

CONSEIL D'ORIENTATION DES RETRAITES
Séance plénière du 31 janvier 2007 à 9h30
« Épargne retraite »

Document N°10
<i>Document de travail, n'engage pas le Conseil</i>

Influence de la fiscalité sur les comportements d'épargne

*DGTPE – Diagnostics Prévisions et Analyses Economiques,
N°92 – Décembre 2005*

Influence de la fiscalité sur les comportements d'épargne¹

L'imposition globale des revenus de l'épargne en France apparaît modérée, compte tenu de multiples dispositions dérogatoires qui représentaient en 2004 une dépense budgétaire supérieure à 13Md€ ; le taux d'imposition moyen se situe autour de 10% seulement.

Bien que plus de la moitié des dépenses fiscales soit consacrée aux produits en actions, la fiscalité de l'épargne incite surtout les ménages à détenir des produits peu risqués et moins rentables. Ce paradoxe apparent s'explique par l'importance des avantages fiscaux dont bénéficient les produits sans risque (livrets, obligations, assurance-vie en euro), et par le fait que les dépenses fiscales en faveur de la détention d'actions sont relativement concentrées.

Une modélisation du comportement d'épargne indique que les distorsions induites par la fiscalité à l'encontre des produits en action seraient très significatives : le portefeuille financier moyen détenu par un ménage français, avec seulement 10% d'actions, lui procure un rendement net inférieur de 30% à ce qu'il pourrait obtenir de façon optimale en présence d'une fiscalité neutre. Même sous l'hypothèse d'une forte aversion pour le risque, la moitié de l'écart serait directement imputable aux distorsions induites par la fiscalité, le reste en partie lié à son excessive complexité, les caractéristiques des produits en terme de rendement, risque et frais de gestion passant au second plan.

Outre ses conséquences négatives sur le rendement de l'épargne des ménages, et donc sur leur consommation, le moindre investissement en actions des ménages français renchérit également le coût du capital des entreprises françaises. Cette situation les conduit en effet à recourir fortement aux investisseurs étrangers qui exigent une prime de risque pour placer en dehors de leurs pays d'origine. Ce phénomène, qualifié de biais domestique («home bias»), aurait selon des estimations récentes un effet tout à fait significatif, accentuant de 40 points de base le coût du financement en fonds propres des entreprises françaises.

Enfin, la fiscalité de l'épargne ne favorise pas les produits à sortie en rente viagère pourtant les mieux adaptés à la préparation de la retraite. Ainsi, l'épargnant voit le rendement net de son épargne baisser de plus de 1 point lorsqu'il choisit de sortir en rente après 8 ans de versements réguliers sur un contrat en euro plutôt que demander le versement d'un capital.

Le rééquilibrage de la fiscalité qui est progressivement mis en place depuis quelques années semble donc nécessaire : notamment la création du PERP, produit à sortie en rente obligatoire disposant d'une véritable incitation fiscale, et plus récemment les mesures d'exonération de plus values de long terme sur actions devraient corriger en partie les distorsions.

1. Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la Direction Générale du Trésor et de la Politique Économique et ne reflète pas nécessairement la position du Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie.

Sommaire

des derniers numéros parus

- Nov. 2005** n°91 • La présence française en Asie, *Stéphane Cieniowski*
- n°90 • Prix de l'Immobilier Résidentiel et Spère Financière, *Sébastien Hissler*
- n°89 • Un bilan de l'émission des obligations françaises indexées sur l'inflation, *Benoît Coeuré, Nicolas Sagnes*
- Oct. 2005** n°88 • Perspectives d'élargissement de la zone euro, *Vanessa Jacquelin*
- n°87 • Les externalités budgétaires dans la zone euro, *Benjamin Carton*
- n°86 • Le rôle du raffinage dans l'évolution récente des prix à la pompe, *Julie Muro*
- Sept. 2005** n°85 • La situation économique mondiale à l'automne 2005, *Nathalie Fourcade*
- n°84 • Taux d'actualisation public et calcul économique, *Fabien Delattre, Adrien Véron*
- n°83 • Évolution de l'emploi public en France et au Royaume-Uni depuis 1980 : éléments de comparaison, *Patrick Taillepiéd*
- n°82 • Pourquoi le solde commercial américain a-t-il continué de se dégrader depuis 2002 malgré la dépréciation du dollar ? *Pierre Beynet, Éric Dubois, Damien Fréville, Alain Michel*
- n°81 • Politique familiale et taille de la famille, *Maryse Fesseau, Layla Ricroch*
- Août 2005** n°80 • Y-a-t'il un excès de liquidité ? *Benjamin Delozier, Sébastien Hissler*
- Juil. 2005** n°79 • Performances de la France à l'international : état des lieux et enjeux à moyen terme, *Bruno Valersteinas*
- n°78 • La hausse du prix des matières premières vue d'Asie, *Hubert Frédéric*
- n°77 • Réforme du marché du travail : les exemples de l'Espagne et du Danemark, *Stéphane Carvillo*
- Juin 2005** n°76 • Les conditions monétaires et financières courantes et passées dans la zone euro et aux États-Unis, *Mickaël Le Mestric, Fabrice Montagné*
- n°75 • Les indicateurs de la politique monétaire, *Fabrice Montagné*
- n°74 • Mesurer l'inflation sous-jacente en zone euro, *Jean-Marie Fournier*



1. Un panorama de la fiscalité de l'épargne

1.1 Un grand nombre de mesures dérogatoires...

La fiscalité des revenus de l'épargne est très hétérogène en France. La plupart des produits sont taxés en dehors du barème progressif de l'impôt sur le revenu, ou bien ne sont pris en compte qu'au-delà d'un abattement spécifique. Schématiquement, trois groupes de produits peuvent être distingués :

- Les produits de taux, qui sont taxés à un taux forfaitaire libérateur de l'impôt sur le revenu (16%) auquel s'ajoute les prélèvements sociaux (11%).
- Les plus-values mobilières, exonérées lorsque le montant des cessions annuelles est inférieur à 15 000€. Au-delà, elles sont taxées au taux forfaitaire

de 16% et aux prélèvements sociaux de 11%.

- Les dividendes sont soumis aux prélèvements sociaux (11%) et taxés ensuite selon le mécanisme de la demi-base², c'est-à-dire au titre du barème progressif de l'IR.

Il existe également une multitude de produits à fiscalité dérogatoire (PEA, PEL, Livret A, assurance-vie...). Le tableau suivant en récapitule les principaux, sans mentionner les diverses incitations fiscales à caractère ciblé (en fonction du secteur, de la zone géographique, du caractère innovant de l'activité, etc...).

2. Abattement de 50%, puis abattement fixe de 1 220/2 440€, puis taxation au barème. Le contribuable bénéficie de surcroît d'un crédit d'impôt égal à 50% du dividende touché, plafonné à 115/230€.

Tableau 1 : fiscalité dérogatoire en fonction du type de produit

Produits d'épargne	Prélèvements			Remarques
	Sociaux	Fiscaux	Total	
Livret A, livret jeune, CODEVI, Livret bleu(*)	0%	0%	0%	Plafonds : 15 300€ (A, bleu), 1 600€ (jeune), 4 600€ (CODEVI)
Livrets ordinaires	11%	16%	27%	Le prélèvement libérateur est optionnel
LEP	0%	0%	0%	Condition de revenu pour le titulaire. Plafond : 7 700€
CEL	11%	0%	11%	Plafond : 15 300€. Imposition au fil de l'eau
PEL	11%	0%	11%	Plafond : 61 200€. Imposition au dénouement
PEP	11%	0%	11%	Imposition au fil de l'eau. Ouverture de nouveaux PEP interdite depuis le 24/09/2003
Assurance vie (>8 ans)				Hors DSK/Sarkozy : abattement de 4 600/9 200€ pour l'IR
<i>Contrats DSK/Sarkozy</i>	11%	0%	11%	
<i>Contrats en euro</i>	11%	7,50%	18,50%	Prélèvement sociaux au fil de l'eau. Prélèvement libérateur optionnel au dénouement
<i>Contrats en unité de compte</i>	11%	7,50%	18,50%	Imposition au dénouement
Obligation et titres monétaires négociables en direct				
<i>Intérêts</i>	11%	16%	27%	Prélèvement libérateur optionnel
<i>Plus-values</i>	11%	16%	27%	Seuil de cession : 15 000€
Actions				
<i>Dividendes</i>	11%	<24%	<35%	Abattement de 1 220/2 440€. CSG partiellement déductible (5,8%)
<i>Plus-values</i>	11%	16%	27%	Seuil de cession : 15 000€
PEA (>5 ans)	11%	0%	11%	Plafond : 132 000€

1.2 ...qui conduisent à un faible taux d'imposition des revenus de l'épargne...

Globalement, près des trois quarts des revenus de l'épargne ne seraient pas soumis à l'impôt sur le revenu³ selon une étude de l'OEE (Observatoire de l'Épargne Européenne) sur la période 1998-2000. La fiscalité de l'épargne est ainsi composée de prélèvements sociaux à taux modéré et assiette large, et de prélèvements fiscaux à taux élevés et assiette étroite,

ces deux formes de prélèvements ayant rapportés en moyenne respectivement 9,2 et 7,4 Mrds€ par an au cours des quatre dernières années.

Malgré des taux marginaux d'imposition élevés, le niveau global de taxation de l'épargne apparaît ainsi à la fois modéré et stable au cours du temps : l'imposition des revenus à proprement parler s'établit à un taux moyen d'environ 10%, tandis que l'ensemble des prélèvements sur les revenus et le capital (impôts et prélèvements sociaux y compris taxe foncière, ISF et droits de mutation à titre gratuit) représente en moyenne 0,6% du stock de capital. En revanche, un taux d'imposition calculé en tenant compte des plus-values est particulièrement volatil, et atteint sur la période récente un niveau particulièrement élevé car son dénominateur inclut les fortes moins-values mobilières (cf. ratio 4 du tableau ci-dessous).

3. Selon une étude de l'OEE (Observatoire de l'Épargne Européenne), le taux d'emprise moyen entre 1998 et 2000 serait égal à 22,5% (le taux d'emprise est égal au ratio revenus imposés sur revenus effectifs). Ce taux d'emprise est calculé en supposant que l'assurance vie échappe entièrement à l'impôt, ce qui reste assez proche de la réalité dans la mesure où la majeure partie des produits de l'assurance vie est exonérée car bénéficiant de l'abattement, ou versée avant 1998 sur des contrats anciens bénéficiant d'une exonération systématique.



Tableau 2 : ratios d'imposition de l'épargne

En Mds€	2002	2003	2003
Stock de capital (1)	6 200	n.d.	ratio 1 10,1%
Financier	2 850	n.d.	Imposition des revenus réels
Immobilier	3 270	n.d.	
			ratio 2 8,2%
Revenus du capital (2)	46	n.d.	Imposition des revenus réels, hors plus-values
Revenus réels (2a)	154	152	
Revenus notionels (2b)	-108	n.d.	ratio 3 0,6%
			Imposition du capital rapportée au stock
Prélèvements sur le capital (3)	34,3	34,8	
Prélèvements sur les revenus (3a)	15,8	15,6	ratio 4 76,3%
Prélèvements sur le stock (3b)	18,6	19,1	Imposition du capital rapportée aux revenus

Définition : ratio 1 = (3a)/(2a). Prélèvements année N, revenus année N-1

Le ratio 2 est une version corrigée du ratio 1

Définition : ratio 3 = (3)/(1). Prélèvements année N, stock année N-1

Définition : ratio 4 = (3)/(2). Prélèvements année N, stock et revenus année N-1

1.3 ...et semblent, à première vue seulement, surtout consacrées à favoriser la détention d'actions

Les prélèvements pesant sur les revenus du capital, de l'ordre de 17 milliards d'euros en 2004, augmenteraient de plus de 80% en l'absence de mesures fiscales dérogatoires. Près de la moitié de ces dépenses fiscales est consacrée aux produits en actions, le reste se répartissant en parts égales entre produits d'assurance vie et épargne réglementée (livret A, épargne logement). Ces estimations sont cependant incomplètes, et minimisent sans doute les dépenses en faveur de la détention d'actions. En particulier, le coût de l'exonération des plus-values sur valeurs mobilières en dessous du seuil annuel de cession de 15 000 € n'est pas connu, et pourrait être relativement élevé.

Il est délicat d'en déduire la façon dont ces incitations sont perçues par les ménages. Ainsi, les niches fiscales concernant l'épargne réglementée (livrets défiscalisés, épargne logement) profitent à plusieurs millions de foyers fiscaux alors que certaines niches relatives aux actions se concentrent sur un nombre très limité de foyers : en 2003, seulement 300 000 foyers fiscaux - soit moins de 1% des contribuables - profitaient de l'imposition proportionnelle à 16% des plus-values mobilières. Ces deux types de mesure ont représenté

l'une et l'autre un coût budgétaire de 2,5Mrds€ en 2004).

2. Les effets théoriques de la fiscalité de l'épargne

2.1 Une fiscalité qui ne modifie pas la hiérarchie des rendements des produits d'épargne..

La fiscalité peut conduire à une distorsion de l'allocation de l'épargne des ménages en modifiant le rendement qu'ils peuvent attendre de leurs placements. Un tel effet peut se mesurer en déterminant des taux effectifs marginaux d'imposition (l'MIE) pour les différents produits d'épargne. Ces taux représentent l'écart relatif entre le taux de rendement réel avant et après impôt. Ceci suppose de déterminer des rendements nets annuels équivalents pour des produits présentant des caractéristiques distinctes en termes de durée de blocage ou de mode de prélèvement (au fil de l'eau ou à l'échéance du contrat, cf. encadré 1).

Selon cette approche, la fiscalité ne modifie pas la hiérarchie des rendements des produits d'épargne, bien que le taux d'imposition soit nettement moins élevé pour certains produits (un PEA par exemple). Le tableau ci-dessous fournit quelques exemples chiffrés

Tableau 3 : dépenses fiscales par produits d'épargne

Type d'épargne	Libellé	Coût(M€)
Liquidités	Exonération des intérêts des livrets réglementés (livret A, etc...)	770
Épargne longue Essentiellement obligatoire	Prélèvements libératoires sur les produits de placements à revenu fixe	590
	Exonération des produits attachés à l'assurance vie et aux bons de capitalisation*	2 250
	Exonération des primes et intérêts versés dans le cadre de l'épargne-logement	1 740
	Autre épargne longue (PEP, PERP)	865
Actions	Exonération dans le cadre d'un PEA	1 410
	Abattement de 1 220/2 440€ sur les dividendes	380
	Imposition proportionnelle à 16% des plus-values mobilières	2 535
	Exonérations au titre de la participation, de l'intéressement et des plans d'épargne salariale	1 380
Total		12 920



à partir d'hypothèses simples sur le rendement brut des actifs sous jacents. L'écart de 450 points de base entre le rendement des actions et des obligations correspond à l'écart observé au cours des vingt dernières années. Les hypothèses sur le rendement obligataire et sur la composition des contrats d'assurance-vie (respectivement 15% et 55% d'actions dans les contrats en euros et dans les contrats UC) sont retenues à titre purement illustratif. Deux cas extrêmes sont considérés pour l'assurance-vie en euros, selon que les produits retirés bénéficient ou non de l'abattement.

Tableau 4 : estimation des taux marginaux d'imposition effectifs (TMIE)

		Rendement		TMIE
		Brut	Net	
PEA		9,0%	8,1%	12,9%
Actions hors PEA		9,0%	7,5%	21,4%
Assurance-vie (UC)	avec abattement	7,0%	6,4%	12,0%
Assurance-vie (euros)	sans abattement	5,2%	3,9%	40,6%
	avec abattement	5,2%	4,5%	21,9%
Livret A		2,0%	2,0%	0,0%

Source : Calculs DGTPPE.

2.2 ... à l'exception du cas particulier des produits à sortie en rente...

En revanche, la fiscalité de l'assurance-vie favorise les sorties en capital au détriment des sorties en rente. Ainsi, l'épargnant voit le rendement net de son épargne baisser de plus de 1 point lorsqu'il choisit de sortir en rente après 8 ans de versements réguliers sur un contrat en euro⁴. Pour un tel contrat, en cas de sortie en rente, l'ensemble des arrérages (versement + intérêts) est soumis aux impôts et prélèvements sociaux, alors que seuls les intérêts sont imposés dans le cas d'une sortie en capital (et que ces intérêts ont déjà subi les prélèvements sociaux au fil de l'eau). En contrepartie de cette double imposition, la sortie en rente bénéficie d'un abattement qui se révèle très insuffisant lorsque la durée de placement est relativement courte (les intérêts ne représentant alors qu'une faible partie des arrérages).

Tableau 5 : comparaison des rendements nets du PERP* et des contrats en Euros (rendement brut de 5%)

		Durée de détention		
		8 ans	15 ans	20 ans
Assurance Vie contrats en €	Sortie en capital	4,15%	4,18%	4,20%
	Sortie en rente	2,49%	3,99%	3,67%
PERP taux marginal à la sortie 19%	Taux marginal à l'entrée 37%	10,32%	7,61%	7,06%
	Taux marginal à l'entrée 19%	4,78%	4,88%	4,91%

* Plan d'Épargne Retraite Populaire

4. Ce constat reste valable même dans les cas où l'épargnant sortant en capital choisit de replacer une partie de son épargne dans des produits fiscalement moins avantageux (cf. encadré).

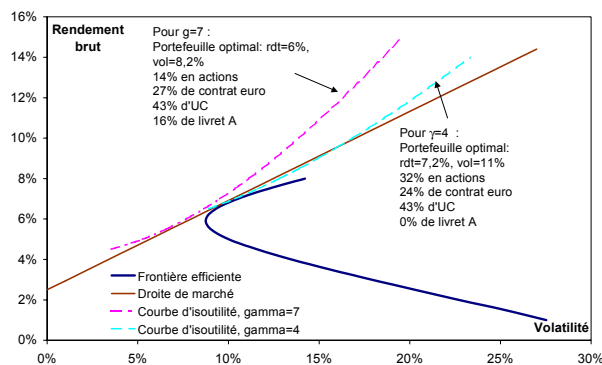
L'introduction du PERP favorise en revanche un produit à sortie en rente, et peut même bouleverser la hiérarchie des placements pour des épargnants plus fortement imposés sur le revenu durant la période d'épargne. En fonction du différentiel de taxation du revenu avant et après la retraite, le PERP peut ainsi surpasser tous les produits d'épargne. Un épargnant ayant un taux marginal d'imposition à l'IR de 37% durant sa période d'épargne, et un taux d'IR de 19% à la retraite, se voit offrir un meilleur rendement net en investissant dans un PERP sur 15 ans plutôt que dans un PEA, même si son contrat PERP restait investi uniquement en produits obligataires.

2.3 ... et qui n'incite pas à détenir des actions lorsque l'on tient compte de l'aversion pour le risque des ménages

La seule comparaison des rendements après impôts des produits d'épargne ne permet pas de déterminer l'influence de la fiscalité sur le comportement de l'épargnant : celui-ci va en effet répartir son épargne entre différents produits afin d'optimiser à la fois le rendement et la volatilité de son portefeuille. Le poids respectif qu'il attachera à ces deux paramètres dépendra de son aversion pour le risque (notée g dans le graphique ci-dessous) : plus celle-ci est importante, plus l'épargnant va choisir un portefeuille offrant une faible volatilité, quitte à n'obtenir qu'un rendement modéré.

Le graphe ci-dessous présente le portefeuille «optimal» d'un ménage en l'absence de fiscalité. La «droite de marché»⁵ décrit les combinaisons des produits financiers qui offrent un rendement maximal pour un niveau de volatilité donné. Les deux autres courbes en pointillé représentent les préférences d'un ménage pour deux degrés d'aversion pour le risque donnés : un ménage fortement averse au risque exigera une hausse de rendement plus importante en compensation d'une augmentation donnée de la volatilité de son portefeuille.

Graphique 1 : portefeuille optimal en l'absence de fiscalité



5. La «droite de marché» décrit l'ensemble des combinaisons linéaires de l'actif sans risque et du portefeuille de marché, composées de tous les actifs risqués, et pondérées de manière à maximiser le rendement pour une volatilité donnée. L'ensemble des portefeuilles de marché est décrit par la courbe de «frontière efficiente».



Tableau 6 : impact de la fiscalité sur le portefeuille optimal

	i	ii	iii	iv	vi	vii	viii	ix	x
Aversion au risque	forte ($\gamma = 7$)			moyenne ($\gamma = 4$)				faible ($\gamma = 1$)	
Fiscalité	neutre	effective		neutre	effective			neutre	effective
Abattement assurance vie		non	oui		non	non	oui		non
Taille du portefeuille	faible	faible	faible		faible	1Md€	1Md€		1Md€
PEA	14%	14%	14%	32%	29%	13%	13%	100%	13%
Contrats en Euro	27%	11%	21%	24%	20%	12%	27%	0%	0%
Contrats UC	43%	27%	28%	43%	51%	60%	50%	0%	53%
Livret A	16%	47%	37%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Actions hors PEA	0%	0%	0%	0%	0%	15%	10%	0%	34%
Rendement brut théorique	6,0%	4,7%	5,1%	7,1%	7,2%	7,3%	7,0%	9,0%	8%
Rendement net théorique	5,1%	4,4%	4,6%	6,1%	6,4%	6,5%	6,2%	7,7%	7%
Volatilité	8,2%	5,8%	6,3%	11%	11,2%	11,2%	10,4%	15%	14%
Part en actions	42%	31%	33%	60%	60%	63%	55%	100%	76%

Lorsque l'on tient compte de la fiscalité, le taux de détention d'actions diminue dans la majeure partie des cas. Schématiquement, ce résultat peut se résumer dans les deux cas polaires suivant :

- Les épargnants averse au risque sont incités à détenir moins d'actions, et à détenir deux fois trop de liquidités par rapport à un portefeuille optimal (colonne i et iii du tableau suivant).
- Les épargnants peu averse au risque sont conduits sous l'influence de la fiscalité à saturer leur PEA jusqu'au plafond de 132 000€, puis à se reporter sur des contrats d'assurance vie en unité de compte relativement peu diversifiés en actions, en cherchant à bénéficier des abattements dont bénéficient ces contrats. Au delà, la fiscalité devient relativement dissuasive et le conduit à détenir, au delà du PEA, deux fois moins d'actions (colonnes iv et viii).

Les abattements dont bénéficient l'assurance-vie semblent jouer un rôle important pour expliquer la part des contrats en euros dans l'épargne des ménages français. En l'absence de tels abattements, la fiscalité orienterait au contraire certaines catégories de ménages vers la détention d'actions (colonnes vii et viii) Les conséquences visibles

Le poids des actions dans l'épargne financière des ménages est très faible...

Les liquidités et l'assurance vie constituent la majeure partie de l'épargne financière des ménages (2 596Mds€ mi 2004). Le montant estimé d'actions détenues directement par les ménages (495Mds€) regroupe une part importante d'actions non cotées (275Mds€) qui correspondrait majoritairement à la détention par des entrepreneurs de titres de leur entreprise. Ces chiffres utilisent l'étude du Commissariat Général du Plan de 2002⁶ qui corrigeait un certain nombre de biais dans l'estimation du poids des actions non cotées.

6. La place des actions dans le patrimoine des ménages - Mesure et comparaisons internationales, Commissariat Général du Plan, décembre 2002.

Tableau 7 : répartition de l'encours du patrimoine financier des ménages en juin 2004 (montants exprimés en Mrds€)

Epargne liquide + produits à court terme	710	27%
Epargne contractuelle	296	11%
Assurance-vie	867	33%
Obligations et OPCVM Obligataires	112	4%
OPCVM diversifiés	114	4%
Actions	495	19%
TOTAL	2 596	

Source : TFP Banque de France.

Au total, près du tiers du patrimoine financier des ménages serait orienté vers le financement en fonds propres des entreprises, si l'on tient compte de la part des contrats d'assurance-vie adossés en actions (à partir du poids estimé des actions dans l'actif total des assureurs, soit 23%).

Ce chiffre constitue cependant un majorant. Non seulement il est obtenu en utilisant le poids des actions dans l'actif des assureurs, qui ne sépare pas la détention d'actions pour le compte des ménages des participations stratégiques des assureurs, mais ce chiffre ne tient surtout pas compte de ce que les ménages ne portent pas tout le risque associé à la détention indirecte d'actions, et n'en retirent donc pas non plus l'intégralité du rendement (produit d'assurance vie, produits en action à rendement garanti, etc..).

La part d'actions véritablement détenues par les ménages épargnants serait beaucoup plus faible, de l'ordre de 10% de leur patrimoine financier (contre près de 50% aux États-Unis en 2000). Notamment, sur le patrimoine en actions des ménages, seul le tiers correspondrait à des produits d'épargne hors assurance vie. Il se répartirait en effet entre actions non cotées (275Mds€), actions cotées détenues directement⁷ (225Mds€) et actions cotées contenues dans des véhicules type assurance vie ou OPCVM diversifiés (226Mds€).

7. Ou au travers d'OPCVM ou dans un PEA.



2.4 ...ce qui pénalise le rendement de leur épargne...

En reprenant les hypothèses précédentes sur le rendement des produits d'épargne, un ménage moyen détiendrait ainsi aujourd'hui un portefeuille financier lui procurant un rendement net de 30% inférieur à ce qu'il pourrait obtenir de manière optimale en présence d'une fiscalité neutre (3,8% au lieu de 5,4% comme indiqué dans le tableau ci-dessous⁸).

Tableau 8 : comparaison du rendement des portefeuilles effectifs et optimaux

	Brut	Net
Portefeuille optimal avec fiscalité neutre	6%	5,4%
Portefeuille optimal avec fiscalité effective	6%	4,7%
Portefeuille moyen effectif ^a	4,2%	3,8%

a. La composition de ce portefeuille est obtenue à partir de données issues d'une étude du Plan de 2002 («La place des actions dans le patrimoine des ménages»). Le portefeuille d'un ménage moyen serait composé à 45% de liquidités (assimilées au livret A), à 45% de produits de taux (assimilés aux contrat euro), et à 10% d'actions (assimilées au PEA).

Ce résultat théorique repose sur des hypothèses grossières, mais semble confirmé par une comparaison du rendement de l'épargne aux États-Unis et en France : sur la période 1979-2001, les gains nominaux de valorisation du patrimoine des ménages américains auraient été de 40% supérieurs à celui des ménages français, expliquant en partie la moindre vigueur de la consommation des ménages en France⁹.

Le moindre rendement de l'épargne des ménages français résulterait pour moitié des distorsions induites par la fiscalité qui poussent les ménages à prendre moins de risques. La partie «non expliquée» par le travail de modélisation¹⁰ pourrait aussi en partie tenir à la complexité excessive induite par la fiscalité : les ménages, comme les institutions commercialisant les produits d'épargne, se focalisent sur les avantages fiscaux de ces produits, leurs caractéristiques en termes de rendement, de risque et de frais de gestion passant au second plan.

8. Conformément aux estimations présentées en première partie, un taux uniforme de 10% a été retenu pour simuler le cas «idéal» d'une fiscalité neutre (ce qui consiste à taxer l'ensemble de ces revenus à un taux uniforme de 10%, quel que soit le produit financier dont ils sont issus).

9. Voir DPAAE n°2 : Titre, date, auteurs.

10. Correspondant à l'écart observé entre un portefeuille optimal offrant un rendement net de 4,7% et le portefeuille moyen observé conduisant à un rendement de 3,8%.

2.5 ...et le coût du capital des entreprises françaises

Outre l'effet négatif d'une épargne faiblement rémunératrice sur la consommation et la croissance, cette situation est préjudiciable à plusieurs titres.

- Elle pose un problème en terme d'attractivité. Les taux nominaux d'imposition sont particulièrement élevés, alors que ce sont ces taux nominaux qui ont un impact fort en terme d'affichage et de comparaison à l'international. Le taux moyen d'imposition fiscal est ainsi deux à trois fois plus faible en France qu'en Italie ou en Angleterre, car moins d'un quart des revenus de l'épargne est concerné par ces prélèvements, mais les prélèvements hors niches fiscales sur les revenus du capital sont plus élevés en France que dans les deux autres pays, notamment pour les dividendes, renforçant le risque d'une concurrence fiscale.
- Elle renchérit le coût du capital des entreprises françaises dans la mesure où celles-ci font plus souvent face à des investisseurs étrangers qui exigent une prime de risque pour placer en dehors de leurs pays d'origine. Ce phénomène, qualifié de «home bias», aurait selon des estimations récentes un effet tout à fait significatif, accentuant de 40 points de base le coût du financement en fonds propres des entreprises françaises.

Afin de corriger ces biais, un rééquilibrage de la fiscalité semble nécessaire, et est progressivement mis en place depuis quelques années, avec notamment la création du PÉRP, produit à sortie en rente obligatoire disposant d'une véritable incitation fiscale, et plus récemment les mesures d'exonération de plus values de long terme sur actions.

Maud AUBIER

Frédéric CHERBONNIER

Daniel TURQUETY

Directeur de la Publication : Philippe BOUYOUX
Rédacteur en chef : Philippe GUDIN DE VALLERIN
Mise en page : Maryse DOS SANTOS
(01.44.87.18.51)



ANNEXE 1 : Calcul des taux moyens d'imposition effectifs

Le taux effectif marginal d'imposition (TMIE) donne une mesure des effets de la fiscalité sur un actif donné : il évalue le coin fiscal en terme de rendement, en estimant l'écart relatif entre le taux de rendement réel avant et après impôt pour un investissement. Le principe consiste à déterminer pour chaque produit un rendement annuel nominal net d'impôt équivalent r_n , le taux effectif marginal d'imposition étant alors obtenu à l'aide de la formule suivante :

$$TMIE = \frac{r - r_n}{r - \pi}$$

où τ désigne le taux marginal d'imposition des revenus du produit d'épargne, r le rendement nominal brut du produit, et π le taux d'inflation.

Afin de comparer l'impact de la fiscalité sur des produits de maturités différentes avec imposition à la sortie, il est nécessaire de déterminer un rendement annuel net à partir d'une année de base commune à tous les produits, et d'évaluer un TMIE à partir de ces rendements annuels. Dans la plupart des cas, le produit est défini par un rendement annuel moyen r , une durée de blocage T et un taux d'imposition sur les plus-values τ . Dans cette situation, le rendement net d'impôt annualisé équivalent r_n est défini par la relation

$$(1 + r_n)^T - 1 = [(1 - \tau) \times (1 + r)^T - 1]$$

Dans le cas où l'épargnant abonde son contrat régulièrement tous les ans, les calculs doivent tenir compte de l'étalement dans le temps de ses investissements. Supposons que l'épargnant place 1€ par an à partir de l'ouverture de son contrat et sort lors de la fin de la période de blocage T . Le rendement annuel net d'impôt est alors défini comme le rendement du produit nécessaire pour obtenir un rendement équivalent en l'absence de toute imposition, soit le taux r_n vérifiant l'équation suivante (où le terme de droite représente la valeur du placement après impôt pour l'épargnant au bout de la période de blocage) :

$$(1 + r_n) \frac{1 + r_n - 1}{r_n} = (1 - \tau) \left((1 + r) \frac{(1 + r)^T - 1}{r} - T \right) + T$$

Dans le cas d'un produit à sortie en rente viagère, celle-ci est soumise à l'IR et aux prélèvements sociaux sur une fraction α de son montant fonction de l'âge de l'épargnant lors de la conversion du capital en rente. Le rendement net d'impôts r_n est alors la solution de l'équation

$$(1 + r_n) \frac{(1 + r_n)^T - 1}{r_n} = (1 - \tau) \alpha (1 + r) \frac{(1 + r)^T - 1}{r}$$

Afin de réaliser une comparaison entre produits à sortie en rente et produits à sortie en capital, il faudrait en théorie tenir compte de ce qu'un individu sortant en capital ne consomme pas tout de suite l'intégralité de ce capital, et qu'il place la fraction non consommée dans des produits dont la fiscalité peut se révéler moins avantageuse que l'abattement dont bénéficient les intérêts capitalisés dans un produit à sortie en rente.

En pratique, une telle comparaison est difficile dans la mesure où l'étalement dans le temps de la consommation du capital n'est pas connu. La comparaison peut tout de même être réalisée en considérant le cas extrême d'un individu sortant en capital qui chercherait à répliquer les annuités d'une rente. Dans ce cas, tout se passe comme si les produits à sortie en rente viagère bénéficiaient en quelque sorte d'une bonification de rendement vis à vis des autres produits à sortie en capital.

Dans le cas d'un PERP, la formule précédente peut être adaptée afin de tenir compte de ce que les versements sont déductibles des impôts, mais doublement imposés aux prélèvements sociaux.



ANNEXE 2 : Influence de la fiscalité sur le portefeuille optimal

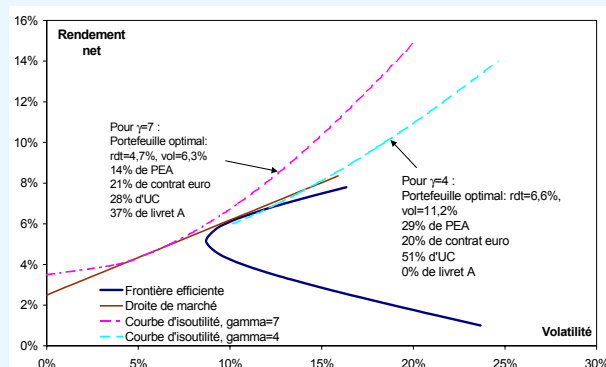
Un épargnant doit répartir son investissement entre différents actifs «risqués» caractérisés par un rendement et une volatilité. Ces choix de diversification permettent pour un niveau de rendement donné de réduire le risque, ou pour un niveau de risque d'améliorer le rendement : dès lors que les différents actifs ne sont pas parfaitement corrélés, le risque du portefeuille sera inférieur à la moyenne des risques des titres qui le composent. Dans l'univers de tous les portefeuilles possibles, certains sont plus intéressants que d'autres en termes de rendement et de risque. La courbe décrite par l'ensemble de ces portefeuilles lorsque le rendement varie est la «frontière efficiente».

L'épargnant peut également placer une partie de son épargne dans un actif sans risque comme un livret ou un dépôt bancaire. La combinaison d'un tel actif avec un portefeuille risqué présente un rendement et une volatilité qui s'écrivent simplement comme la moyenne pondérée des rendements et volatilités des deux produits combinés. En d'autres termes, l'ensemble décrit par ces combinaisons lorsque le rendement varie est représenté par une droite. Les combinaisons les plus intéressantes sont celles obtenues en choisissant le portefeuille risqué de telle façon que la droite soit tangente à la frontière efficiente. La droite ainsi obtenue, appelée «droite de marché», décrit alors les meilleurs choix possibles pour l'épargnant.

Le choix de l'épargnant va dépendre de son aversion pour le risque : plus celle-ci est importante, plus l'épargnant va choisir un portefeuille offrant une faible volatilité, quitte à n'obtenir qu'un rendement modéré. Ces préférences sont généralement représentées au travers une fonction d'utilité présentant une aversion relative pour le risque constante notée γ , c'est à dire que l'individu correspondant est prêt à payer une proportion constante de sa richesse pour éviter une augmentation de la variance de son rendement d'une unité. L'ensemble des portefeuilles qui procurent la même espérance d'utilité à un ménage est décrite par une courbe d'iso utilité. Beaucoup d'études^a estiment qu'une aversion relative pour le risque comprise entre 4 et 8, ou du moins inférieure à 10 est «raisonnable» lorsque l'on s'intéresse au patrimoine financier des ménages.. Pour notre propos, nous retenons donc deux valeurs incluses dans cet intervalle : 4 et 7.

Le portefeuille théorique optimal d'un ménage donné est donc celui qui est situé au point de tangence entre la droite de marché et sa courbe d'iso utilité.

Portefeuille optimal des ménages après fiscalité en fonction de leur aversion pour le risque



a. Voir par exemple «Risk Aversion in the Expected and non Expected Utility Function», 2000, Cechetti, Lam and Mark, American Economic Review.



ANNEXE 3 : BIAIS DOMESTIQUE («HOME BIAS»)

Si la diversification de l'épargne des ménages français en actions est insuffisante, la demande en fonds propres des entreprises françaises doit davantage recourir à une offre de capitaux étrangère. Or les investisseurs étrangers peuvent avoir une «réticence» naturelle à investir en France, ce qui les conduit à exiger des rendements plus élevés de la part des entreprises françaises, et rehausse le coût du capital de ces dernières.

Cette tendance naturelle des investisseurs à sous pondérer leur portefeuille en actifs internationaux est qualifiée de biais domestique («home bias»). L'existence d'un «home bias» est clairement établie par la littérature. Ce biais concerne tous les pays et resterait significatif, témoignant d'une intégration mondiale des marchés de capitaux imparfaite. Selon une étude récente^a, en 1999-2000, la part moyenne des actifs français dans un ensemble assez large de portefeuilles des investisseurs étrangers (fonds de pension et assurance vie) aurait été de 0,4%, alors que la capitalisation boursière française représente plus de 4% de la capitalisation boursière mondiale.

Ce biais affecte également les investisseurs français, et notamment les épargnants. Ceci pénalise le rendement de leur épargne investie en action, en limitant le recours à la diversification à l'international, et les conduit donc également en théorie à exiger une prime de risque plus importante pour investir en actions (françaises et étrangères). En 1993, 92% des actions détenues par les investisseurs français étaient ainsi des titres domestiques^b (contre 95% pour les États-Unis, 69% pour le Royaume-Uni et 92% pour l'Italie).

L'impact du «home bias» sur le coût du capital a été estimé^c en exploitant des données sur plus de 20 000 fonds de placement situés dans 31 pays en 1999-2000. Plus précisément, cette étude montre, au travers de quelques régressions liant «home bias» et coût du capital, que les biais affectant les investisseurs domestiques et étrangers auraient une influence similaire et significative sur le coût du capital des entreprises d'un pays donné. Une hausse du biais étranger (respectivement du biais domestique) au niveau du pays de 1% induirait ainsi une augmentation du coût du capital de 0,16% (respectivement 0,17%).

Appliquée au cas de la France, ces résultats permettent d'estimer l'impact agrégé du «home bias» sur le coût du capital des entreprises françaises :

- si le biais des investisseurs étrangers s'atténuait et permettait un degré de diversification de l'actionnariat des entreprises françaises similaire à celui qui prévaut aux États-Unis, le coût du capital des entreprises baisserait de 3% ;
- si le biais des investisseurs français atteignait le niveau britannique, le coût du capital baisserait de 5,7%.

Ces résultats doivent être considérés avec précaution, à la fois parce que les deux effets mesurés précédemment se recouvrent sans doute en partie, et parce que l'étude n'est pas exempte de limites susceptibles d'en biaiser légèrement les résultats. Il est notamment possible que l'étude surestime les écarts entre les coûts du capital en France et dans les pays anglo-saxons, en raison des erreurs de valorisation des actifs non cotés (selon une étude de l'Observatoire de l'épargne Européen, les méthodes de valorisation employées conduisent à des surestimations plus importantes des capitalisations boursières américaine et britannique que dans le cas des pays d'Europe continentale).

Au total, la diversification insuffisante de l'épargne des ménages français, à la fois en actions françaises et en titres internationaux, pourrait pénaliser le coût du capital des entreprises françaises de plus de 5%, soit environ 40 points de base. Cela serait l'une des explications de la différence marquée entre les PER américains (autour de 20 aujourd'hui) et français (en deçà de 14).

a. K. Chan, V. Covrig et L. Ng, 2004, Home Bias and the Cost of Capital, Working Paper.

b. Cooper et Kaplanis, 1995, Home bias in equity portfolio and the cost of capital for multinational firms, Journal of Applied Corporate Finance.

c. Cf. Chan, Covrig et Ng, Ibid.

