de bonne gestion voulant que des engagements ou investissements de long terme aient comme contrepartie une épargne de long terme.

### Conclusion – Quelles conséquences pour la fiscalité du patrimoine et de l'épargne ?

#### L'utilité de l'épargne longue et de l'investissement long

- **Du point de vue des entreprises**, une politique de l'épargne et du patrimoine favorisant l'épargne longue signifie la mise à disposition, essentiellement au travers des investisseurs de long-terme, de ressources stables, propices à leur développement et permettant de conduire des projets nécessitant des horizons longs (innovation).
- **Du point de vue des ménages**, une politique favorable à l'épargne longue offre un outil propice à la protection contre des risques longs, notamment dus au vieillissement, et à l'accompagnement de leur cycle de vie, y compris la succession.
- **Du point de vue de la puissance publique**, l'épargne longue permet tout à la fois :
  - De retrouver des marges de manœuvre pour la dépense budgétaire et fiscale aux fins de soutien à l'économie, en soutenant l'offre, c'est-à-dire l'épargne longue et les investissements qu'elle permet.
  - De soulager la contrainte pesant sur le financement des systèmes publics de protection sociale (retraites, dépendance), dont les dépenses futures et prévisibles sont colossales, compte tenu de la prévalence des systèmes par répartition (pour la retraite ou pour l'assurance maladie).
  - De trouver des ressources permettant de financer une dette de long-terme, a priori moins coûteuse parce que la mettant à l'abri des aléas macro-économiques ;
  - De conduire des projets d'investissements en partenariat avec des investisseurs de long-terme, dans un contexte de raréfaction des ressources budgétaires : infrastructures, recherche, etc.

Soutenir l'investissement long impose d'orienter une part plus importante de l'effort d'épargne des ménages vers l'épargne financière longue et de donner aux investisseurs de long terme la capacité de financer les opérations et les projets utiles à l'économie. **Tel doit être, aujourd'hui, dans une économie moderne, l'objectif prioritaire de la politique de l'épargne et du patrimoine.**

## **draft/confidentiel - V7**

Parmi les outils de politique publique à mobiliser se trouve le **levier fiscal**, qui contribue à déterminer le comportement d'épargne des ménages en modifiant la rentabilité des placements qu'ils réalisent.

## 2.

### **Soutenir l'épargne et l'investissement longs : atouts et faiblesses de la fiscalité du patrimoine en France**

La fiscalité constitue l'un des outils dont dispose la puissance publique aux fins d'orientation de l'épargne. En effet, tant l'assiette que le taux de la fiscalité affectent le rendement après impôt des placements et constituent, de ce fait, des signaux pris en compte par les ménages.

**Le paysage de la fiscalité du patrimoine et de l'épargne est complexe, en « couches » successives et concerne tout à la fois :**

- la détention du patrimoine
- les revenus dégagés par ce patrimoine
- la transmission du patrimoine

Le texte qui suit s'intéresse tout particulièrement à la question de la détention du patrimoine et à celle des revenus, au cœur du débat fiscal en cours.

#### **2.1 La fiscalité de la détention du patrimoine**

La France est l'un des rares pays à conserver une imposition du stock de patrimoine, via à l'impôt de solidarité sur la fortune.

Le caractère antiéconomique de cet impôt fait aujourd'hui consensus. En encourageant l'évasion fiscale, et donc l'érosion d'une part importante de la base fiscale et la « fuite » de capitaux productifs et de talents, l'ISF exerce un réel effet repoussoir. S'il est difficile d'avoir une idée précise de la part de l'ISF dans les décisions d'expatriation, il ne fait aucun doute cependant que cet impôt joue un effet non négligeable.

Cet effet est d'autant plus important que nos voisins européens ont le plus souvent abandonné cette modalité d'imposition, au profit d'une imposition des revenus. La concurrence fiscale en Europe est une réalité et il est indispensable d'en tenir compte.

Naturellement, l'ISF vaut plus pour le symbole que pour son utilité fiscale. Non seulement son rendement est faible (moins de 1% des prélèvements obligatoires), mais il est probable que ce rendement total (compte tenu des décisions d'expatriation fiscale qu'il provoque) soit même négatif. L'on accorde ainsi à l'ISF un effet redistributif qu'il n'a pas.

#### **2.2 La fiscalité des revenus du patrimoine**

- ***Un biais fiscal en faveur des produits d'épargne financière liquide***

## **draft/confidentiel - V7**

La fiscalité applicable aux produits d'épargne liquides et sécurisés encourage est indissociable du succès populaire de ces produits. Elle a incité les ménages à y avoir largement recours, alors même que les épargnants français ont spontanément peu d'appétence pour les placements « tunnels » et/ou risqués. De ce fait, les régimes fiscaux et sociaux dont bénéficient ces produits sont sans doute excessifs par rapport à l'impératif d'allongement de la durée de l'épargne.

Alors que l'assurance vie avant 4 ans est globalement imposée à 47,3%, prélèvements sociaux inclus, les intérêts du Livret A, du livret Jeune ou du Livret de développement durable sont totalement exonérés à la fois de prélèvements sociaux et fiscaux. Cet écart de fiscalité est d'autant plus déterminant que les rendements comparés entre produits sont réduits.

- ***Des incohérences dans les régimes fiscaux du point de vue de l'encouragement à l'épargne longue financière***

Certaines incohérences de la fiscalité du patrimoine et de l'épargne, du point de vue de l'objectif d'encouragement de l'épargne longue financière, doivent être relevées.

Par exemple :

- L'utilité économique de certains supports d'épargne est par exemple discutable. On peut s'interroger sur la fiscalité des œuvres d'arts sont par exemple exclues du champ de l'ISF.
- De même, on peut noter le fait d'exonérer au bout de 15 ans les plus values de la vente d'une résidence secondaire, alors que les plus values sur actions (hors PEA) sont imposées au taux de 19%.

- ***Une fiscalité vertueuse sur certains supports d'épargne longue financière et en particulier l'assurance vie***

L'existence d'une imposition forfaitaire libératoire au titre de l'impôt sur le revenu permet de tenir compte de la durée de détention de l'épargne. Si le barème de l'impôt sur le revenu s'appliquait, la prise en compte du facteur temps serait impossible.

Cette « récompense » fiscale en fonction de la durée de détention existe pour les actions détenues en direct (hors PEA) et le PEA. Pour le PEA, au dessus d'une durée de détention de 5 ans, il y a exonération d'impôt sur le revenu sur les dividendes et les plus values (mais pas de prélèvements sociaux).

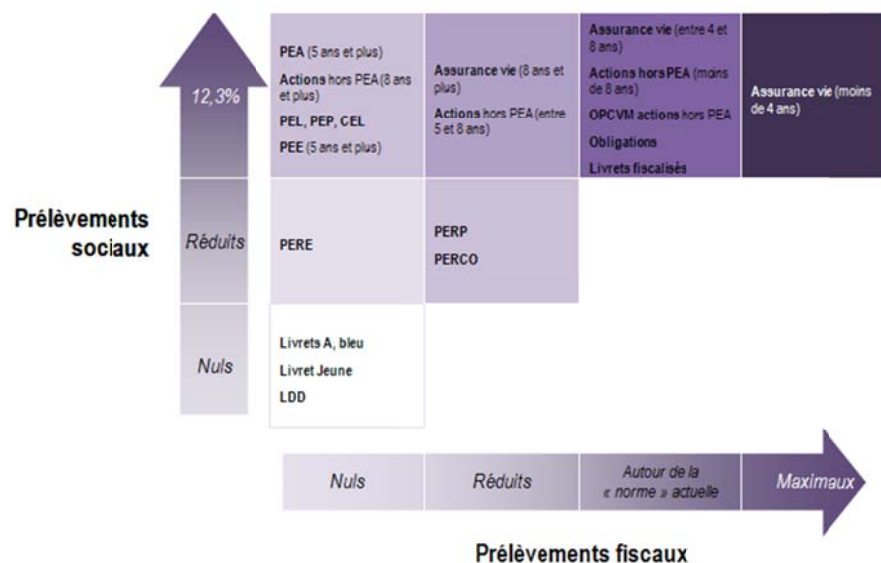
La fiscalité de l'assurance vie va encore plus loin : en dessous de 4 ans, les intérêts sont fiscalisés à hauteur de 35% ; entre 4 et 8 ans, 15% ; au-delà de 8 ans, 7,5% (ce à quoi il faut ajouter 12,3 points de prélèvement sociaux). Le profil du taux de prélèvement forfaitaire libératoire en fonction du temps est ainsi parfaitement cohérent avec l'incitation à la détention de long terme. Au surplus, le taux du Prélèvement Forfaitaire Libératoire à court terme, auquel s'ajoute le taux de prélèvement social (12,3%), dissuade fortement d'utiliser l'assurance vie comme support d'épargne liquide, le montant des produits financiers étant alors amputé de moitié après impôt.

# draft/confidentiel - V7

- **La nécessité de distinguer l'épargne « consommation » et l'épargne « revenu »**

Il est important ici d'introduire une distinction entre l'épargne dont la fiscalité est celle d'une consommation différée (comme on épargne pour acheter une voiture), de l'épargne qui vise à dégager d'un revenu futur, comme une rente.

Il convient donc de distinguer les revenus du patrimoine qui sont perçus librement, dont la fiscalité pourrait être alignée sur celle du travail (et donc taxés au barème pour leur montant nominal - toute dérogation devant être traitée comme une niche), de ceux qui ne sont pas perçus immédiatement. Ceux-là devraient bénéficier d'une fiscalité réduite pour constituer un encouragement au long-terme et aux risques (productifs) associés.



Source : Paris EUROPLACE et FFSA

## 2.3 Comparaison fiscalité du capital / fiscalité du travail : mettre fin aux caricatures pour éviter des erreurs dommageables

**Dire, comme on l'entend parfois, que le capital est moins taxé que le travail est une erreur.**

Certes, les taux nominaux d'imposition sont plus faibles (19% pour le taux normal du prélèvement forfaitaire libératoire, 41% pour le taux marginal de l'impôt sur le revenu).

Mais la comparaison des taux nominaux n'est pas pertinente. Pour mémoire, le système du prélèvement forfaitaire libératoire avait été créé pour prendre en compte l'inflation, qui entame le rendement de l'épargne.

L'inflation, certes désormais contenue, continue cependant d'éroder mécaniquement le pouvoir d'achat des revenus accumulés, à la différence des

## draft/confidentiel - V7

revenus du travail : considérer par conséquent qu'un euro du revenu du travail et un euro de revenu du patrimoine doivent avoir le même traitement fiscal en termes de taux nominaux est injuste. Il est rappelé que l'injection de liquidités dans l'économie pour éviter la récession a été colossale. Ses effets pourraient se faire ressentir dans les années à venir, et jouer un rôle important dans la taxation du patrimoine – rôle qui est aujourd'hui totalement sous-estimé.

### Un exemple

Un épargnant est rémunéré à hauteur de 4% par an sur un placement, alors que l'inflation est de 2%.

- Un taux de rendement nominal de 4% correspond, avec une inflation de 2%, à un taux de rendement réel de 2%. Si ces 4% lui rapportent 100€ par an, son gain de pouvoir d'achat n'est que de 50€.
- L'impôt sur le revenu qu'il acquitte est assis sur le rendement nominal et non sur le rendement réel – qui seul mesure le pouvoir d'achat effectif d'un revenu de l'épargne.
- Par conséquent, avec un taux de prélèvement de 19% sur un revenu nominal de 100€, l'épargnant devra acquitter un impôt de 19€. Rapporté à son gain de pouvoir d'achat réel qui n'est que de 50€, cet impôt sera donc en réalité de  $19/50 = 38\%$ , ce qui sensiblement équivalent au taux de 41% de la dernière tranche de l'impôt sur le revenu.

**L'une des conséquences éventuelles de l'erreur consistant à raisonner sur les taux nominaux, sans prise en compte du facteur « temps » et donc de l'inflation, pourrait être la suppression du système du prélèvement forfaitaire libératoire, qui offre la possibilité de ne pas être imposé au barème de l'impôt sur le revenu.**

- D'une part, c'est parce que le système du prélèvement forfaitaire libératoire existe qu'il est possible d'introduire une dégressivité dans le temps, compensant ainsi l'érosion du pouvoir d'achat de certains revenus du capital du fait de l'inflation.
- D'autre part, tous les autres pays européens proposent un tel système, qui constitue en outre une modalité intelligente d'imposition permettant notamment de récompenser la détention longue.

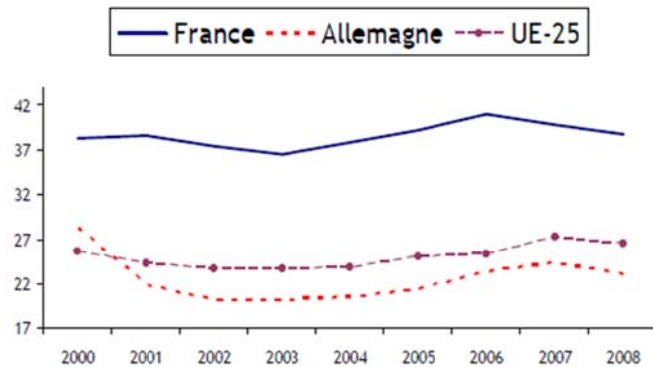
**Rappelons par ailleurs que, dans un environnement européen mais aussi mondial marqué par la forte mobilité des capitaux, le niveau de taxation optimal du capital (patrimoine, hauts revenus) doit être défini en prenant en compte les niveaux d'inflation (rendements réels), et aussi en fonction des niveaux pratiqués à l'étranger, au risque, sinon, de perdre en attractivité.** La fiscalité des revenus du patrimoine est par exemple plus élevée en France qu'en Allemagne ou même en général dans l'Union européenne comme l'a récemment montré la Cour des comptes (que ce soit pour les revenus du capital ou pour le capital dans son ensemble – revenus ou stock). Cela n'empêche naturellement pas de rechercher une justice fiscale, mais une fiscalité vertueuse du capital ne peut résider, en tant que telle, dans un

# draft/confidentiel - V7

alignement avec celle du travail, facteur de production en moyenne très peu mobile.

**Graphique n° 16 : Taux d'imposition implicite du capital (en %)**

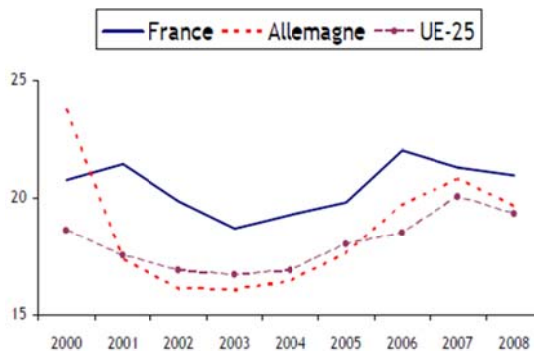
= Recettes fiscales des prélèvements assis sur le travail capital (stock et revenus) + ensemble des revenus tirés du capital (par les ménages et les entreprises)



Source : données Eurostat (données UE-27 indisponibles)

**Graphique n° 18 : Taux d'imposition implicite des revenus du capital (en %)**

= Recettes fiscales des prélèvements assis sur les revenus du capital – revenus du capital (des ménages et des entreprises)



Source : données Eurostat (données UE-27 indisponibles)

[graphiques Cour des comptes – à retravailler]

**Enfin, on ne peut que déplorer les excès des discours critiques sur la notion même d'accumulation de capital.**

Trop longtemps le financement de l'économie a reposé sur l'endettement, oubliant que l'accumulation est au cœur du processus de création de valeur, tant pour les entreprises que les ménages.

L'accumulation d'un patrimoine, reposant sur le principe de capitalisation, permet en définitive de réconcilier l'économique et le social, favoriser l'investissement productif, assurer l'avenir des retraites en procurant dès aujourd'hui des fonds propres aux entreprises françaises, tout en rapprochant la structure financière de la France et celle de ses principaux concurrents.

## draft/confidentiel - V7

La réforme de la fiscalité du patrimoine doit donc s'efforcer de favoriser la capitalisation pour tous et non de la décourager.

**Conclusion – Quels sont les atouts et les faiblesses de la fiscalité du patrimoine du point de vue de la nécessité de développer l'épargne financière et l'investissement longs ?**

FAIBLESSES	ATOUS
<ul style="list-style-type: none"><li>• Une fiscalité complexe et « en millefeuille » sur le patrimoine, décourageant l'accumulation de patrimoine</li><li>• Un taux plus élevé que chez beaucoup de nos voisins européens</li><li>• Un biais fiscal favorable à l'épargne liquide</li><li>• Des incohérences dans les modalités d'imposition des différents supports de patrimoine, du point de l'encouragement du long-terme</li><li>• Une imposition du stock de patrimoine dépourvu de sens économique (ISF)</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Une fiscalité de l'assurance vie intelligente car cohérente avec la logique de détention de long terme</li><li>• Un système de prélèvement forfaitaire libérateur qui permet d'encourager la détention longue</li></ul>

## 3.

### Principes généraux d'une réforme de la fiscalité du patrimoine et de l'épargne qui favorise l'épargne et l'investissement long terme

Sans préjudice de l'issue du débat sur la suppression partielle ou totale de l'ISF et bien-au-delà de ce seul sujet, les membres du groupe considèrent qu'il est possible de tirer profit de la réforme de la fiscalité du patrimoine pour consolider l'épargne longue, via l'imposition des revenus du patrimoine.

#### Un objectif : utiliser la réforme de la fiscalité du patrimoine pour rendre cette dernière cohérente avec l'objectif du long terme

**La réforme de la fiscalité du patrimoine doit se fixer un objectif clair en termes de rationalité économique.** Cet objectif ne peut venir que d'une hiérarchisation des objectifs de la politique de l'épargne et du patrimoine, pour l'heure multiples, qui impose de faire le choix du long terme.

Cet objectif de long terme se justifie à la fois par :

- Des impératifs de nature sociale et sociétale (aider les ménages dans les différentes étapes de leur vie, notamment la vieillesse)
- Des impératifs économiques (développer une politique de l'offre, développer les financements non bancaires de l'économie, soutenir les entreprises, la compétitivité et la croissance, etc.)

**Il apparaît crucial, aux yeux des membres du groupe, de ne pas se tromper de méthode.** Une révision des modalités d'imposition du patrimoine doit notamment intégrer une évaluation ex ante des conséquences probables. Sur la base de cette évaluation, toute solution tendant à affaiblir l'épargne longue et l'investissement long doit être proscrite.

#### Les principes de réforme

##### Principe n°1 – Récompenser fiscalement l'engagement long et la capitalisation

- ➔ De ce point de vue, les modalités d'imposition de l'assurance vie sont, dans leurs grandes lignes, cohérentes avec cet objectif : un taux d'imposition élevé pour une détention courte, un taux d'imposition faible pour une détention longue.
- ➔ Dans l'idéal, un avantage fiscal plus important devrait être accordé à des produits dits « tunnel », c'est-à-dire qui immobilise l'épargne durant une période longue, sans possibilité (sauf exception) de sortie avant terme. Par exemple, les produits type PERP et du PERCO (produits pour la retraite). Un

## draft/confidentiel - V7

coup de pouce supplémentaire, fiscal et réglementaire, compensant le coût de la non disponibilité avant terme, pourrait être octroyé. La fiscalité de la sortie « en rente », adaptée à la retraite, pourrait aussi être mieux adaptée.

- Il ne faut pas aggraver le biais fiscal en faveur de l'épargne liquide (Livret A, etc.). Par conséquent, les mesures décidées ne devront pas décourager le recours à des supports d'épargne de long terme, tels que l'assurance vie.
- Il est en outre nécessaire de préserver le système du prélèvement forfaitaire libératoire, qui permet :
  - de tenir compte de l'inflation, qui diminue d'autant le pouvoir d'achat de certains revenus du patrimoine (exemple : l'épargne générant des revenus qui ne sont pas immédiatement disponibles).
  - de dépasser plus largement les caricatures sur la comparaison entre la fiscalité du capital et celle du travail et, par exemple, de prendre en compte la concurrence fiscale au niveau européen.

### Principe n°2 – Récompenser fiscalement les supports d'épargne permettant d'accompagner le cycle de vie des ménages et leurs projets de long terme

- La formation de patrimoine permet la protection des familles contre les aléas de la vie et de lutter contre les inégalités. Pour cette raison, la fiscalité se doit d'encourager les Français à appréhender le temps long, la stabilité dans leur épargne et la capacité à faire face aux imprévus qu'ils peuvent rencontrer au cours de leur vie.
- La fiscalité des revenus du patrimoine devraient tenir compte de la distinction entre « épargne consommation » et « épargne revenus ». Ainsi, les supports d'épargne correspondant à une logique de revenu différé, non disponibles immédiatement, doivent bénéficier d'une incitation fiscale plus importante, afin d'encourager la constitution d'un patrimoine individuel.

### Principe n°3 – Récompenser fiscalement les supports d'épargne permettant le financement long de l'économie, directement ou indirectement

- Une réforme de la fiscalité du patrimoine économiquement et socialement utile doit, a maxima, soutenir les supports d'épargne utile à l'économie, a minima ne pas les défavoriser.
- Cela signifie d'abord engager une révision sans tabou de l'ensemble des dispositifs, sans exclure aucun support d'épargne.
- \*\*\*\*\*

## **Bibliographie**

Rapport du Conseil d'Analyse Economique : « Investissements et investisseurs de long terme », 2010, Jérôme Glachant, Jean-Hervé Lorenzi, Alain Quinet et Philippe Trainar

Rapport du Conseil d'Analyse Economique : « Epargner à long terme et maîtriser les risques financiers, » 2009, Olivier Garnier et David Thesmar

“Le développement de l'épargne longue”, Paris Europlace, 2010

« Fiscalité de l'épargne dans le cadre du marché intérieur européen », Rapport des groupes de travail du Conseil national du crédit et du titre, sous la direction de Daniel Lebègue, 1988

« Cycles de vie et générations », Sous la direction de Denis Kessler et André Masson, 1985, Economica

Rapport de la Cour des comptes sur les prélèvements fiscaux et sociaux en France et en Allemagne, mars 2011

« *The future of long-term investment* », rapport du Forum économique mondial, janvier 2011