

La Française AM | 1^{er} mars 2012



Une sortie de l'impasse sans débat politique : le LTRO !

Comment aller dans le mur (de la dette) dans le débat politique... Taxer l'assurance-vie !

De Xavier Lépine – Président du Directoire de La Française AM

La crise financière européenne a, on le sait très bien maintenant, révélé les fondements de la tragédie Grecque : un drame à la fois inévitable et insupportable. Les divergences de compétitivité entre les économies européennes, qu'elles proviennent des modèles économique-sociaux (politique de l'offre ou de la demande) ou budgétaires (ajustements par l'impôt ou le déficit budgétaire et la dette), ne peuvent être résolues par une dévaluation compétitive au sein d'un espace monétaire unique. Avec des endettements souvent supérieurs à 100 % du PIB la sortie volontaire de la zone euro n'est pas non plus une option sauf pour les créanciers à abandonner une grande partie de leurs créances, ce qui les conduirait à leur tour à la quasi-faillite...

La seule solution de long terme est politique et passe par un fédéralisme et donc un renoncement à une part importante de la souveraineté nationale. La contrepartie de cette perte de souveraineté nationale sera l'organisation de transferts massifs de richesse au sein de l'espace monétaire européen, ce qui conduira nécessairement à un affaiblissement du bund allemand qui ne sera plus la valeur refuge puisque les Eurobonds seront devenus la référence et le Trésor allemand aura été une partie de la solution.

Cette évolution inéluctable ne peut se conduire dans un temps compatible avec celui de l'économie et des marchés (les fameuses désynchronisations entre les temps...). La seule entité politique et économique Européenne pouvant donc intervenir à l'heure actuelle est la Banque Centrale Européenne et cette dernière via le LTRO organise clairement un transfert de richesse intra-zone via une mesure technique qui n'a pas entraîné de débat politique : la BCE prête à 1 % sur 3 ans à des banques commerciales qui peuvent à leur tour, acheter des obligations de leur Etat national avec une marge négative pour l'Allemagne (dont les banques ne vont donc pas au LTRO) jusqu'à 12 % pour les banques portugaises... Les Etats peuvent ainsi se refinancer, de moins en moins cher puisque les banques ont les liquidités nécessaires pour acheter la dette de leur Etat. Les banques sont certaines de leur profit et peuvent compenser leurs pertes (sur l'immobilier pour les espagnols) ou payent plus d'impôts et le cercle vertueux du transfert de richesse est ainsi enclenché au sein de l'Europe. C'est le mécanisme qu'avait mis en place la FED à la fin des années 80 pour sauver les banques lors des faillites de Caisses d'Epargne et des pays qui n'étaient pas encore émergents (Amérique Latine, Europe de l'Est, Afrique...)

Une mesure technique, réfléchie, bien appliquée, négociée politiquement hors du champ des médias permet ainsi d'amorcer un processus vertueux. A l'issue des trois ans, les esprits chafouins diront que rien n'est résolu, ce qui est partiellement exact, au transfert de richesse près qui aura eu lieu pendant la période et aux avancées politiques qui auront ainsi eu le temps de se réaliser.

Pendant ce temps là... la question de l'Europe est curieusement absente des débats politiques de nos candidats aux présidentielles. Il est certes difficile de se présenter à la Présidence d'un pays en expliquant que le programme serait la perte de la souveraineté nationale... et cela d'autant plus que sur la question de l'Europe, il ne semble pas y avoir de divergences fortes... et donc pas de débat. Par contre, une fois de plus, la politique de la mise en scène médiatique remet dans les feux de l'actualité du candidat Hollande la fiscalité de l'assurance-vie. On peut aisément comprendre que face à un Etat surendetté (1 800 Mrds € soit 85 % du PIB et un déficit budgétaire annuel de X %) et une richesse patrimoniale accumulée très importante notamment via l'assurance vie (1 400 Mrds €) dans des conditions avantageuses de fiscalité (CGS-CRDS de 12,3 % et droits de succession au-delà d'une franchise de 152 500 € par bénéficiaire), la tentation soit forte de, in fine, taxer les revenus du capital comme ceux du travail.

Au-delà de la question de l'équité sociale de cette mesure qui n'est pas mon champ de réflexion, ma préoccupation porte sur les conséquences économiques potentiellement dramatiques d'une telle mesure. L'assurance-vie est le seul produit d'épargne qui mutualise les profits et les pertes dans le temps et entre les porteurs par opposition à toutes les autres formes d'épargne qui au contraire ont pour principe l'individualité et l'égalité des porteurs (à l'exception de la retraite qui n'est pas à proprement parler de l'épargne). Cette forme très particulière d'épargne, supportée par une réglementation adaptée (les fameux articles 332-19 et 332-20 et solvabilité 1) a permis le développement d'une épargne considérable elle-même majoritairement investie en obligations d'Etat, actions, immobilier... autrement dit **cette épargne assurantielle est à l'évidence le premier moteur de l'investissement en France.**

La raison de ce succès est très simple : l'investisseur ayant une fiscalité dissuasive s'il veut récupérer son épargne avant 8 ans, l'assureur peut donc investir sur un horizon de temps assez long et proposer ainsi a) une garantie en capital b) une rémunération annuelle cliquetée quelque soit la performance financière réelle de l'année. L'assurance vie est donc certes un véhicule d'épargne mais c'est surtout un véhicule d'investissement. L'assurance vie peut investir à long terme car elle sait que ses clients sont là pour longtemps. Si par contre, la fiscalité est identique, sans nécessairement sortir de l'assurance vie (sauf pour les plus européens d'entre eux qui iront ouvrir leur contrat d'assurance vie dans des cieux européens plus cléments), les investisseurs utiliseront l'assurance vie comme un placement d'attente et l'assureur sera donc obligé a) de réduire la durée de son portefeuille b) de réduire encore plus la rémunération des contrats en euros pour se couvrir du risque de liquidité (et donc in fine les impôts attendus n'auront donc pas lieu). Alors même que la mise en place de Solvabilité 2 est questionnée par tous du fait des conséquences négatives sur la politique d'investissement des assureurs qui en résulterait (réduction des horizons de placement, pro cyclicité...), la proposition de François Hollande, si elle était mise en place, achèverait probablement le peu d'investissement dans l'économie qu'elle soit réelle (les entreprises) ou financière (la dette accumulée par l'Etat...).

La France est caractérisée par le fait que 70 % de sa dette publique est détenue par des non-résidents Français, les 30 % restant étant essentiellement détenus par l'assurance-vie... on peut imaginer sans peine la direction des taux d'intérêts de l'OAT si l'assurance vie n'investit plus en OAT... le mur de la dette se rapproche.

S'il est souhaitable que l'assurance-vie soit un des champs du domaine politique de la campagne électorale actuelle, il est très dommageable qu'il ne soit vu que sous l'angle de la fiscalité et non pas de la formidable capacité d'investissement de ce véritable trésor de guerre accumulé par les Français. **Au lieu d'une taxation qui se traduira inéluctablement par un cercle vicieux d'appauvrissement collectif, de nombreuses pistes pourraient être explorées : la contrepartie de l'avantage fiscal existant pourrait être une mobilisation d'une partie de cette épargne vers le logement intermédiaire, le logement étudiant, les PME et ETI, un emprunt obligataire national de long terme pour réduire notre dépendance aux marchés de capitaux internationaux... et démontrer ainsi que les Français savent se mobiliser pour investir.** Au lieu d'un raccourcissement de l'horizon de placement, nous ferions mieux d'organiser un allongement, d'offrir la possibilité de sortir en rente en franchise fiscale pour compenser la baisse prévisionnelle des retraites.

Quel dommage !