

CONSEIL D'ORIENTATION DES RETRAITES
Séance plénière du 24 janvier 2018 à 9h30
« L'épargne en vue de la retraite »

Document n° 11

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

Épargne de long terme : le cas de l'assurance-vie en France

Christian Gollier, *Revue de la stabilité financière*, 2015, avril, n°19, p. 139-147

Épargne de long terme : le cas de l'assurance-vie en France

CHRISTIAN GOLLIER
Professeur d'Économie et Directeur
École d'économie de Toulouse

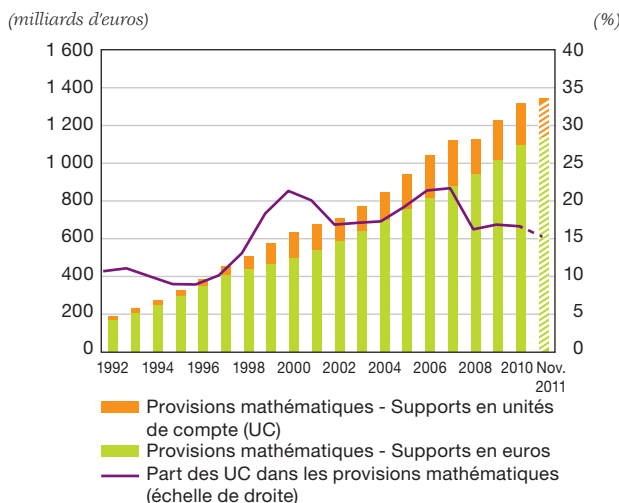
Le marché de l'assurance-vie en France, qui a capté 1 500 milliards d'euros d'épargne, est aujourd'hui confronté à d'importants challenges. Alors que les ménages qui utilisent ce produit d'épargne ont pour la plupart des horizons de placement très longs, les assureurs placent majoritairement ce patrimoine dans des actifs courts, liquides et peu risqués. C'est une catastrophe pour le dynamisme et la prospérité de notre pays. L'auteur montre que cet échec est dû à une mauvaise conception des règles fiscales et prudentielles du secteur. Malgré ses imperfections, la réforme Solvabilité II devrait corriger une partie du problème. Reste la question d'une indispensable réforme de la fiscalité de l'épargne en France.

La crise macrofinancière récente est un événement extrême qui constitue un test crucial à travers le monde pour les systèmes de retraite par capitalisation souvent gérés par des institutions de prévoyance et d'assurance. Contrairement au secteur bancaire dont le sauvetage a nécessité une intervention publique massive, le secteur de l'assurance est passé au travers de la crise essentiellement sans accroc¹. Ce résultat très éloquent ne doit néanmoins pas nous faire oublier les enjeux macroéconomiques et financiers majeurs auxquels le secteur de l'assurance-vie va être confronté dans les années à venir, en particulier en France.

Dans de nombreux pays, les ménages sont fiscalement encouragés dès leur entrée sur le marché du travail à se constituer une épargne individuelle pour leurs vieux jours. Les États-Unis ont mis en place un tel système dès 1980, les célèbres plans 401k. Dans un tel système, les risques financiers restent entièrement à la charge des ménages, qui peuvent être amenés à des réévaluations drastiques de leur plan en cas de krach financier : report de l'âge de départ à la retraite ou réduction du niveau de vie. Car beaucoup d'entre eux avaient avant la crise massivement investi l'épargne de toute une vie en actions. Par exemple, 28 % des universitaires américains de plus de cinquante-cinq ans affiliés au très réputé fonds de pension TIAA-CREF détenaient avant la crise 100 % de leurs placements en actions.

Quant à eux, les Français ont plébiscité ces vingt dernières années l'assurance-vie en euros, comme on peut le voir dans le graphique 1 dans l'évolution des encours depuis 1992. Contrairement à l'assurance-vie en unités de compte (qui ne représente que 15 % de l'encours), ce système a le grand avantage d'organiser une certaine solidarité entre générations d'épargnants, en tout cas en théorie. Durant les bonnes années, les assureurs accumulent des excédents en distribuant des rendements aux épargnants inférieurs à la rentabilité de leur portefeuille, ce qui permet de puiser dans cette réserve durant les mauvaises années pour offrir un rendement supérieur à celui de leur portefeuille. Il faut mettre au crédit des entreprises d'assurance qui ont assumé le risque d'avoir rempli efficacement leur mission, en accumulant avant la crise des réserves correspondant à environ 10 % de la valeur de leurs actifs, globalement 2,5 fois

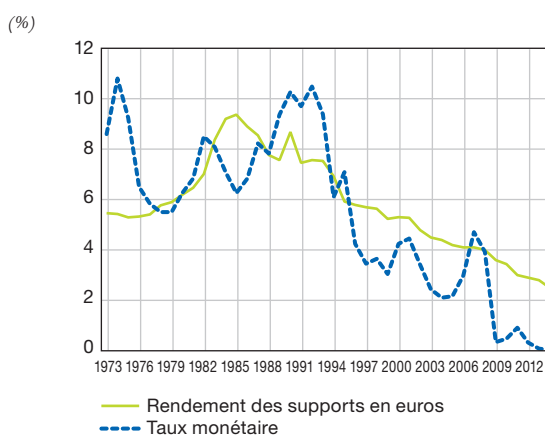
Graphique 1
Provisions mathématiques par type de support



Source : Cour des Comptes (2012).

plus que les minima requis par la réglementation prudentielle. Ainsi grâce aux ponctions dans ces réserves importantes, l'assurance-vie rapporte ces dernières années plus que le rendement des obligations souveraines. C'est parce que les assureurs continuent à distribuer la rentabilité en valeur historique des obligations qu'ils ont acquis il y a dix et vingt ans avec l'argent des générations précédentes d'assurés, (cf. graphique 2).

Graphique 2
Rendement moyen des supports en euros (net de frais de gestion et brut de prélèvements sociaux) et taux de rendement monétaire



Source : FFSA.

¹ AIG est évidemment une exception. Notons que les activités d'AIG qui ont conduit à son sauvetage retentissant en septembre 2008 étaient de nature bancaire.

Cette solidarité entre générations d'épargnants constitue la raison d'être des assureurs-vie. Elle permet un partage de risque entre générations d'assurés, et crée ainsi de la valeur. Gollier (2008) montre que cette solidarité intergénérationnelle pourrait améliorer le bien-être des ménages autant que le ferait une hausse de l'ordre de 1 % de la rentabilité annuelle de leur épargne. Mais il est impossible d'organiser une telle solidarité intergénérationnelle sans une intervention publique. L'industrie de l'assurance-vie a besoin d'un système fiscal spécifique pour la mettre en œuvre, de manière à réduire le comportement opportuniste des épargnants, sinon ceux-ci seront tentés de rentrer dans l'assurance-vie ou d'en sortir selon que les rentabilités offertes y sont supérieures ou inférieures à celle de la détention directe d'actifs. Ce risque est bien réel, puisque le blocage des fonds pour obtenir l'entièreté de l'avantage fiscal reste limité à huit ans. Depuis 2009, la mise en concurrence de l'assurance-vie avec le livret A illustre cette volatilité à laquelle les assureurs sont confrontés.

Le pendant logique de cette forte liquidité du produit d'assurance-vie en France est une stratégie de placement des 1 500 milliards d'euros détenus par les assureurs-vie dans leur bilan dans des actifs eux-mêmes liquides et sûrs. Cette règle de congruence actif-passif est renforcée par deux caractéristiques cruciales. La première porte sur la garantie de taux, réduite progressivement depuis deux décennies de 4,5 % à 0 %. La seconde est appelée « effet cliquet », qui offre chaque année la propriété pleine et entière à l'assuré sur les rendements constatés dans le passé. Pendant longtemps, une régulation défaillante de la solvabilité du secteur a permis aux assurés le meilleur de tous les mondes, en profitant d'un produit d'épargne liquide, sûr et rentable grâce à des placements de ces fonds dans des actifs relativement risqués. Ceci a été rendu possible par deux mécanismes complémentaires, l'assurance implicite de l'État contre le risque de défaut des assureurs, et la gratuité de l'assurance de portefeuille générée par la garantie de taux. L'imposition d'exigences en capital beaucoup plus pénalisantes contenues dans la réglementation Solvabilité II va logiquement condamner à terme les assurés à choisir entre sûreté et rentabilité. En réduisant le risque moral généré par l'assurance implicite de défaut offerte par l'État, elle va conduire à une augmentation du coût du capital des assureurs-vie qui détiennent beaucoup d'actifs risqués non couverts. Entre liquidité, sûreté et rentabilité, le marché va donc devoir choisir.

À court terme, c'est la rentabilité à long terme qui a été sacrifiée, puisque les assureurs ont, ces dernières années, réduit de façon drastique la part de leurs réserves investies en actions et en immobilier. Dans cet article, je développe l'idée que cette évolution est incompatible avec l'intérêt général, tant du côté des épargnants que du côté du dynamisme de notre économie. L'efficacité économique suggère une autre voie, celle d'un basculement du marché vers des produits d'épargne longue au risque financier mieux partagé entre les parties prenantes, permettant un plus fort investissement de l'encours d'assurance-vie dans le financement de notre économie.

QUELQUES ÉLÉMENTS THÉORIQUES SUR L'ÉPARGNE LONGUE

1| Allocation d'actifs et horizon d'épargne

Dans une économie sans épargne et sans investissement telle que décrite par Lucas (1978), les ménages consomment chaque année leurs revenus de l'année. Dans une telle économie, la consommation est très volatile, et les ménages portent des risques importants qui réduisent leur bien-être. Leur appétence à prendre des risques supplémentaires y est limitée. La possibilité d'épargner les années de vaches grasses pour dépenser cette épargne durant les années de vaches maigres constitue dans ce cadre une méthode de gestion des risques très utile par lissage des chocs. Non seulement cette épargne de précaution augmente le bien-être, mais en plus elle augmente la tolérance aux risques des ménages. C'est particulièrement vrai pour les ménages les plus jeunes qui disposent d'un plus grand nombre d'années devant eux pour lisser les chocs temporaires sur leurs revenus par cette stratégie d'accumulation et de déstockage de cette épargne de long terme.

Les épargnants disposant d'un horizon d'investissement long et d'un coussin d'épargne liquide suffisamment important sont donc en situation de pouvoir diversifier intertemporellement leur risque. Epstein (1983), Gollier (2001, 2002) et Gollier et Zeckhauser (2002) ont montré que cette capacité à gérer les risques intertemporellement augmente massivement la tolérance au risque des ménages qui en sont capables. Cela justifie que ceux-ci investissent une part beaucoup plus importante de

leur richesse dans des actifs risqués comme les actions pour profiter de la prime de risque qui est associée à ces classes d'actifs. En d'autres termes, l'épargne longue devrait naturellement être orientée vers le financement des investissements longs et risqués. C'est donc une aberration de voir en France les 1 500 milliards d'euros de l'assurance-vie investis essentiellement en obligations, en particulier dans la période actuelle de taux d'intérêt historiquement faibles. Dans d'autres pays comme les États-Unis, les Pays-Bas ou la Grande Bretagne, l'épargne longue des systèmes de retraite par capitalisation est investie plus massivement dans des actifs risqués.

En équilibre général, cette désaffection pour les actifs longs et risqués conduit à des primes de risque excessives pour ces classes d'actifs. Cela renchérit le coût du capital des entreprises qui portent ces investissements, ce qui handicape leur compétitivité, l'emploi, et la croissance. Elle rend l'économie trop court-termiste.

2| Partage de risque intergénérationnel et tolérance collective au risque

La vie des êtres humains est hélas trop courte pour bénéficier pleinement des effets de la diversification intertemporelle des risques. Leur horizon de placement dépasse rarement quarante ans. Or, le destin des ménages disposant d'un portefeuille de titres, conservé pendant une période de vingt ans, est très hétérogène, selon la génération d'investisseurs à laquelle ils appartiennent : aux États-Unis, 1 dollar investi début 1949 dans un portefeuille diversifié d'actions généra 10,8 dollars en capital accumulé fin 1968, mais seulement 1,2 dollar sur la période 1901-1920. Il n'existe pas aujourd'hui de mécanisme de marché qui permette à une génération d'épargnants de réellement partager les risques avec les suivantes. Cette incomplétude des marchés ne permet donc pas une allocation efficace des risques entre générations. Cette absence d'un marché efficace fondé sur le partage du risque intergénérationnel pose un véritable problème en termes d'équité sociale comme d'anticipation des risques financiers.

L'efficacité économique, ainsi que l'équité, appellent à une intervention publique visant à la mise en œuvre d'un partage des risques entre les générations d'investisseurs. Les investisseurs institutionnels

publics à long terme et les fonds de pension collectifs sont bien équipés pour s'acquitter de ce rôle, en complément de celui joué par les États dont l'horizon temporel est infini et qui prennent en considération le bien-être des générations futures. En agissant en tant que mandataires des différentes générations de citoyens, ces intermédiaires financiers peuvent accumuler des réserves financières sur de longues périodes de temps pour opérer une meilleure redistribution sociale à travers des investissements qu'ils prennent en charge, notamment au cours des périodes difficiles, en assurant un lissage des chocs financiers dans le temps et à travers les générations. Ce mécanisme améliore le bien-être de toutes les générations, au moins *ex ante*. Il a été montré (Gollier, 2008) que cet effet sur le bien-être équivalait, dans l'économie, à une augmentation de 1 % du rendement du capital, en particulier grâce à la réduction de l'aversion collective au risque que cette diversification intergénérationnelle des risques permet.

Si les fonds de pension à contributions définies ont *grosso modo* réussi à organiser cette solidarité intergénérationnelle dans les pays anglo-saxons, c'est grâce à l'illiquidité de cette épargne longue et à l'importante incitation fiscale qui encadre ce système dans ces pays. Peut-on en dire de même pour l'assurance-vie en France ? Bien sûr que non, et ceci pour quatre raisons :

- la liquidité de ce produit d'épargne est trop importante ;
- l'avantage fiscal disparaît complètement après seulement huit ans ;
- les rendements futurs sont garantis ;
- les rendements passés sont acquis (effet cliquet).

Chacune de ces quatre caractéristiques de l'assurance-vie française est antinomique avec un partage de risque intertemporel et intergénérationnel. Elle force un placement des sommes collectées dans des actifs courts, sûrs et liquides, en opposition complète avec les conclusions de la section 1|. C'est une catastrophe sociale et financière pour le pays.

Le test existentiel du système d'assurance-vie français se produira le jour où les taux d'intérêt de la zone euro commenceront à remonter, en particulier

dans un scénario de remontée rapide. Dans un tel scénario, les assureurs vont se retrouver avec un stock considérable d'obligations en moins-value latente juste au moment où les assurés vont être attirés par des titres de taux offerts par le marché qui seront plus attractifs qu'aujourd'hui. En clair, le phénomène inverse de celui observé depuis vingt-cinq ans va se produire. Durant cette période, la baisse des taux a permis d'offrir aux nouveaux clients la rentabilité historique élevée des obligations achetées pour les anciens clients capturés par l'avantage fiscal. C'est ce phénomène dit de dilution, corollaire de la diversification intergénérationnelle décrite ci-dessus, qui a conduit à cet extraordinaire succès de l'assurance-vie, qui a transféré de la richesse des anciennes générations d'épargnants vers les nouvelles. Durant la période de hausse des taux qui finira bien par se produire, il faudrait organiser le transfert inverse, dans lequel les nouveaux clients acceptent une rentabilité anticipée de leur assurance-vie inférieure aux taux d'intérêt, puisque les obligations à taux élevé achetées au regard de leur épargne seront diluées avec les obligations aux taux faibles achetées actuellement par les assureurs sur le marché. Dans ce scénario inéluctable, cette dilution ne rend évidemment pas le produit très attractif pour les nouveaux assurés potentiels, qui devraient se détourner vers d'autres produits. De plus, même si une certaine inertie peut être espérée, les anciens assurés devraient eux aussi se poser des questions, et potentiellement exercer leur option de sortie si l'avantage fiscal qu'ils perdraient ce faisant est insuffisant. Dans une telle situation, le marché de l'assurance-vie pourrait bien se trouver dans une situation critique. Cette crise de l'assurance ne serait d'une certaine manière que le pendant du sauvetage des banques depuis 2007 par une politique de taux d'intérêt très faible. Elle serait aussi la démonstration de l'impossible partage de risque intergénérationnel que ce marché a tenté de mettre en place depuis quatre décennies avec le soutien de l'avantage fiscal des épargnants qui acceptent de bloquer leur épargne sur une durée supérieure à huit ans. Ce scénario pose donc aussi la nécessaire remise en question du dispositif fiscal encadrant l'assurance-vie en France, au cas où il existerait une volonté politique de construire dans ce pays un système d'épargne longue collective instaurant une solidarité entre générations.

2 Ce texte actualise un segment paru dans Gollier et Janci (2010).

3| Retour à la moyenne et risques longs ²

Ce qui importe pour un investisseur de long terme ainsi que pour ses mandants, c'est l'incertitude affectant les flux de rendement des actifs qui doivent permettre de couvrir les engagements du passif sur la durée. De ce fait, il est économiquement justifié de moduler dans son modèle d'allocation les primes de risque attachées aux différents instruments financiers en fonction de la durée des différents engagements. Par exemple, si les investissements sont réalisés pour couvrir un engagement dans dix ans, il s'agit de mesurer le risque que ces investissements ne permettent pas de couvrir cet engagement dans dix ans. En d'autres termes, il s'agit d'évaluer la volatilité du rendement sur dix ans de cet actif. Il est à noter par ailleurs que le rendement de cet actif est à comparer non pas avec le taux sans risque à court terme mais avec le rendement de l'obligation souveraine d'horizon correspondant.

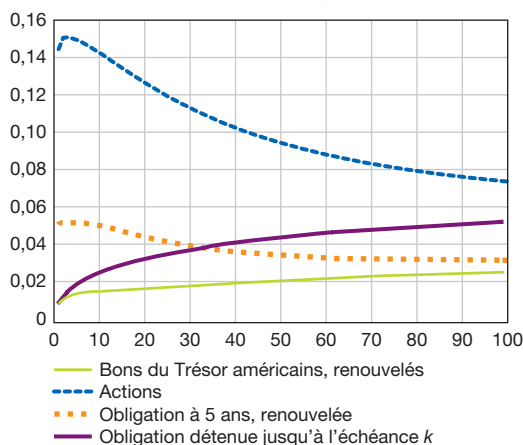
Des relations statistiques complexes dans la dynamique des rendements des grandes classes d'actifs ne permettent en général pas de passer aisément d'une évaluation de la volatilité annuelle traditionnelle de ces actifs à une volatilité sur dix ans. Le cas simple consiste à supposer que le rendement des actions n'est pas corrélé dans le temps, c'est-à-dire que les rendements passés ne permettent pas de prédire les rendements futurs. Dans ce cas, une corrélation négative des rendements dans le temps permet de réduire le risque agrégé en augmentant la durée de détention. Résumons brièvement l'état des connaissances sur ce sujet. À court terme, les actions sont plus risquées que les obligations. À titre d'illustration, sur la période 1890-1998 aux États-Unis, la volatilité du rendement annuel des actions a été de 18 %, alors que celle des obligations n'a été que de 6,5 %. En l'absence de corrélation sérielle des rendements des actifs, la volatilité du rendement annuel des différents actifs est une bonne mesure du risque quelle que soit la durée du placement. Mais il est maintenant reconnu que la plupart des actifs financiers ont des rendements qui ne suivent pas une marche aléatoire. Par exemple, certaines études comme celles de Fama et French (1988) et de Bansal et Yaron (2004) montrent que le rendement des actions est sujet à un phénomène de retour à la moyenne, c'est-à-dire d'auto-corrélation négative des

rendements. Même si une auto-corrélation faiblement positive des actions existe à haute fréquence (quelques jours), ce qui importe pour l'investisseur de long terme est l'existence de cycles de six à dix ans. En conséquence, les investisseurs dont la durée des engagements est importante sont en situation de mieux diversifier intertemporellement le risque actions.

L'existence d'une corrélation sérielle, respectivement positive du rendement des obligations et négative du rendement des actions, fait en sorte que le risque relatif actions *versus* obligations décroît avec l'horizon temporel de l'investissement. Campbell et Viceira (2002) estiment un modèle auto-régressif vectoriel sur la période 1953-1999 pour décrire les processus des rendements américains, en utilisant comme variables prédictives le *price earning ratio*, le *spread* taux court-taux long, et le taux d'intérêt nominal. Nous reproduisons dans le graphique 3 leurs principaux résultats. Sur ce graphique, la volatilité des rendements annualisés d'un investissement sur k trimestres est reproduite en fonction de k , respectivement pour les actions, les bons du Trésor, et les obligations. Il est frappant de constater que le risque relatif des actions décroît rapidement pour des durées de détention comprises entre un et vingt ans, alors que le risque lié à la détention d'obligations longues croît fortement pour des durées de détention comprises entre un et cinq ans. Pour des horizons temporels entre vingt et cinquante ans, les volatilités

Graphique 3
Volatilité des rendements de différents actifs financiers aux États-Unis
Données trimestrielles T2 1953-T41999

(abscisse : période de détention k , en trimestres ;
ordonnée : écart-type annualisé du rendement)



Source : Campbell et Viceira (2002).

des rendements agrégés des actions et des obligations longues sont similaires. Bec et Gollier (2008) obtiennent des résultats sur données françaises qui vont dans le même sens, mais de façon moins intense.

De ceci, nous pouvons tirer l'enseignement que grâce à la stratégie de lissage des chocs de rendement de l'actif, et aussi potentiellement grâce au phénomène de diversification temporelle du risque actions, un épargnant disposant d'une durée anticipée de placement long peut bénéficier d'une relation performance-risque plus favorable qu'un investisseur de court terme. Dans la perspective de l'optimisation du bien commun, ceci renforce les résultats de la section 1] concluant en faveur d'une stratégie de portefeuille plus favorable aux actifs qui apparaissent risqués sur un horizon de court terme.

4] À qui faut-il offrir une assurance de portefeuille ?

L'assurance-vie en euros en France bénéficie d'une garantie de rendement non négatif. Cette assurance de portefeuille est un élément surprenant pour un produit d'épargne de long terme aussi populaire malgré une distribution plutôt biaisée en faveur des classes aisées. Il est peut-être utile de rappeler ici une vérité simple : si un épargnant A bénéficie d'une assurance contre un risque non diversifiable, c'est qu'un agent B a accepté de la lui vendre. En d'autres termes, il est matériellement impossible d'assurer 100 % des agents économiques : le risque macroéconomique est collectivement inassurable et doit bien *in fine* être porté par les épargnants. Cette assurance de portefeuille est évidemment intrinsèquement très attractive puisque elle garantit un revenu dans les états du monde où la communauté s'est appauvrie. Si on se rappelle comme Barro (2006, 2009) que la prime de risque sur les marchés financiers peut s'expliquer par une croyance collective selon laquelle le PIB pourrait s'effondrer d'environ 40 % avec une probabilité annuelle de 1,7 %, on comprend bien la valeur accordée par les épargnants pour cette assurance de portefeuille. Mais symétriquement, les agents économiques qui offrent la contrepartie sur ce marché de l'assurance de portefeuille devraient exiger une prime d'assurance conséquente.

Mon hypothèse est que le marché de l'assurance-vie en France a dysfonctionné dans ce domaine.

Le marché a offert cette assurance de portefeuille sur l'encours en euros de plus de 1 200 milliards d'euros sans que les assurés en paient vraiment le coût. Cette hypothèse est fondée sur le phénomène maintenant bien compris de risque moral : en cas de catastrophe macroéconomique, la garantie de taux mettrait la plupart des assureurs en faillite, ce qui forcerait l'État à les renflouer dans l'esprit du « *too-big-to-fail* » qui a prévalu pour le secteur bancaire en 2008. Les assureurs ne sont donc pas incités à valoriser ce risque qu'ils ne couvrent pas eux-mêmes³. Les assurés sont en conséquence incités à acheter des contrats en euros contenant cette assurance « gratuite », au détriment des contrats en unités de compte *a priori* plus rentables sur le long terme.

Les règles de Solvabilité II bouleversent radicalement cet équilibre passé en forçant essentiellement les assureurs à garder ces risques extrêmes dans leur bilan. Ceci devrait conduire à des adaptations assez fondamentales du marché dans les années à venir. Le prix payé par les assurés pour conserver cette garantie de taux devrait augmenter. Ceci devrait les inciter à rééquilibrer leur demande pour les contrats en euros vers les contrats en unités de compte, ce qui est compatible avec l'intérêt général comme expliqué plus haut. Curieusement, ce n'est pas ce qu'on observe actuellement. Le marché a plutôt réagi aux nouvelles règles en maintenant une offre fortement axée sur les produits à taux garanti, mais en réduisant les investissements en actions⁴. Ceci est illustré par l'échec annoncé des nouveaux contrats « eurocroissance » pourtant encore loin du contrat optimal puisque, s'il supprime l'effet cliquet, il maintient la garantie de taux à l'échéance. Ceci me conduit à formuler une deuxième hypothèse : le marché n'a pas encore tarifé l'assurance de portefeuille à son vrai prix, ce qui n'incite pas les épargnants à rééquilibrer leur épargne. Les règles de Solvabilité II ne seront en effet pas pleinement opérationnelles avant plusieurs années.

Cet échec contribue à maintenir une forte intermédiation bancaire dans notre pays, au moment même où ce secteur limite son financement à l'économie pour des raisons différentes. Si les besoins de financement des entreprises américaines sont

couverts à 80 % par le marché et à 20 % par les banques, c'est l'inverse en France. L'absence d'une épargne longue investie dans des actifs financiers risqués en Europe explique en partie cette forte asymétrie handicapante.

CONCLUSION ET PERSPECTIVES

L'assurance-vie française est à la croisée des chemins. Après deux décennies de croissance extraordinaire, ce produit d'épargne longue plébiscité par les épargnants n'est plus capable de répondre aux exigences d'une économie dynamique. Parce que son produit phare (le contrat en euros) est excessivement liquide, elle est structurellement incapable d'organiser une solidarité intergénérationnelle des risques financiers similaire à celle qu'on peut trouver dans les systèmes de retraite par capitalisation à contributions définies des pays anglo-saxons et qui contribue à leur dynamisme économique et à leur prospérité. Elle est tout aussi structurellement incapable d'orienter l'épargne longue des ménages vers les opportunités d'investissement long de notre économie, impliquant de ce fait une prime de risque excessive et un sous-investissement dans les projets qui structurent la croissance à long terme.

Mêmes si elles ne sont pas parfaites (trop faible prise en compte de la durée des passifs assurantiels et de retour à la moyenne des rendements des actifs par exemple), les nouvelles règles de Solvabilité II devraient conduire dans les années à venir à des bouleversements du secteur assurance-vie de notre pays qui devraient conduire à moins de *short-termisme* et plus de prise de risque. Parce que la liquidité des produits d'assurance-vie sera dorénavant plus coûteuse dans le cadre de ces nouvelles règles de solvabilité du secteur, cet excès de liquidité des produits d'épargne longue en France devrait se réduire. À l'avenir, les épargnants devront arbitrer entre les objectifs incompatibles de liquidité, de garantie de taux et de rentabilité. C'est le prix à payer pour protéger l'État et les contribuables contre le risque de socialisation des pertes financières du secteur en cas de crise financière massive, mais

³ Ceci nous rappelle que les produits d'assurance-vie avec garantie de taux et « variable annuities » sont de nature systémique si leur composante d'assurance de portefeuille n'est pas couverte par des actifs congruents (Bobtcheff, Chaney et Gollier, 2014).

⁴ Selon le Rapport annuel de la Fédération française des sociétés d'assurance de 2014, la part des placements des sociétés d'assurance-vie, de capitalisation et mixtes investis en actions et OPCVM est passée de 29 % en 2007 à 21 % en 2013. http://www.ffsa.fr/sites/upload/docs/application/pdf/2014-07/ffsa_ra_2013_9-07_light.pdf

c'est plus positivement le prix à payer pour organiser en France un système financier plus compatible avec l'intérêt général.

Il n'en reste pas moins que la fiscalité de l'épargne en France pose problème. Le marché est structurellement incapable d'organiser une diversification intergénérationnelle des risques financiers et macroéconomiques, comme on

peut en trouver dans les systèmes de retraite par répartition bien gouvernés, et dans les systèmes de retraite obligatoire par capitalisation à contributions définies. Seule une incitation fiscale pénalisant l'épargne liquide et subventionnant l'épargne longue moins liquide peut permettre au marché d'offrir des produits organisant cette solidarité entre générations d'épargnants, source de bien-être collectif. On en est très loin en France.

BIBLIOGRAPHIE

Bansal (R.) et Yaron (A.) (2004)

«Risks for the long run: a potential resolution of asset pricing puzzles», *Journal of Finance*, vol. 59, p. 1481-1509.

Barro (R. J.) (2006)

«Rare disasters and asset markets in the twentieth century», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 121, p. 823-866.

Barro (R. J.) (2009)

«Rare disasters, asset prices, and welfare costs», *American Economic Review*, vol. 99, p. 243-264.

Bec (F.) et Gollier (C.) (2008)

«Assets returns volatility and investment horizon: the French case», mimeo.

Bobtcheff (C.), Chaney (T.) et Gollier (C.) (2014)

«Analysis of systemic risk in the insurance industry», mimeo.

Campbell (J.) et Viceira (L.) (2002)

Strategic asset allocation, Oxford University Press.

Cour des comptes (2012)

«La politique en faveur de l'assurance-vie», www.ccomptes.fr

Epstein (L. G.) (1983)

«Decreasing absolute risk aversion and utility indices derived from cake-eating problems», *Journal of Economic Theory*, vol. 29, p. 245-264.

Fama (E.) et French (K.) (1988)

«Dividend yields and expected stock returns», *Journal of Financial Economics*, vol. 22, p. 3-27.

Gollier (C.) (2001)

The economics of risk and time, MIT Press.

Gollier (C.) (2002)

«Time diversification, liquidity constraints, and decreasing aversion to risk on wealth», *Journal of Monetary Economics*, vol. 49, p. 1439-1459.

Gollier (C.) (2008)

«Intergenerational risk-sharing and risk-taking of a pension fund», *Journal of Public Economics*, vol. 92, n° 5-6, p. 1463-1485.

Gollier (C.) et Janci (D.) (2010)

«Profil et rôle des investisseurs de long terme», dans *Investisseurs et investissements de long terme*, par Glachant (J.), Lorenzi (J.-H.), Quinet (A.) et Trainar (P.), Rapport du Conseil d'analyse économique.

Gollier (C.) et Zeckhauser (R. J.) (2002)

«Time horizon and portfolio risk», *Journal of Risk and Uncertainty*, vol. 24, n° 3, p. 195-212.

Lucas (R.) (1978)

«Asset prices in an exchange economy», *Econometrica*, vol. 46, p. 1429-46.