

Vieillissement et épargne des ménages. Comment favoriser une meilleure accumulation du capital ?

André Masson, Vincent Touzé

▶ **To cite this version:**

André Masson, Vincent Touzé. Vieillissement et épargne des ménages. Comment favoriser une meilleure accumulation du capital ?. Revue de l'OFCE, 2019, 1 (161), pp.225-286. 10.3917/reof.161.0225 . hal-03403638

HAL Id: hal-03403638

https://sciencespo.hal.science/hal-03403638

Submitted on 26 Oct 2021

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Distributed under a Creative Commons Attribution - NonCommercial - NoDerivatives 4.0 International License

VIEILLISSEMENT ET ÉPARGNE DES MÉNAGES
COMMENT FAVORISER UNE MEILLEURE ACCUMULATION DU CAPITAL ?[1]

André Masson
CNRS – EHESS – PSE – chaire TDTE
Vincent Touzé
Sciences Po, OFCE

Cet article s'intéresse à l'accumulation de patrimoine des ménages et à sa transformation en capital productif dans un contexte de population vieillissante. S'appuyant sur des constats négatifs réalisés à deux niveaux, d'abord microéconomique puis macroéconomique, il propose enfin un ensemble de remèdes.

D'un point de vue microéconomique, la forte accumulation et concentration de patrimoine par les seniors, associée à une faible détention d'actions, s'expliquerait pour l'essentiel par de forts comportements de précaution. Pour pallier l'incertitude financière induite par l'allongement de la durée de vie (baisse du pouvoir d'achat de la pension, dépenses nouvelles en cas de dépendance, etc.), les seniors averses au risque et à l'ambiguïté adopteraient des stratégies de sur-épargne et d'investissement dans des actifs peu risqués (assurance-vie, immobilier).

Le constat macroéconomique confirme la hausse historique du poids du patrimoine dans le PIB et sa faible contrepartie en actifs productifs. Il révèle aussi la baisse inquiétante du taux d'investissement net, qui apparaît corrélée à la baisse de la productivité par tête, et la dépendance accrue du financement de l'économie nationale aux investisseurs étrangers.

Une série de remèdes sociaux, fiscaux, financiers et institutionnels sont avancés. Combinés les uns aux autres, ils pourraient réduire les incertitudes financières posées par l'allongement de la durée de vie, favoriser une meilleure circulation du patrimoine entre les générations et encourager l'orientation de l'épargne vers des actifs investis à long terme dans le secteur productif national.

Mots clés : vieillissement, cycle de vie, épargne, politique économique.

1. Les auteurs tiennent à remercier Luc Arrondel, Sandrine Levasseur et un commentateur anonyme pour leurs remarques précieuses qui ont conduit à une refonte de la version initiale de ce texte.

La recherche d'une meilleure allocation du capital en général, et de l'épargne des ménages en particulier, est confrontée dans nos sociétés à un problème majeur : le vieillissement démographique. Depuis la fin des années 1970, l'allongement de l'espérance de vie, dû surtout au recul de la mortalité aux âges élevés, a conduit à l'émergence d'un troisième âge florissant mais aussi à l'augmentation du nombre de personnes en perte d'autonomie au grand âge. Au tournant libéral des années 1980, où émerge un capital de plus en plus financiarisé, global et mobile, d'autres changements historiques majeurs sont apparus, d'ordre économique, social et patrimonial. Nous nous intéresserons plus particulièrement ici au cas de la France, même si nombre de ces changements sont communs aux pays développés.

Après le boom inédit des Trente Glorieuses, on a assisté à un ralentissement de la croissance pendant les « Trente piteuses » (1978-2007) et plus encore depuis la crise de 2008, qualifiée de « Grande Récession », qui s'est fait au détriment du travail (avec une stagnation du revenu médian aux États-Unis) et, dans notre pays, la montée d'un chômage (structurel) massif qui freine tant l'insertion professionnelle des jeunes que le maintien en emploi des travailleurs âgés. Cette rupture oblige à distinguer parmi les générations du baby-boom (1943-1973), les *premiers baby-boomers* (1943-1957), qualifiés de génération « dorée », qui sont entrés en vie économique avant 1980 et ont connu peu ou prou ce que d'aucuns appellent les 4P : la Paix (depuis 1962), la Prospérité, le Plein emploi et la croyance dans le Progrès. Bénéficiant d'un marché du travail favorable et de cotisations sociales encore limitées, leur accumulation a été aidée par une politique du logement avantageuse (Driant, 2009) et une inflation élevée – facilitant les remboursements d'emprunts –, puis par l'absence d'inflation et la hausse des prix d'actifs, notamment immobiliers ; le point important est qu'âgés aujourd'hui de 60 à 75 ans, ils sont maintenant *seniors*.

Le vieillissement démographique et l'absence de croissance ont mis à mal la soutenabilité financière de nos États-providence, déjà fragilisée par la montée en charge des différents régimes sociaux. Dans notre pays, l'adaptation de notre système de retraite à l'allongement de la durée de vie, freinée tout d'abord par les politiques malthusiennes de partage du travail, s'est faite ensuite de manière trop tardive, au risque de pénaliser les futurs retraités et de poser un problème d'équité géné-

rationnelle. L'indexation des pensions sur les prix, qui frappe également les retraités actuels, s'est révélée la mesure la plus efficace pour l'équilibre financier des régimes mais aboutit à la conséquence paradoxale de renchérir d'autant le poids relatif des retraites en cas de faible croissance. Or le régime actuel de faible croissance sur le long terme pourrait être appelé à durer, la période de grande récession amorcée en 2008 ayant remis sur le devant de la scène l'hypothèse de « stagnation séculaire ».

La patrimonialisation massive de nos sociétés depuis 1980

Le changement qui nous intéresse le plus ici concerne cependant la patrimonialisation de nos sociétés, processus multi-facettes dont on peut distinguer quatre composantes :

(i) un poids agrégé croissant du patrimoine par rapport au revenu des ménages, à un niveau inconnu depuis la Belle Époque, et une reprise de la concentration des fortunes au sein des plus riches après une baisse continue de 1914 à 1980 (Piketty, 2013) ;

(ii) un patrimoine de plus en plus concentré entre les mains des seniors, dont l'épargne constitue surtout une réserve de valeur peu risquée, investie en priorité dans les quasi-liquidités, les produits d'épargne longue (assurance-vie) et l'immobilier ; en France, par exemple, les plus de 60 ans possèdent près de 60 % du patrimoine financier total, mais ont un taux de détention de valeurs mobilières (17 %) à peine supérieur à la moyenne (16 %) ;

(iii) un retour de l'héritage, dont le poids dans la constitution des patrimoines s'accroît à nouveau, notamment en France, mais qui est reçu *en pleine propriété* de plus en plus tard, à près de 60 ans en moyenne du fait des droits accordés au conjoint survivant et du recul de la mortalité (alors que cet âge moyen de réception était de 40 ans dans les années 1950 ou 1960) ;

(iv) en conséquence, des jeunes ménages, déjà pénalisés par les difficultés accrues de leur insertion professionnelle, de plus en plus contraints dans leurs projets patrimoniaux : logement, entreprise, retraite, voire transmission[2].

Au total, les transferts financiers publics ascendants (retraite, santé, dépendance aux plus de 60 ans) et privés descendants (donations et

héritages) ont vu leur importance, en pourcentage du PIB, plus que *doubler* sur les trente dernières années dans notre pays.

En liaison avec le vieillissement, le ralentissement de la croissance et les pressions accrues sur notre modèle social, cette patrimonialisation croissante de nos sociétés soulève des enjeux majeurs. Faut-il faire circuler le patrimoine plus rapidement, d'une manière ou d'une autre vers les générations cadettes qui en ont le plus besoin ? Inciter les ménages à investir dans des placements plus longs et plus risqués, que le système financier pourra convertir en investissements productifs particulièrement requis aujourd'hui, etc. ? On peut adopter des attitudes très différentes par rapport à ce phénomène. C'est pourquoi il importe d'écarter d'autres points de vue possibles pour mieux préciser le nôtre dans cet article.

Le point de vue néo-libéral : la patrimonialisation n'est pas un problème en soi

Pour les néo-libéraux, le patrimoine apparaît pour l'essentiel une variable dérivée, résultant du libre choix des individus : les uns sont fourmis, les autres cigales. Sa régulation publique n'a donc pas lieu d'être : la taxation du capital, par exemple, s'apparenterait à une double taxation et désinciterait à l'effort en matière de travail ou d'épargne. Héritages et donations sont certes des dotations « exogènes » en patrimoine ; mais leur taxation découragerait cette fois l'effort des parents pour leur progéniture, motif d'accumulation hautement valorisé. Les incitations fiscales en matière de patrimoine doivent seulement faciliter les placements financiers longs et risqués, transformables en investissements productifs, et défavoriser les (quasi-) liquidités et l'épargne réglementée, l'immobilier résidentiel, qui bénéficie d'une forte rente foncière, et l'assurance-vie, qui sert surtout à rembourser les charges d'intérêt d'une dette publique trop importante.

La patrimonialisation aurait sans doute des effets néfastes, tels l'absence de moyens financiers dont pâtissent les jeunes ménages pour investir à long terme, mais ne constituerait elle-même qu'un phénomène *dérivé* : autant ou plus que du vieillissement, elle serait le produit

2. Cette patrimonialisation est un phénomène potentiellement durable : rapporté au revenu national ou au PIB, le flux annuel des transmissions patrimoniales risque encore d'augmenter en raison des décès à venir des générations des baby-boomers, nombreuses et bien dotées en patrimoine ; et le recul de l'âge de l'héritage fait que l'on devient souvent riche en devenant vieux, ce qui tend à reproduire la situation patrimoniale actuelle.

du manque de croissance et d'innovations et d'une protection sociale trop lourde et peu efficace en France. Aussi l'impératif premier serait-il de réduire sensiblement les dépenses publiques et sociales afin de rembourser une dette qui affaiblit notre pays et de diminuer les prélèvements obligatoires (de 45 % à 40 % du PIB, moyenne européenne ?), notamment sur les jeunes actifs : aux yeux des libéraux, une telle opération devrait permettre de stimuler la croissance en diminuant le coût du travail et de restaurer l'attractivité économique de notre pays. Cette réduction des prélèvements s'accompagnerait en outre d'un rééquilibrage des transferts sociaux (incluant les dépenses d'éducation) en direction des jeunes, avec une diminution de la masse des retraites publiques.

Moins imposés ou cotisant moins, les jeunes générations retrouveraient des moyens pour créer leur entreprise ou pour placer dans des produits financiers longs et plus risqués, notamment pour les besoins de leurs vieux jours ; elles seraient d'autant plus incitées à le faire que la couverture sociale de ces besoins serait amoindrie. Elles seraient également encouragées à travailler plus longtemps pour conserver des pensions adéquates. Cette nouvelle donne favoriserait enfin l'instauration de fonds de pension « à la française », indispensables au financement des investissements productifs requis aujourd'hui.

En accordant plus d'autonomie et de responsabilité aux individus, l'objectif de ce schéma néo-libéral serait de remédier *en amont* aux effets néfastes de la patrimonialisation sur la croissance économique et les disparités entre générations, quitte à générer un accroissement des inégalités sociales. Il serait confronté à une phase de transition délicate.

Le vieillissement n'est pas le plus important : taxer d'abord les plus riches (Piketty)

Pour Piketty (2013), la composante (i) de la patrimonialisation – hausse du rapport patrimoine/revenu depuis 1950 et reprise de la concentration du patrimoine – révèle au contraire un trait structurel du nouveau capitalisme depuis les années 1980.

La hausse du rapport patrimoine/revenu s'explique certes par un changement de composition du patrimoine et de purs effets prix. La diminution continue des terres agricoles a été compensée, et bien au-delà, par la part croissante prise par les logements – elle-même imputable d'abord aux plus-values immobilières. D'après Jones (2015), si l'on s'en tient au seul capital reproductible et non résidentiel, qui

correspond le mieux au concept de capital productif des modèles de croissance, la hausse du ratio capital/*output* est d'ailleurs limitée depuis 1950. Reste que les plus-values immobilières, même le plus souvent latentes, ne sont pas un phénomène anodin : elles attestent le retour de la rente foncière, assise non plus sur les terres agricoles mais sur l'immobilier urbain, et qui prend surtout la forme d'une exclusion – les jeunes ménages, même cadres, éprouvant ainsi des difficultés à accéder à la propriété ou même à se loger dans les centres des grandes villes.

Cette augmentation considérable du patrimoine immobilier des classes moyennes n'empêche pourtant la part dans le patrimoine global des 1 % (ou des 0,1 %) les plus riches d'augmenter en tendance depuis 1980[3]. En France notamment, où le patrimoine moyen est composé à 60 % d'immobilier, cette population apparaît tout à fait spécifique : le patrimoine du centile supérieur est composé à 70 % d'actifs financiers (hors dépôts bancaires), et celui du millième supérieur à 90 % des mêmes actifs. Pour Piketty, cette accumulation financière soutenue des plus riches serait souvent le cas de fortunes héritées ; elle serait moins le signe « d'un bénéfique dynamisme entrepreneurial » comme le soutiendraient les néo-libéraux, que la traduction de « privatisations avantageuses ou de situation de monopoles ».

Ce diagnostic conduit à proposer un impôt progressif conséquent sur la fortune (globale, nette) – et une baisse parallèle des taxes foncières, souvent injustes[4]. Cet impôt, dont les recettes serviraient à financer la dette publique ou notre modèle social, se heurte à la mobilité du capital. Cette question de l'exil fiscal des plus riches a conduit l'OCDE à proposer des mécanismes d'échange d'information internationaux – dans son jargon, EOIR (*Exchange of Information on Request*) et AEOI (*Automatic Exchange of Information*) ; elle milite aussi pour des méthodes d'évaluation des fortunes substantielles cachées dans les paradis fiscaux (Zucman 2014)[5].

Cette approche considère que l'enjeu premier est la résolution du point (i) de la patrimonialisation par une redistribution adéquate ; les points (ii) à (iv), liés au vieillissement et aux inégalités entre générations, suivront. Le respect de la liberté d'entreprendre doit se

3. *Cf.* Garbinti *et al.* (2017). Le centile ou le millième supérieur n'est toutefois pas constitué des mêmes individus ou ménages au cours du temps.

4. Calculées sur des bases non révisées des valeurs locatives, ces taxes foncières sont plus élevées paradoxalement dans les communes pauvres et frappent en outre le patrimoine brut, au détriment des jeunes ménages.

conjuguer avec une diminution des rentes acquises et le souci d'éviter la perpétuation des inégalités par l'héritage (lui-même dûment imposé) ; éducation, formation, rémunération digne du travail et protection sociale rénovée sont tout autant des gages de la croissance. Dans cette optique, le vieillissement et l'allongement de l'espérance de vie constituent une question d'importance *seconde* : au sein des familles les plus riches tout du moins, l'héritage plus tardif sera compensé par des montants transmis plus importants ou des donations anticipées (Piketty, 2013, p. 620). Le modèle de croissance de référence est en fait le modèle dynastique standard à *horizon infini*, comme le suggère Piketty (2015) lui-même.

Résumons : la concentration du patrimoine au sein d'une minorité de riches est certes un enjeu important (les 1 % les plus fortunés possèdent de l'ordre du quart du patrimoine total en France et chez ses voisins) et peut même conduire à un risque de ploutocratie, comme c'est le cas aux États-Unis (où le centile supérieur détiendrait plus du tiers de la fortune totale) ; le phénomène réclame, toutefois, une analyse spécifique qui sort du cadre de cet article.

Notre propos : améliorer d'abord l'allocation de l'épargne face au vieillissement

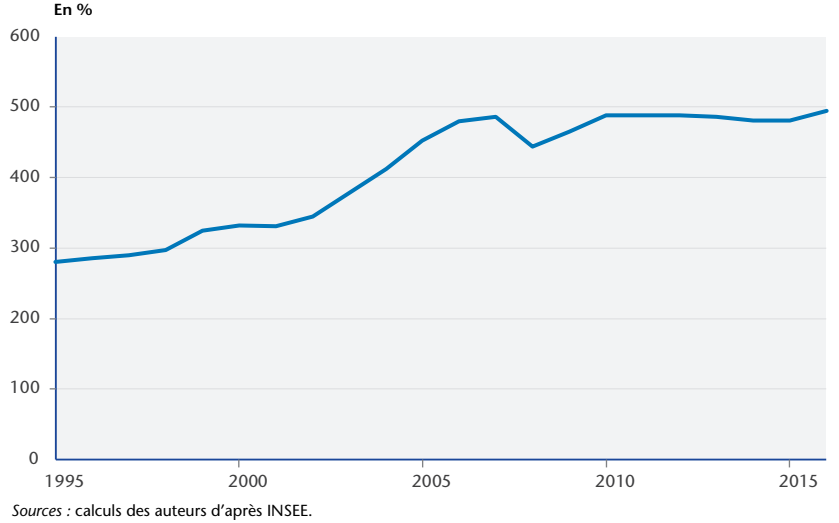
Notre étude se concentre ainsi sur les problèmes que posent le vieillissement et ses différents effets pour l'épargne des ménages, sa composition et son allocation. Sans nier l'importance du point (i), nous privilégions les enjeux que soulèvent les autres composantes (ii) à (iv) du processus de patrimonialisation : sur-épargne globale des seniors dans des actifs trop peu risqués ou mal alloués par les marchés et les intermédiaires financiers ; poids croissant de l'héritage reçu cependant à un âge de plus en plus tardif ; prégnance accrue des contraintes de liquidité ou autres affectant les projets d'accumulation des jeunes ménages.

5. L'impôt annuel sur la fortune n'a actuellement pas le vent en poupe même au sein des partisans d'un contrôle renforcé de l'exil fiscal. L'objection première, relayée notamment par l'OCDE et la Commission de Bruxelles, porte sur l'*hétérogénéité* du capital et de ses rendements : une taxation des revenus du capital serait à leurs yeux moins distorsive et plus équitable, et poserait moins de problèmes de liquidité. A cela, Piketty *et al.* (2013) répondent que les revenus du capital sont souvent mal définis ou manipulables et trop volatiles ; en outre, la détention d'un capital fournit maints autres services que le fait de générer des revenus et le taux de rendement augmente sensiblement avec la taille du patrimoine.

La référence théorique est alors celle de l'hypothèse du cycle de vie, élargie à l'épargne de précaution, au motif de transmission éventuel pour sa descendance (voir § 1.1) et à l'équilibre macroéconomique entre épargne et investissement. Dans ce cadre, cet article tente de répondre aux questions suivantes : comment s'effectue l'allocation de l'épargne des ménages dans nos sociétés vieillissantes ? Et comment pourrait-elle être améliorée au regard des investissements productifs de long terme particulièrement requis aujourd'hui ? L'enjeu concerne à la fois, au plan microéconomique, l'efficience des choix financiers des ménages, et au plan macroéconomique, l'allocation optimale de l'épargne vers l'investissement.

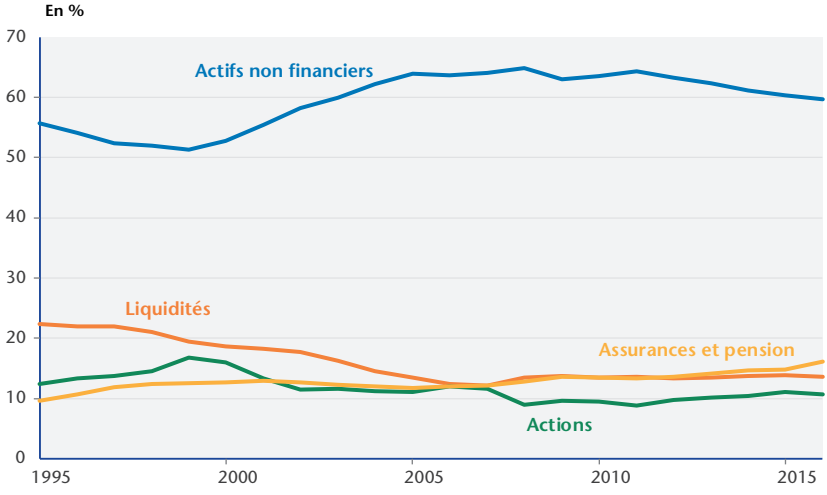
Le problème peut être illustré dans le cas français par trois graphiques. Le premier reproduit l'évolution du patrimoine net total des ménages de 1995 à fin 2016, où il représente 11 026 milliards d'euros, soit 4,9 PIB : sa valeur nominale a été multipliée par 3,2 sur 22 ans. La crise de 2008 a introduit un coup d'arrêt temporaire puis infléchi une tendance encore ascendante (graphique 1). Le deuxième retrace l'évolution de la composition du patrimoine des ménages de 1995 à 2016 (graphique 2) : en raison d'abord des plus-values immobilières des années 2000, la part des actifs non-financiers a augmenté, représentant 60 % du total en 2016 ; le poids des liquidités a baissé en tendance (de 20 % en 1995 à moins de 15 % en 2016) ; celui des

Graphique 1. Ratio du patrimoine net des ménages au PIB



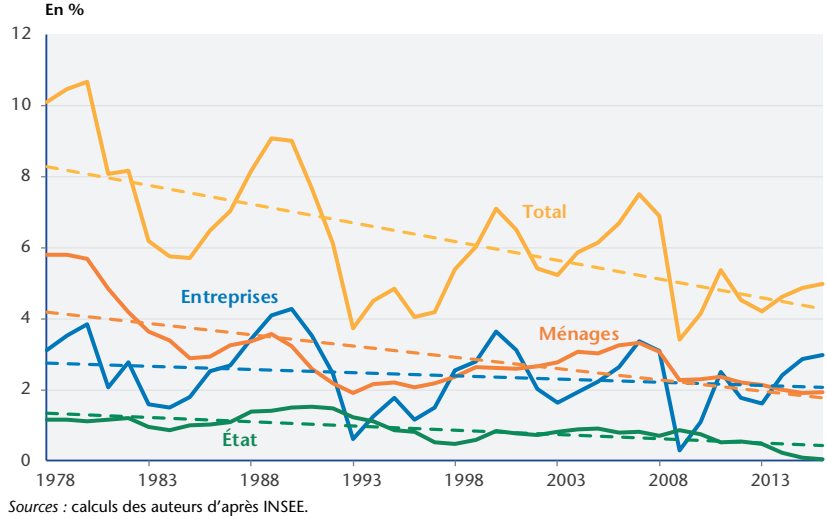
Sources : calculs des auteurs d'après INSEE.

Graphique 2. Structure du patrimoine des ménages : part des actifs dans le patrimoine brut



Sources : calculs des auteurs d'après INSEE.

Graphique 3. Taux d'investissement net de la consommation brute de capital fixe



Sources : calculs des auteurs d'après INSEE.

actions, plus fluctuant, a légèrement diminué (de 12,5 % à moins de 11 %) ; enfin, la part des encours auprès des assureurs (essentiellement contrats d'assurance-vie et épargne retraite) a beaucoup augmenté (de 10 % en 1995 à 16,1% en 2016). Le graphique 3, enfin, souligne le déclin sensible – en pourcentage du PIB – du taux d'investissement *net* (de la dépréciation du capital) depuis 1978, déclin qui concerne toutes ses composantes, notamment les ménages et l'État. Le problème posé concerne donc à la fois la composition de l'épargne abondante des ménages (qui placent peu en actions) et l'allocation ou l'orientation de cette épargne vers le financement de l'économie réelle (trop peu réalisée par les assureurs-vie, notamment).

La première partie de l'exposé traite ainsi, dans le cadre microéconomique de l'hypothèse du cycle de vie, des conséquences souvent néfastes de notre société vieillissante et de plus en plus patrimoniale sur l'horizon des épargnants, leurs anticipations, et les déterminants de leurs choix patrimoniaux à l'égard du risque ou de l'incertain. Après quelques rappels théoriques sur les conditions et les modes d'ajustement macroéconomique entre épargne et investissement, la deuxième partie analyse dans quelle mesure l'épargne nationale satisfait aux besoins de financement de notre économie, cela en zoomant sur la contribution des ménages à travers l'évolution globale de leur patrimoine en niveau et en structure.

Le bilan mitigé que nous aurons dressé nous conduit, dans une troisième partie, à examiner les remèdes sociaux, fiscaux, financiers et institutionnels possibles : amener les épargnants à prendre plus de risques financiers en réduisant, par une meilleure couverture sociale, les autres risques auxquels ils sont exposés ; inciter fiscalement, par une réforme des droits de succession, à une redistribution du patrimoine vers les jeunes générations, à horizon plus long et moins averses au risque ; lever les contraintes de liquidité que subissent les ménages jeunes ou seniors, ce qui conduirait à diminuer le poids de la propriété immobilière dans le patrimoine global ; allonger enfin l'horizon décisionnel des épargnants par la promotion de l'épargne retraite ou encore par des placements « transgénérationnels » qui révèlent leur altruisme parental. Le dernier point, en particulier, conduira à s'interroger sur le statut et le rôle que pourrait revêtir les investisseurs de long terme dans notre pays, où les fonds de pension sont peu développés et où l'assurance-vie actuelle produit une allocation trop « court-termiste » ou pas assez « risquée » de l'épargne des ménages.

Ces mesures, qui cibleront d'abord les seniors (aisés), détenteurs de la majorité du patrimoine immobilier et financier, obéiront en premier lieu à un objectif d'*efficience* (par une couverture élargie de risques mal assurés, des incitations fiscales inédites et l'offre de nouveaux produits d'épargne) ; mais elles chercheront aussi à satisfaire simultanément à des critères redistributifs en cherchant à corriger la situation actuelle : redistribution vers les jeunes générations mais aussi intra-générationnelle, favorisant l'égalité des chances au plan patrimonial (entre héritiers et non héritiers) et la mobilité sociale.

1. L'épargnant face à une société vieillissante et de plus en plus patrimoniale

Après quelques rappels théoriques, nous verrons comment le vieillissement et la patrimonialisation, en modifiant en profondeur l'environnement des épargnants, ont changé leurs comportements patrimoniaux.

1.1. Le cadre théorique adapté : l'hypothèse du cycle de vie

La référence théorique adaptée à l'étude des effets du vieillissement sur l'épargnant est l'hypothèse du cycle de vie, élargie à l'épargne de précaution (*hump + precautionary savings*) et au motif de transmission éventuel pour sa descendance, que ce dernier résulte d'un altruisme parental (sous une forme ou une autre) ou encore du désir d'utiliser l'héritage comme moyen d'échange avec ses enfants, *i.e.* de paiement des services ou de « l'attention » demandés à ces derniers.

L'incertitude de la durée de vie joue ici un rôle clef. Elle conduit à distinguer, au sein des transmissions patrimoniales, deux types de legs : les legs « accidentels » ou de précaution, concernant la partie du patrimoine non converti à la retraite en rentes viagères et dont le montant correspond à ce que l'on aurait consommé si Dieu avait prêté une vie plus longue ; et les legs dits « volontaires », résultant d'un motif spécifique de transmission aux enfants. La théorie milite pour une taxation élevée des legs accidentels, mais beaucoup plus faible des legs volontaires, du moins altruistes[6].

Dans ce modèle, les comportements de l'épargnant sont essentiellement prospectifs et dépendent donc de ses rapports au futur. En

6. Voir par exemple Kaplow (2008) ou Arrondel et Masson (2006).

schématisant beaucoup, ses choix vont donc dépendre, à ressources données, de trois facteurs :

— Son horizon décisionnel, soit au départ son espérance de vie restante (évaluée subjectivement), est encore modulé par sa préférence pour le présent. Il accroît *a priori* son épargne globale mais également sa demande d'actifs risqués[7]. L'horizon « empirique » de l'épargnant est cependant limité par les contraintes de liquidité ou de crédit qui réduisent le lissage intertemporel de la consommation. À l'inverse, un motif de transmission altruiste peut être interprété comme une extension de l'horizon décisionnel au-delà de sa propre existence.

— Ses anticipations ou croyances sur ses ressources et besoins à venir et sur son environnement futur apparaissent peu « rationnelles » et très hétérogènes entre individus (en France ou aux États-Unis). Les anticipations de revenu, trop pessimistes depuis la baisse de la croissance, conduisent à une moindre consommation et donc à un surcroît d'épargne ; les anticipations de prix des actions, également pessimistes sur une période plus récente, poussent à la recherche de placements financiers sûrs ou au report sur l'immobilier[8].

— Ses préférences ou attitudes à l'égard du risque ou de l'incertain concernant les aléas de son existence ou l'environnement macroéconomique, se déclinent sous de multiples paramètres, qui ont chacun des effets spécifiques et différenciés sur ses choix d'épargne ou de portefeuille, notamment sur la demande d'actions : en cas de marchés des capitaux parfaits et d'anticipations de prix rationnelles, la tolérance au risque, inverse de l'aversion au risque, détermine la part positive des actifs risqués ; l'aversion à la perte diminue la demande d'actions mais ne peut à elle seule l'annuler ; en environnement incertain (non probabilisable), l'aversion à l'ambiguïté peut en revanche générer des portefeuilles incomplets ne comprenant pas d'actions (voir annexe 1).

7. En raison du phénomène de « retour à la moyenne » (*mean reversion*) des cours boursiers, les actions auraient un taux de rendement plus élevé et un risque limité à long terme (Hamayon *et al.*, 2016).

8. Voir par exemple Arrondel et Masson (2017) sur le niveau et l'évolution de ces diverses anticipations, à 5 ans, recueillies sur les données françaises du panel Pater (juin 2007- décembre 2014). Ces anticipations apparaissent en outre très volatiles, dans un sens ou l'autre, en période de booms ou de crise (ici les chocs de 2008 et 2011), ce qui a conduit la finance comportementale à supposer nombre de biais psychologiques dans leur formation et à souligner leur rôle dans « les bulles, les cycles, les krachs », surtout depuis la crise de 2008 (Gollier, 2013).

1.2. Un horizon moyen plus court, des risques nouveaux ou accrus

■ *Les effets du vieillissement et de la patrimonialisation sur l'horizon moyen*

L'horizon décisionnel de l'épargnant du cycle de vie dépend d'abord de son espérance de vie restante qui, à l'âge continu a, pour une loi de survie $s(t)$, avec $s(0) = 1$ et $s(\infty) = 0$ vaut $m(a) = \int_a^{+\infty} s(t)dt$. Une manière sommaire de résumer les effets du vieillissement est de considérer l'horizon *démographique* moyen pour la population (adulte) française, moyenne pondérée des $m(a)$ par les effectifs d'âge a. De même, les effets en sus de la patrimonialisation peuvent être saisis, schématiquement, par l'horizon *économique* moyen, moyenne pondérée des espérances de vie restantes $m(a)$ par les parts de patrimoine net possédées par chaque âge a. Les deux concepts d'horizon n'ont en eux-mêmes qu'une portée limitée, mais leurs variations au cours du temps sont beaucoup plus significatives.

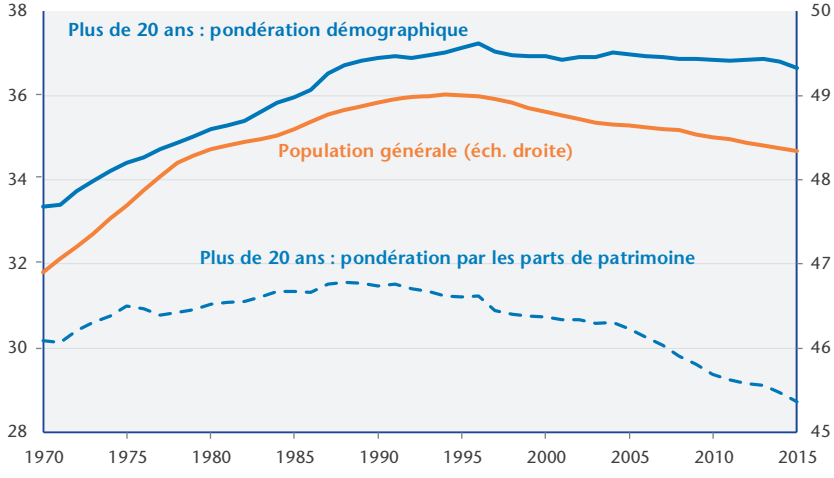
Considérons tout d'abord l'horizon démographique moyen (HDM), qui vaut pour une population stationnaire :

$$\mathrm{HDM} = \int_0^{+\infty} s(a)m(a)da/m(0) \ ;$$

si la mort intervient pour tous après T années de vie économique (soit $s(a)$ égal à 1 avant T, et à 0 à partir de T), HDM est bien égal à $T/2$. Cet horizon est normalement plus élevé pour une loi de survie plus longue. Et il augmente avec le taux n de fécondité pour des populations stables, puisque $m(a)$ est alors pondérée par $\mathrm{e}^{-n(a)}\, s(a)$. Plus généralement, les évolutions historiques de cet horizon vont dépendre positivement de l'allongement de l'espérance de vie et du taux de fécondité, mais négativement du phénomène du baby-boom (dès que les baby-boomers dépassent un âge moyen). Dans des pays comme l'Allemagne, l'Espagne ou l'Italie, le déclin de la fécondité a pu jouer de manière considérable en faveur d'un raccourcissement de l'horizon démographique moyen. En France, le principal effet de raccourcissement est dû au seul baby-boom. Sur le graphique 4, la courbe du milieu (échelle de droite) indique les résultats obtenus entre 1970 et 2015 pour l'ensemble de la population. L'horizon démographique moyen s'allonge en raison du recul de la mortalité (et de l'arrivée des générations du baby-boom) jusque vers 1990, pour atteindre 49 ans, mais diminue après jusqu'en 2015. Si on se restreint à la population âgée de plus de 20 ans (entrée en vie économique), l'horizon démographique moyen (courbe du haut) stagnerait depuis le début des années 1990, autour de 37 années (sur l'échelle de gauche).

Même en France, les effets combinés du vieillissement (allongement de l'espérance de vie, fécondité et baby-boom) ne sont donc pas favorables à l'épargne et à son affectation dans des placements longs et risqués. La prise en compte de l'entrée plus tardive en vie économique ne ferait que renforcer cette conclusion. Mais considérons maintenant l'horizon économique moyen, plus court puisque les ménages âgés possèdent en général davantage de patrimoine. Le processus historique de patrimonialisation, qui se traduit par une part croissante du patrimoine possédée par les seniors, devrait favoriser sa baisse après 1990. C'est bien ce que l'on observe sur le graphique 4 (courbe du bas, échelle de gauche), si l'on pondère les espérances de durée de vie pour les plus de 20 ans par les parts de patrimoine net possédées à chaque âge : l'horizon économique se réduit de 3 ans entre 1990 et 2015 (de près de 32 ans à moins de 29 ans).

Graphique 4. Horizons de vie moyens (en années)



Sources : calculs des auteurs d'après INSEE

■ *Les nouveaux risques sur le marché du travail et pour la retraite*

Les changements intervenus depuis la fin des années 1970 ont par ailleurs modifié en profondeur les risques auxquels sont exposés les ménages, générant souvent un monde plus incertain et moins solidaire. Au sein de ce qu'on appelle les « nouveaux risques sociaux » depuis Esping-Andersen (1999) – insertion professionnelle des peu qualifiés, exclusion sociale, famille monoparentale ou avec un seul salaire modeste, instabilité des familles, conciliation de la vie familiale et

professionnelle, etc. –, nous nous concentrerons ici sur les évolutions de deux types de risque, l'un lié au marché du travail, l'autre à la longévité.

L'essor d'un capital financiarisé et globalisé et les révolutions technologique et numérique sont souvent considérés comme les causes premières de la fin du « compromis fordiste » sur le marché du travail et l'émergence d'un régime postfordiste, qui accorde davantage d'autonomie au travailleur mais lui assigne la réalisation d'objectifs détaillés et exigeants. Ce nouveau régime tend à rendre son statut plus précaire : déclin de l'emploi à vie, recherche d'un capital humain plus « flexible », etc. (Supiot, 2015). Il rend plus difficile et aléatoire l'insertion des jeunes non qualifiés. Plus généralement, il pose la question de la protection du travailleur, notamment âgé, auquel on va proposer une retraite à la carte dont le niveau dépendra de son « libre choix », sans trop tenir compte des contraintes multiples auxquelles il est confronté. Ces risques sur le marché du travail ont été magnifiés par le ralentissement de la croissance et la crise de 2008 et doivent être combinés aux inquiétudes suscitées par l'avenir de la protection sociale en général, et des retraites en particulier.

Dans ce contexte tendu, la propriété du logement pourrait revêtir de nouveaux attraits, aux yeux des jeunes générations notamment : face aux aléas du marché du travail comme à l'incertitude des droits à la retraite, elle serait d'autant plus appréciée en tant qu'épargne de précaution à long terme et de couverture adaptée à l'allongement de la durée de vie (on a au moins « l'assurance d'un toit »)[9].

■ *La remontée historique des risques liés à la longévité*

L'espérance de vie à l'âge adulte augmente pour deux raisons. Tout d'abord, on soigne mieux certaines pathologies lourdes (AVC invalidant, hypertension, maladie chronique du foie, tumeur maligne, diabète, etc.) : les malades vivent plus longtemps et l'intensité des pathologies est plus faible. Ensuite, l'amélioration des modes de vie et des conditions de travail associée à la prévention médicale a aussi réduit certains risques de morbidité.

9. D'après l'INSEE (2017), les 30-39 ans auraient renoué avec le statut de propriétaire occupant : si le ratio de propriétaire occupant avait décliné entre 1984 et 1996, passant de 46,9 à 43,2 %, il est de nouveau en hausse et aurait atteint 46,1% de cette classe d'âge en 2013. La baisse des taux d'intérêt (nominaux) a pu favoriser ce phénomène en rendant moins attractive l'épargne dans des placements à intérêt fixe mais aussi en permettant de réduire les charges financières de remboursements d'emprunt. Le soutien financier des parents joue également un rôle croissant pour les primo-accédants.

L'effet majeur du vieillissement, en période de faible croissance et de pressions sur notre modèle social, concerne alors la remontée des risques liés à la longévité, *i.e.* de se retrouver vieux et démuni avec un état de santé fragile ou dégradé. Ces risques avaient beaucoup diminué depuis l'après-guerre avec le progrès médical et l'accès accru aux soins de santé, le développement de l'État-providence en général et l'augmentation des pensions de retraite en particulier.

Ces nouveaux risques sont potentiellement « anticipables », voire assurables (par une large mutualisation). Toutefois, leur nature fortement aléatoire et les possibilités de déni rendent plus difficiles les anticipations des ménages en la matière et expliquent les insuffisances des marchés d'assurance : les assureurs ne couvrent que les risques dont ils connaissent suffisamment bien la loi de distribution. Cet état de choses peut conduire les individus aussi bien à nier ces risques qu'à adopter des comportements de type *maximin* liés à une forte aversion à l'ambiguïté (*cf.* annexe 1) : envisager la pire situation possible et essayer de la couvrir au mieux à l'aide d'une épargne de précaution.

Le recul de la mortalité à âge élevé fait croître ces risques liés à la longévité par différents canaux :

— les besoins à couvrir augmentent sur des vieux jours devenus plus nombreux et le risque de perte d'autonomie s'accroît aux âges élevés, entraînant des coûts mal couverts, importants et incertains, qui suivent les salaires dans un secteur très utilisateur de main-d'œuvre[10] ;

— les pensions, indexées avec retard sur les prix et parfois sous-indexées[11], augmentent moins vite (en termes réels, nettes d'impôt) que les « restes à charge » pour les retraités actuels ; la situation sera encore moins enviable pour les retraités futurs, confrontés à des taux de remplacement diminués et à la difficulté de rester actif plus longtemps dans des conditions acceptables ; les pensions deviennent en outre plus incertaines,

10. D'après Renoux *et al.* (2014), environ les trois quarts de la dépense totale dépendance seraient couverts aujourd'hui par le secteur public. Toutefois, cette estimation ne tient pas compte des coûts cachés tels que l'effort bénévole des familles (conjoints et/ou enfants). S'il fallait rémunérer les familles (au SMIC, par exemple), la prise en charge couvrirait seulement la moitié du total. Avec le doublement annoncé du risque de dépendance (Roussel, 2017), le secteur public ne sera pas en mesure, sans ressources financières supplémentaires, d'assurer le niveau actuel de prise en charge dans le futur.

11. Pour préserver l'équilibre financier des régimes de retraite après la crise de 2008, le niveau des pensions a été, depuis 2013, soit gelé (indexation nulle), soit sous-indexé (pour la CNAV : hausse de 0,3 % aux 1er janvier 2019 et 2020 avec une inflation observée de 1,8 % en 2018 et prévue de 1,5 % en 2019 ; pour AGIRC-ARRCO, revalorisation des pensions au taux d'inflation, 1 %).

qu'elles suivent un régime en répartition ou en capitalisation, du fait d'un État-providence moins soutenable financièrement[12] ;

— et ce, alors que la couverture assurée par la famille est moins efficace : les enfants ne prennent plus leurs parents âgés à la maison ; les aides financières aux parents se raréfient et les aides en temps sont rendues plus difficiles par l'éloignement géographique des enfants (et éventuellement par la montée de l'individualisme chez ces derniers) ; la vieillesse est souvent synonyme de solitude en raison d'une augmentation du risque de veuvage, mais aussi en raison d'une augmentation des divorces.

Cette reprise du risque de longévité concerne en outre davantage les moins éduqués et les bas revenus ou patrimoines, notamment les retraités non détenteurs de leur logement.

1.3. Les réactions des épargnants

■ *La « crispation patrimoniale » des seniors*

Comment expliquer, en dépit d'une protection sociale plutôt généreuse, la sur-épargne des seniors français sur leurs vieux jours – quitte à laisser ce qu'ils n'auront pas consommé eux-mêmes à leurs enfants… quand ces derniers auront près de 60 ans et en auront donc le moins besoin ? Les seniors ont certes bénéficié de circonstances historiques favorables concernant leur patrimoine, variable de stock qui possède une longue mémoire et une forte inertie du fait des rendements qu'il procure : forte croissance passée combinée à une inflation soutenue qui a mangé les remboursements d'emprunt, hausse des prix d'actifs depuis lors, montée à maturité des régimes de retraite, etc. (circonstances qui se sont inversées pour les générations plus jeunes). Mais cela n'explique pas leur « crispation patrimoniale » actuelle.

La hausse du risque de longévité, sous ses différentes composantes, apporte un premier élément de réponse ; le risque de dépendance lourde demeure certes d'occurrence limitée au début de la retraite, avec une probabilité de l'ordre de 15 et 20 % seulement à 65 ans, mais entraîne des conséquences dramatiques, financières et autres, tant pour la personne que pour ses proches. Plus généralement, les critères

12. L'instabilité de la fiscalité sociale est un facteur supplémentaire d'incertitude du niveau de la pension nette. Par exemple, depuis le 1er janvier 2018, le taux de CSG a augmenté de 1,7 point pour les pensions supérieures à 1 300 € brut par mois. À la suite du mouvement social des « gilets jaunes », la hausse de CSG s'applique depuis le 1er janvier 2019 aux pensions supérieures à 2 000 €.

de risque et de rendement (après impôt) ne sont pas ou plus prépondérants dans leurs choix de placement et d'épargne : la crispation patrimoniale des épargnants seniors tient à l'importance croissante de leur motif de précaution à long terme, mais aussi à la nature de leur motif de transmission qui doit être concilié avec le désir de garder le contrôle de leurs biens jusqu'à un âge avancé.

Les hausses avec l'âge des aversions au risque, à la perte et à l'ambiguïté sont clairement attestées (Arrondel et Masson, 2017) ; jointes à la prégnance croissante des risques associés à la longévité (effet de substitution des risques), elles augmentent d'autant le motif de précaution. Ce dernier est encore renforcé par la difficulté accrue de se retourner en cas de besoin imprévu ou de coup dur, alors que l'individu devient plus fragile et moins autonome avec l'âge, peut de moins en moins compter sur son capital humain, et a moins de temps devant lui : de là l'importance croissante accordée à la « préférence pour la flexibilité », qui conduit en environnement incertain à adopter des stratégies patrimoniales moins performantes mais encore réversibles, gardant ouvert autant que faire se peut l'éventail des possibles[13].

L'altruisme des parents est par ailleurs « tempéré » : ils ont d'abord le souci d'éviter de se retrouver à la charge des enfants et cherchent à préserver la paix au sein de la famille – en évitant que la conversion du patrimoine en rente viagère ou la vente en viager soit interprétée par leur progéniture comme une spoliation de l'héritage. Mais même en cas de donation, ils préfèrent souvent reprendre d'une main ce qu'ils donnent de l'autre (donation de la nue-propriété avec réserve d'usufruit). Le désir de transmission anticipée est en outre mitigé par le désir de conserver le contrôle sur son patrimoine même à un âge avancé : ce dernier constitue alors plus qu'une réserve de consommation différée, permettant l'achat de services en cas de besoin, offrant encore une indépendance d'action, assurant le maintien d'un certain statut ou pouvoir alors que ses forces commencent à décliner[14]. Il peut être aussi utilisé comme « moyen de paiement » – par la promesse de l'héritage – pour les aides ou « attentions » demandées aux enfants (Bernheim *et al.*, 1985).

13. Sur les différents concepts d'attitude à l'égard du risque utilisés dans ce paragraphe, voir annexe 1.

14. Kopczuk (2013) atteste l'importance d'un tel *joy of having* qui s'étend au « comportement de patriarcat » : pour un propriétaire d'un patrimoine productif important, la volonté de garder le contrôle des affaires le plus longtemps possible conduit à retarder la transmission du bien.

Cette rationalité *pratique* de l'épargnant plus âgé explique son peu d'attirance pour les produits dédiés (rente viagère, assurance dépendance, assurance décès) : l'achat d'une rente viagère se voit ainsi reproché son caractère irréversible (préférence pour la flexibilité) et antifamilial (altruisme tempéré), le risque d'investissement à fonds perdus en cas de mort précoce (aversion à la perte) et l'aliénation du patrimoine converti. Elle rend compte de son désir d'être propriétaire de son logement, utilisé déjà comme matelas de précaution jusqu'au décès. Elle explique aussi que l'épargne financière soit de préférence investie dans les quasi-liquidités et des produits d'épargne longue « polyvalents », tels l'assurance-vie, dont la fonction effective – précaution à long terme, risque de longévité, ou transmission – sera décidée selon les circonstances rencontrées.

- *Des donations sensibles aux incitations fiscales et concentrées chez les plus riches*

La pratique de la donation, en nombre comme en part des transmissions, présente une tendance longue croissante du fait de l'augmentation de l'espérance de vie et d'une durée de coexistence plus longue entre parents et enfants, qui poussent à avancer les transmissions, de l'enrichissement des générations seniors (la donation augmente avec la taille du patrimoine, *cf. infra*), ou encore du ralentissement de la croissance et des anticipations pessimistes des parents sur la situation moins enviable de leurs enfants par rapport à la leur. Selon l'Insee, parmi les parents ayant des enfants adultes hors de leur ménage, 9 % en 1992, 13 % en 2004 et 15 % en 2010 (mais seulement 13 % en 2014 et 14 % en 2018 suite à la loi Hollande de 2012) avaient déjà effectué des donations. Cette pratique dépend sensiblement de la catégorie socio-professionnelle : près de 40 % des ménages agriculteurs y ont déjà eu recours (mais pour de petites donations, le plus souvent), autour de 20 % pour les autres indépendants et les cadres, mais moins de 10 % chez les employés et les ouvriers. Elle varie surtout très fortement avec le niveau de richesse : 6 % sont concernés dans le quartile le plus pauvre, mais près de la moitié des parents dans le centile le plus élevé (Arrondel et Masson, 2016) ; si le centile supérieur des successions représente moins du quart du montant total des successions (déclarées), le centile des plus grosses donations concentre près de 40 % des montants versés en donation chaque année.

Hors la tendance croissante à long terme, le nombre et plus encore la part des donations dans les transmissions apparaissent surtout

sensibles à la fiscalité sur le patrimoine (Masson, 2018). Le nombre des donations présente historiquement un premier pic lors de l'instauration de l'impôt annuel sur la fortune (IGF en 1981), afin de diminuer l'impact global de cet impôt sur la famille ; il augmente à nouveau fortement au cours des années 1990, à la suite des allègements fiscaux dont les donations ont bénéficié (délai de rapport des donations à la succession, donations aux petits-enfants, seuils d'exemption rehaussés, etc.), mais diminue depuis lors[15]. Du fait de leur concentration au sein des familles les plus aisées, la part des donations dans l'ensemble des transmissions a suivi une évolution différente : de l'ordre du quart avant 1980, elle enregistre une hausse forte et continue après l'introduction de l'Impôt sur la fortune jusqu'au début des années 2000 pour atteindre un palier autour de 45 % (Frémeaux, 2018)[16]. Ces constats impliquent que toute incitation à la donation qui passe par un allègement spécifique de sa fiscalité constitue une mesure fortement inégalitaire.

On notera au passage que la fiscalité de l'assurance-vie est plutôt favorable à une transmission au décès. Cette dernière présente alors un avantage fiscal important, surtout si la succession se fait au bénéfice d'un héritier éloigné ou sans lien familial avec la personne décédée : seuil d'exemption spécifique de 152 500 euros par bénéficiaire, taux marginal supérieur à 31,25 %, au lieu de 45 % en ligne directe et 60 % pour une personne non parente. On notera également que la suppression partielle de l'ISF et sa transformation en Impôt sur la fortune immobilière (IFI) va réduire les incitations à la donation de hauts patrimoines : ils seront moins taxés au départ et une réallocation du capital de l'immobilier vers des produits financiers suffira à diminuer l'impôt, voir à l'éviter.

- *Une épargne des plus jeunes mobilisée par le processus d'accession à la propriété*

Les professionnels de la banque ou de l'assurance misent beaucoup sur les jeunes actifs pour lancer leur concept « d'épargne-projet » et améliorer ou développer leur offre de produits d'épargne financière à long terme, incluant des fonds de pension à la française. La discussion

15. Rappelons qu'aujourd'hui les montants versés en donation inférieurs à 100 000 euros par parent et par enfant ne sont pas taxés sur un délai de 15 ans (entre donations successives ou entre donation et héritage). Ces paramètres cruciaux de seuil d'exemption et de délai de rappel ont beaucoup fluctués (*cf. infra*).

16. Présente également sur les données américaines, cette sensibilité des donations à la fiscalité du patrimoine apparaît plus importante chez les parents les plus aisés, mais correspond rarement à un pur motif d'optimisation fiscale (voir Arrondel et Masson, 2016).

précédente explique qu'ils soient souvent déçus. Les jeunes générations, déjà pénalisées par une insertion professionnelle plus difficile, apparaissent fortement contraintes dans leurs projets patrimoniaux. Désireuses d'accéder à la propriété, elles sont confrontées aux prix élevés de l'immobilier dans les grandes villes et à des taux d'emprunt *réels* qui restent encore positifs en l'absence d'inflation : ce coût élevé de l'accession à la propriété va absorber leurs économies jusqu'aux âges mûrs ou les obliger à s'établir loin des centres villes. En majorité, hors ceux issus des milieux aisés qui seront fortement aidés par (les donations de) leurs parents, les jeunes ménages n'auront que fort tard les moyens d'investir par eux-mêmes dans des placements plus risqués ou d'épargner pour leurs vieux jours.

Ce processus lourd d'accession à la propriété a des répercussions importantes sur la composition de leur épargne. La constitution de l'apport personnel n'est pas seulement confrontée à un risque financier mais également à un risque « existentiel » limitant d'autant le placement en actions (un apport risqué qui tourne mal provoquerait l'ajournement du projet familial). Par ailleurs, les remboursements d'emprunt créent des besoins de liquidité et limitent les possibilités de placements alternatifs pendant une longue période du cycle de vie : ils constituent plus généralement une épargne captive pour l'emprunteur.

2. Le patrimoine national et l'ajustement de l'épargne et de l'investissement

Jusqu'à présent, notre analyse s'est nourrie de considérations microéconomiques, la question étant de savoir si les choix d'épargne individuelle sont efficients au regard des besoins réels de cycle de vie et de l'équité intergénérationnelle. Les décisions individuelles peuvent être biaisées par des difficultés d'anticipation (la longévité est notamment facteur de nombreuses incertitudes). La satisfaction des besoins en fin de cycle de vie est entravée par les insuffisances des marchés d'assurance, face à des sinistres dont les montants et les distributions de probabilité sont trop mal connus. Les transferts intrafamiliaux peuvent être jugés insuffisants, eu égard au déséquilibre existant entre des générations *post* baby-boom, à l'insertion économique tardive et aux perspectives de croissance des revenus et de niveau de pension peu réjouissantes, et des générations précédentes ayant accumulé un patrimoine élevé tout en bénéficiant d'un système social de retraite et de santé encore généreux.

Puisque l'épargne investie joue aussi un rôle central dans le développement des secteurs productifs, il est utile de compléter ce premier niveau d'analyse par une compréhension des implications macroéconomiques.

2.1. Vieillissement et équilibre macroéconomique (rappels théoriques)

La mobilisation de la littérature économique pour apprécier le « bon » niveau d'épargne et d'investissement met en avant deux mécanismes :

— dans le temps long, l'investissement, contrepartie productive de l'épargne, détermine la capacité de production future ;

— dans le temps court, l'investissement privé et public et la consommation des ménages sont deux composantes clef de la demande globale qui constitue un débouché à la production pour les entreprises potentiellement rationnées et à capacités productives excédentaires.

■ *Accumulation de capital et accroissement de la capacité productive*

Une première représentation de la dynamique de l'économie est celle d'un processus d'accumulation de capital (Solow, 1956) où la part de la richesse produite non consommée, l'épargne, est investie dans le secteur de production. La productivité par tête future dépend alors des efforts passés d'épargne. Les histoires de chaque génération s'imbriquent (Allais, 1947 ; Samuelson, 1958 ; Diamond, 1965) et les épargnes individuelles guidées par une rationalité de cycle de vie s'additionnent pour constituer une épargne nationale.

Dans ce schéma néoclassique, l'introduction de fondements microéconomiques permet de confronter la question de l'optimalité de l'épargne individuelle à celle de l'accumulation agrégée de capital. Une épargne individuelle optimale repose d'abord sur la capacité des agents privés à bien anticiper et décider, combinée à l'aptitude des marchés financiers, *via* les intermédiaires financiers (banquiers et assureurs), à couvrir tous les risques ainsi qu'à fournir des supports d'épargne efficients pour les différents horizons de besoins de cycle de vie.

À un niveau agrégé, une accumulation de capital est jugée dynamiquement efficiente (Cass, 1972) lorsque le taux de croissance de la production (g) est en moyenne inférieur au taux de rémunération du capital (r) : $r > g$. Sur le temps long, cette propriété apparaît vérifiée

(Abel *et al.*, 1989). Sur un autre plan, une source d'inefficience est créée par des externalités productives : si le rendement du capital collectif est supérieur (respectivement inférieur) au rendement individuel, les décisions privées sous-estiment (respectivement surestiment) la rentabilité de l'investissement. Une décision coordonnée par une instance commune (décideur public, par exemple) est alors en mesure d'améliorer l'efficience en orientant de façon judicieuse l'épargne vers les « bons » investissements.

Pour l'analyse néoclassique, le vieillissement n'a pas que des effets sur les choix de cycle de vie et sur l'équilibre financier des systèmes de retraite : il a également un impact sur l'accumulation de capital et partant sur le niveau de vie des générations futures (Le Cacheux et Touzé, 2003). Par exemple, un accroissement mal contrôlé des pensions de retraite, générateur d'une hausse inopinée des cotisations retraite, peut réduire la capacité des actifs à épargner suffisamment, provoquant en retour une moindre accumulation de capital et donc une production future affaiblie.

Enfin, la question de la fiscalité du capital dans un contexte dynamique demeure complexe. Si la possession de capital est source d'inégalité, elle a aussi une utilité sociale car elle intervient dans la production de biens et services (Antonin et Touzé, 2015 et 2017). Taxer indéfiniment les revenus du capital réinvestis peut alors être particulièrement distorsif, ce qui conduit Chamley (1986) à recommander de ne pas taxer le capital à long terme.

- *Consommation et investissement : deux débouchés pour la production*

L'approche keynésienne met l'accent sur l'importance de la demande globale comme soutien à l'activité productive. L'investissement, en tant que composante de la demande globale, est alors considéré comme un levier de relance économique de la production à court terme. L'autre composante de la demande globale est la consommation des ménages. Dans une perspective de cycle de vie, l'allongement de la durée de la vie aurait deux effets contraires : d'un côté, l'anticipation d'une vie plus longue freinerait d'autant la propension marginale à consommer, réduisant le niveau de la demande globale ; mais de l'autre, la présence de générations âgées et nombreuses devrait être favorable à la croissance en raison de leur propension marginale à consommer plus élevée.

2.2. Les enjeux soulevés par la baisse tendancielle de la croissance

Le vieillissement de la population s'opère dans un contexte macroéconomique particulier : une baisse tendancielle de la croissance par tête et un équilibre épargne-investissement qui se réalise en économie ouverte, où le financement de l'économie nationale dépend des flux internationaux de capitaux.

- *Stagnation séculaire : insuffisance de l'offre potentielle ou de la demande ?*

Gordon (2003 et 2014) observe et prédit un ralentissement de la croissance de la productivité à long terme. Cette perspective d'une limitation de l'offre résulterait en grande partie, selon lui, de l'absence de rupture technologique nouvelle après plusieurs grandes phases de développement résultant de l'invention de la machine à vapeur, du moteur à essence, de l'électricité et du numérique. La rareté des ressources terrestres (terres cultivables, énergies fossiles) et leur surexploitation nuisible à la qualité environnementale dans un contexte de vieillissement des populations, également synonyme de vieillissement du capital humain, ne feraient que renforcer cette tendance. La baisse de la productivité pourrait aussi s'expliquer par l'apparition de nouveaux géants (Aghion, 2018), notamment les GAFA, dont les positions dominantes sur les marchés et les ressources financières considérables ont pu conduire à des distorsions de concurrence défavorables à la productivité globale.

Toutefois, cette thèse d'un ralentissement, voire d'une baisse de l'offre potentielle serait contredite par deux phénomènes. Tout d'abord, la baisse de l'offre devrait provoquer des tensions inflationnistes, et lors de la Grande récession de 2008, on a plutôt observé des épisodes désinflationnistes, voire déflationnistes, pouvant refléter une insuffisance de la demande et un risque d'entrée en régime de stagnation séculaire au sens de Hansen (1939) et d'Eggertsson et Mehrotra (2014). Ce régime de stagnation séculaire (Le Garrec et Touzé, 2017) est caractérisé par une déflation permanente (ou une inflation proche de zéro), une production affaiblie par les rigidités nominales sur les salaires et une politique monétaire inactivée avec l'entrée en ZLB, acronyme anglais de *Zero Lower Bond* (« borne inférieure à zéro »). Ce régime résulte du fait que la banque centrale n'a pas la possibilité de fixer un taux directeur nominal négatif, quand bien même la situation économique dégradée et la faible inflation préconiseraient une baisse du taux monétaire en dessous de zéro. L'entrée en régime de

stagnation séculaire est provoquée par une épargne trop forte par rapport à la demande de financement, poussant le taux d'intérêt d'équilibre en zone négative. Un effet secondaire de la chute du taux d'intérêt réel est la hausse du prix des actifs, en particulier ceux sans risque (comme les obligations anciennes avec des taux contractuels élevés) et l'immobilier. Deux lectures de ce régime de stagnation séculaire sont alors possibles :

— la première est celle de l'excès d'épargne : trop d'épargne conduirait à une suraccumulation de capital, laquelle provoquerait une forte baisse de sa productivité marginale et des taux d'intérêt réels ;

— la seconde lecture est celle du sous-financement de l'investissement : dans une telle configuration, les entreprises verraient leur demande de financement d'investissement rationnée par les intermédiaires financiers ; les opportunités de placement de l'épargne seraient limitées, ce qui conduirait à une chute du taux d'intérêt d'équilibre.

Eggersson et Mehrotra (2014) retiennent la seconde interprétation : la crise financière de 2008 aurait provoqué une crise de confiance conduisant à un resserrement du crédit par les intermédiaires financiers. Dans une situation de ZLB, la banque centrale ne peut plus s'appuyer sur son instrument conventionnel de politique monétaire, le taux directeur, et doit alors recourir à d'autres instruments moins conventionnels, tels que des politiques d'achats massifs de titres de créance. Dans ce régime de stagnation séculaire, les politiques budgétaires deviennent efficaces car la perspective de nouveaux débouchés de production a des effets inflationnistes, ce qui réduit les effets pervers des rigidités nominales sur la capacité des marchés à s'équilibrer par les prix. Toutefois, une relance excessive peut fortement dégrader le niveau d'épargne nationale et donc le niveau futur de production potentiel (Le Garrec et Touzé, 2017)

L'autre critique de la vision pessimiste de Gordon est développée par Aghion *et al.* (2017). Ces auteurs considèrent que l'évolution récente de la croissance de la productivité aurait été mal mesurée car l'effet bénéfique de la destruction créatrice au sens de Schumpeter aurait été sous-estimé. Selon leur nouvelle méthode d'évaluation, la croissance aux États-Unis aurait été minorée de 0,6 point sur la période 1983-2013 et de 0,5 point en France (Aghion *et al.*, 2018) : la croissance de la productivité aurait certes ralenti, mais dans une moindre

proportion. Cette sous-évaluation de la croissance de la productivité impliquerait que l'inflation aurait été encore surestimée : un tel constat accréditerait l'hypothèse d'une économie qui serait entrée dans une phase de faible inflation, voire de désinflation, et donc dans un régime de stagnation séculaire au sens de Hansen.

- *Mobilité internationale du capital : la mondialisation est-elle bénéfique ?*

Dans un contexte de globalisation financière et marchande, l'impact du vieillissement sur l'épargne et sa transformation en capital productif national mérite d'être appréhendé à un niveau international. Les processus différenciés de transition démographique d'un pays à l'autre ont des effets variables sur leurs demandes nationales d'investissement, mais aussi sur leurs offres d'épargne : dans le cas de l'investissement, parce que la rentabilité du capital dépend de l'intensité capitalistique et donc de l'évolution de la population active ; dans celui de l'épargne, parce que les paramètres démographiques influent sur les choix individuels et sur le niveau de l'épargne agrégée. Ces transitions différenciées influeront donc sur la dynamique des flux internationaux de capitaux (Aglietta *et al.*, 2001 et 2007 ; Gannon *et al.*, 2016). Les potentialités des pays développés, aux populations vieillissantes et à la productivité en croissance ralentie, devraient les conduire à d'importants transferts de capitaux vers les pays moins développés qui connaissent encore un dynamisme démographique important et un fort potentiel de rattrapage technologique.

Toutefois, l'évolution observée depuis les années 1990 a mis en évidence un paradoxe (Lucas, 1990). Au lieu d'une destination des flux nets de capitaux des pays les plus riches vers les pays en voie de développement, on a plutôt observé l'inverse : les pays du Sud ont globalement dégagé des excédents qu'ils ont investis dans les pays du Nord.

Lorsqu'on considère seulement les *flux nets* d'investissement direct étranger (IDE), le solde des flux de capitaux des pays développés vers les pays moins développés est positif. Par exemple, en France, sur la période 2000-2016, le cumul des flux nets d'IDE sortants est de 880 milliards d'euros contre 358 milliards pour les flux nets d'IDE entrants, soit un solde de 522 milliards d'euros. Sur cette même période, la France a été, globalement, importatrice nette de capitaux mais exportatrice nette d'IDE, l'écart se justifiant notamment par l'achat de notre dette publique par des économies étrangères. Au

niveau mondial, le solde des flux de capitaux vers les pays en voie de développement est également positif si on exclut la demande de capital sans risque, à savoir les dettes publiques (Alfaro *et al.*, 2014). Deux raisons expliquent en partie ce phénomène. La première serait que les pays moins développés auraient des marchés financiers peu structurés (Wang *et al.*, 2017) et moins d'aptitude à fournir des actifs sans risque en raison notamment d'une plus grande instabilité politique ou monétaire – à cet égard, les pays développés auraient un meilleur avantage comparatif en termes de diversification du risque. La seconde raison serait que les banques centrales des pays émergents, à l'instar de la Chine, auraient voulu éviter l'appréciation de leur monnaie afin de préserver leur compétitivité-prix : elles auraient été ainsi amenées à acheter massivement des obligations publiques des pays développés.

La question de l'internationalisation de l'épargne n'est pas neutre sur le devenir des économies nationales. Si l'accès à une rémunération plus attractive du capital peut inciter certaines générations à exporter leur épargne, cette exportation de capital ne bénéficiera pas à la production nationale future.

Même si le paradoxe de Lucas rappelle que les flux internationaux de capitaux ont été favorables en moyenne à une entrée de capitaux dans les pays développés, ce qui devrait leur être favorable, il n'en demeure pas moins que la composition de ces flux peut avoir des effets discutables :

— les flux d'IDE des pays riches vers les pays moins développés sont souvent vecteurs de transferts technologiques, ce qui a des effets positifs sur la productivité globale des facteurs des pays bénéficiaires et renforce aussi leur compétitivité-prix ;

— la demande des pays moins développés en actifs sans risque coïncide avec la hausse du chômage, la désindustrialisation, l'apparition d'un déficit public élevé et des émissions supplémentaires de titres de dette publique dans les pays développés.

Finalement, le paradoxe de Lucas pourrait s'expliquer par celui du libre-échange et des déficits jumeaux (déficit public conjugué à un déficit commercial). Le libéralisme externe a des conséquences bien identifiées : les frontières s'ouvrent, des secteurs subissent la concurrence, puis suppriment des postes de travail ; les nouveaux chômeurs, souvent peu qualifiés, peinent à retrouver un emploi dans les secteurs qui bénéficient de la mondialisation, etc. Le paradoxe du libre-échange

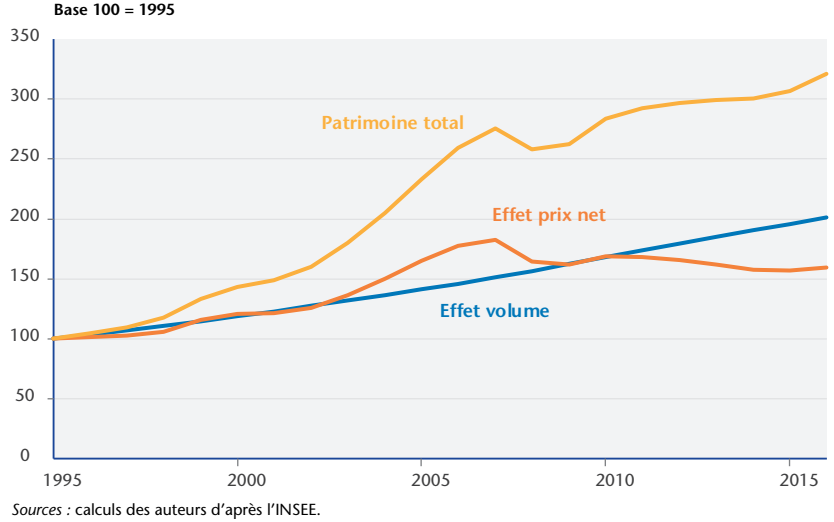
est que ces effets pervers nécessitent un interventionnisme public national plus soutenu (assurance chômage, redistribution sociale, soutien de la demande), et donc un creusement du déficit public pour financer les préjudices sociaux de la mondialisation. Paradoxalement, ce déficit public accru consécutif de la mondialisation a pu être financé, en partie, par la capacité excédentaire de pays moins développés.

2.3. Épargne et investissement en France : quel bilan ?

■ *Comment l'épargne macroéconomique des ménages s'alloue-elle ?*

Fin 2016, le patrimoine net des ménages représentait 11 026 milliards d'euros, soit environ 490 % du PIB français (graphique 1 en introduction). Sa valeur a été multipliée par 3,2 en vingt ans (graphique 5) : plus de 60 % de cette hausse est en volume attribuable à l'accumulation d'épargne ; le reste vient de la revalorisation des prix d'actifs[17]. La crise de 2008 a frappé lourdement la valorisation des actions et de l'immobilier. Le patrimoine baisse en valeur puis remonte légèrement. La crise a mis un coup d'arrêt à l'ascension du poids du patrimoine net dans le PIB, qui stagne depuis autour de 490 % du PIB.

Graphique 5. Patrimoine net des ménages



Sources : calculs des auteurs d'après l'INSEE.

17. Pour les actifs non-financiers, la revalorisation a été calculée nette de la consommation de capital fixe (CCF).

Les actifs non-financiers, composés essentiellement de propriétés bâties et de terrains, pèsent à hauteur de 60 % de l'actif total des ménages en 2016 (graphique 2 en introduction) : cette proportion s'est beaucoup accrue entre 1999 et 2005 pour culminer à environ 65 % en 2011 et revenir ensuite à 60 % du patrimoine brut. Avec la baisse des taux de rémunération des comptes réglementés et des titres obligataires, le poids des liquidités a baissé tendanciellement (de plus de 20 % en 1995 à moins de 15 % en 2016). Le poids des actions, plus fluctuant, a légèrement baissé (moins de 11 % en 2016). Le poids des encours auprès des assureurs, composé de produit d'assurance-vie et d'épargne retraite et de réserves d'assurance dommage, a augmenté (10 % du portefeuille d'actif en 1995 ; 16,1 % en 2016).

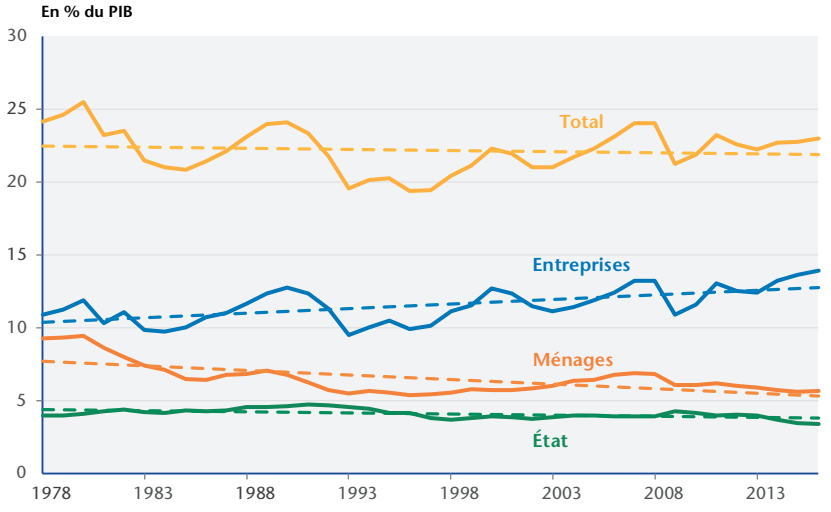
Si les ménages détiennent assez peu d'actions en direct ou *via* la détention de fonds commun de placement, une part importante de leur épargne est investie dans des contrats d'assurance-vie. Quel pourcentage de ces placements est investi par les compagnies d'assurance-vie *in fine* en actions, que ce soit directement ou indirectement ? La réponse n'est pas évidente, mais une fourchette d'estimation fiable se situe entre 15 à 20 % pour les années récentes[18]. Ce pourcentage limité résulte notamment de la double garantie qu'offrent les contrats en euros, majoritaires : liquidité des fonds versés (l'épargne reste disponible à tout moment) et garantie nominale (la valeur des fonds versés est garantie). Le succès de ces contrats en euros est le premier frein à l'achat d'actions par les compagnies d'assurance-vie.

■ *Comment l'épargne et l'investissement s'ajustent-t-il ?*

Depuis 1978, les taux d'investissement brut (graphique 6) sont restés stables (22,5 % du PIB en moyenne). Il en est de même du niveau d'épargne brut (22 % en moyenne, graphique 7), traduisant un quasi-équilibre en moyenne et donc un besoin de financement national proche de zéro. La stabilité du taux d'investissement n'est plus vérifiée si on étudie son niveau *net* (de la dépréciation du capital), qui enregistre un déclin continu (voir graphique 3 en introduction).

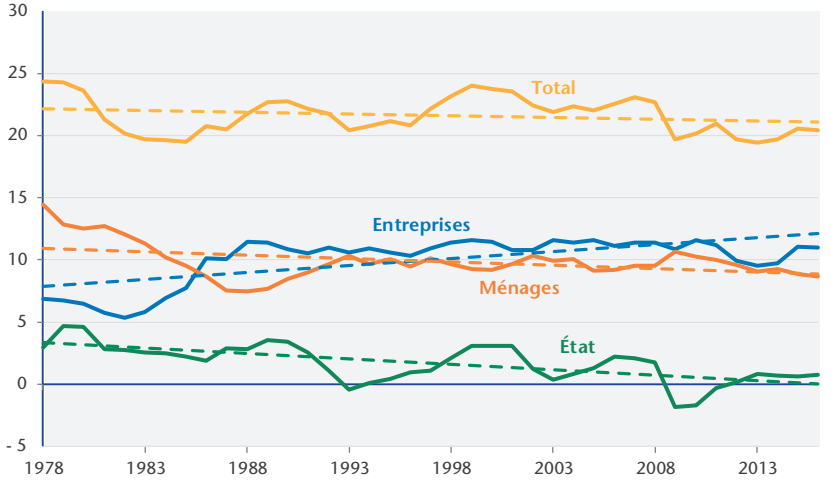
18. Voir Slama et Toubon (2017) sur la répartition des placements des assurances-vie et mixtes, dont les trois quarts, environ, sont constitués par l'épargne des ménages. En 2016, cette répartition en montant est de 7 % en actions directes, 25 % en OPC (Organismes de placement collectif), plus de 60 % en obligations diverses. Si on ventile les « OPC résidents » selon leur destination finale, les pourcentages deviennent 13 % en actions (directes ou indirectes), 70 % en obligations et 10 % en « OPC non-résidents », dont les bénéficiaires finaux ne sont pas connus – pour les seuls contrats en UC, les pourcentages correspondants sont environ de 30 % en actions (surtout indirectes) et un tiers en OPC non-résidents.

Graphique 6. Taux d'investissement brut (y compris la variation de stocks)



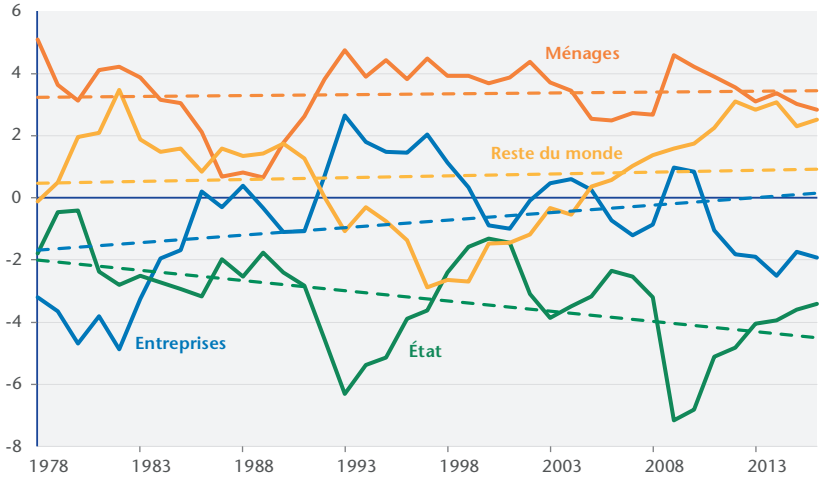
Sources : calculs des auteurs d'après l'INSEE.

Graphique 7. Taux d'épargne brute



Sources : calculs des auteurs d'après l'INSEE.

Graphique 8. Capacités (+) / Besoins (–) de financement = Épargne brute – Investissement brut



Sources : calculs des auteurs d'après l'INSEE.

La capacité de l'économie française à financer par elle-même l'ensemble de ses besoins de financement est révélatrice du mode d'ajustement entre épargne et investissement. À partir de 1997, on observe une rupture de tendance concernant la capacité financière (nette) du reste du monde (graphique 8) : après avoir connu une baisse quasi continue depuis le début des années 1980 – période qui coïncide avec celle de la politique de désinflation compétitive dont l'objectif était d'améliorer la compétitivité prix de la production française –, cette capacité financière augmente à nouveau. Depuis 2005, elle est redevenue positive : le reste du monde soutient financièrement l'économie française (entre 2,5 et 3 % du PIB depuis 2011), alors que sur la période 1993-2005, la France était exportatrice nette de capitaux.

■ *Faut-il s'inquiéter de la baisse de l'investissement net ?*

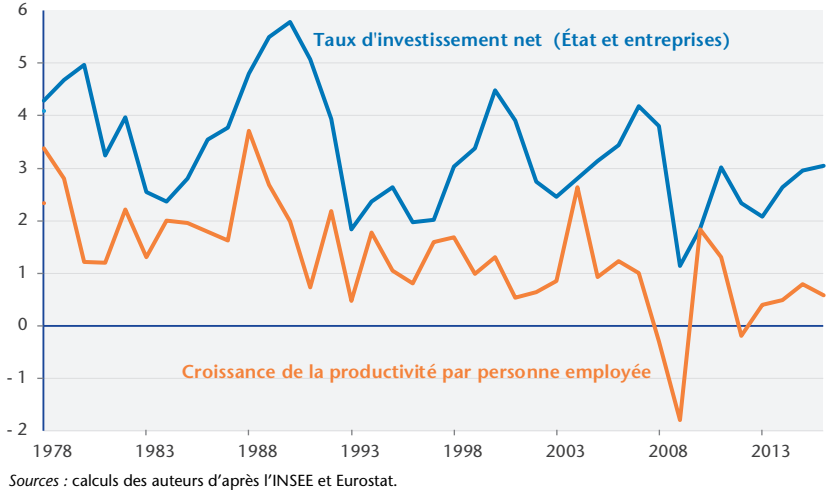
L'investissement net des entreprises et de l'État a baissé en tendance depuis 30 ans (graphique 9). Une évolution similaire est observée pour la croissance de la productivité : les tendances linéaires sont quasi-identiques. Les mécanismes de causalité qui produisent un tel parallélisme des évolutions sont certes difficiles à identifier. En fait, deux interprétations, non exclusives, sont possibles : (i) soit le moindre investissement net public et privé est directement responsable de la baisse de la

productivité ; (ii) soit les faibles perspectives de croissance de la productivité en France ont rendu moins rentables les investissements.

Dans le cas (i), la question pendante concerne les causes d'un sous-investissement en France. Une première thèse est celle du sous-financement des investissements, signifiant que les entreprises auraient des difficultés à financer leurs projets d'investissements, même lorsqu'ils sont rentables : ce qui pose à nouveau le problème d'une orientation accrue de l'épargne abondante des ménages vers l'économie réelle. Une autre hypothèse est celle d'un manque de confiance en l'avenir : les entreprises ne souhaiteraient pas augmenter leur capacité productive car elles seraient pessimistes sur les perspectives de débouchés supplémentaires.

Dans le cas (ii), l'enjeu porte d'abord sur les stratégies de politiques industrielles et d'investissement dans la R&D sur le long terme. Si on souhaite dépasser la stagnation de l'offre au sens de Gordon, il faut encourager les entrepreneurs à prendre des risques pour innover afin de favoriser l'émergence de nouvelles technologies plus productives (Aghion et Antonin, 2017). Mais là encore, pour enclencher ce processus salvateur, un choc de confiance qui redresse les anticipations des entreprises pourrait s'avérer hautement utile au départ.

Graphique 9. Taux de croissance de la productivité et taux d'investissement net



Sources : calculs des auteurs d'après l'INSEE et Eurostat.

3. Remèdes : sociaux, fiscaux, financiers et institutionnels

Quelles politiques sociales, fiscales et financières mettre en œuvre pour obtenir une meilleure accumulation ou allocation de l'épargne des ménages et du capital ? Cet objectif d'efficience aura pour cible privilégiée les seniors aisés. Il doit conduire si possible à des mesures qui s'avèrent également redistributrices au plan inter- comme intra-générationnel.

Ces mesures chercheront à modifier dans le bon sens les comportements de l'épargnant du cycle de vie en jouant sur leurs déterminants, ce qui revient à :

— diminuer l'exposition au risque de l'épargnant par une meilleure couverture des risques non financiers mal assurés aujourd'hui : nous nous focaliserons ici sur une couverture sociale élargie et obligatoire du risque de perte d'autonomie ;

— inciter l'épargnant (senior) à une transmission anticipée ou à la consommation de son patrimoine par une réforme inédite des droits de succession ;

— lever les contraintes de liquidité ou de crédit, liées à l'accession à la propriété pour les plus jeunes et à la détention du logement pour les retraités ;

— allonger l'horizon décisionnel, par un développement de l'épargne retraite et, au-delà, par l'offre de nouveaux produits d'épargne « transgénérationnels », gérés par des investisseurs de long terme et adaptés au financement de l'économie réelle.

De telles mesures, en partie inédites, devront en outre tenir compte de fortes contraintes macroéconomiques. La plus évidente concerne le niveau élevé des transferts sociaux et plus généralement des dépenses publiques dans notre pays : comment financer, par exemple, une meilleure couverture des risques auxquels fait face l'épargnant au cours de son existence : le recours à la capitalisation est-elle aujourd'hui préférable ?

Une autre porte sur les implications d'une fiscalité différentielle des actifs patrimoniaux, contre le principe de neutralité fiscale. Si on privilégie le critère d'efficience, au vu du trop faible investissement actuel, le capital productif doit être de manière générale moins taxé que le patrimoine d'usage (si tant est que l'on puisse toujours opérer une telle distinction). Toute mesure fiscale dans ce sens va toutefois se heurter à une forte résistance des classes moyennes, dont le patrimoine est

constitué en grande partie de liquidités et d'immobilier résidentiel ; et elle sera de fait fortement inégalitaire puisque le patrimoine professionnel et surtout financier (hors liquidités) est, dans notre pays tout du moins, fortement concentré aux mains des plus fortunés.

Enfin, la réglementation financière et fiscale devrait évoluer de façon à favoriser l'émergence d'un cadre institutionnel favorable et véritablement adapté et aux investissements de long terme.

3.1. Comment financer une assurance dépendance obligatoire et inclusive ?

La remontée des risques associés à la longévité explique en partie la « crispation patrimoniale » des seniors. Une manière de faciliter la réorientation de leur épargne (vers des placements plus longs et risqués) ou la transmission anticipée de leur patrimoine serait d'introduire une couverture publique obligatoire plus étendue de la dépendance (lourde) au domicile et surtout en établissement (EPHAD), où les restes à charge restent trop importants. Les caractéristiques du risque de perte d'autonomie justifient une large mutualisation : il s'agit d'un risque mal couvert par le marché (couverture et taille limitées, refus d'assurance importants, rente versée souvent modeste), d'occurrence limitée avec une probabilité de terminer dépendant (lourd) entre 15 et 20 % seulement à 65 ans (Lecroart, 2011), mais avec des conséquences, financières et autres, dramatiques pour l'individu, les familles concernées et la société. Cette assurance dépendance publique, de type '5^{e} risque', pourrait être « aussi inclusive à l'égard de la dépendance que ne l'est aujourd'hui l'assurance maladie pour la santé » (Lefebvre et Pestieau, 2017, p. 131-2).

Pour assurer le financement de cette couverture élargie, l'idée serait de faire contribuer le 3^{e} âge au financement des besoins du 4^{e} âge sur le mode de la répartition. Faire porter la mesure également sur les actifs se heurtant à de grosses difficultés, les contributions ne concerneraient que les retraités potentiels (dès 62 ans, par exemple), quitte à revenir sur la hausse récente de leur CSG : dans une logique d'assurance sociale, les retraités financeraient les très âgés (dépendants) « comme » les actifs financent les retraités (Masson, 2018). Les cotisations seraient également, pour partie, assises sur le *stock* de patrimoine lui-même (plutôt que sur ses revenus comme la CSG). L'idée sous-jacente est que le prélèvement proposé ne pèserait pas sur le coût du travail mais ferait

contribuer le patrimoine des seniors au financement de notre modèle social selon une logique de capacités contributives.

Cette mesure aurait encore l'avantage de dégonfler quelque peu la suraccumulation relative des seniors grâce aux cotisations prélevées, à la diminution du motif de précaution due à une meilleure couverture du risque de longévité, ou encore à l'incitation à la donation pour limiter les cotisations sur le stock de patrimoine. Réduisant le fossé patrimonial entre générations, elle permettrait encore, de manière conséquente, de faire davantage participer les baby-boomers au financement de leur propre dépendance, plutôt que de recourir à des expédients quand ces derniers seront concernés. Elle aurait enfin un caractère redistributif dans la mesure où les cotisations seraient pour partie assises sur le patrimoine et où la perte d'autonomie frappe davantage les catégories modestes et les femmes.

Le premier obstacle à une telle mesure concerne le haut niveau des prélèvements obligatoires dans notre pays et le fait de prélever à large échelle sur des revenus de transfert (*i.e.* les pensions de retraite), même s'il ne s'agit que de compléter les sommes déjà allouées à la dépendance – et d'organiser autrement leur affectation. Mais les propositions d'une assurance dépendance obligatoire en capitalisation, où les cotisations commenceraient assez tôt[19] et où l'État prendrait en charge les cotisations des plus âgés pendant la période de transition (selon la proposition de la compagnie AXA), n'ont pas reçu un accueil favorable, y compris au sein même des milieux patronaux ou de l'assurance.

3.2. Réformer l'impôt successoral : la réforme *Impher*

Comment réduire la « crispation patrimoniale » des seniors (aisés) dont nous avons souligné les causes multiples et les effets néfastes ? Comment éviter qu'ils deviennent les plus riches du cimetière en laissant derrière eux un patrimoine inerte, peu risqué ?

Une simple redistribution de leur patrimoine (ou une fiscalité accrue sur les pensions et certains revenus du capital) ne modifiera guère leurs choix de placements. De même, une pression fiscale accrue sur la propriété immobilière pleine et entière, qui les concernerait au premier chef, n'aura pas non plus d'incidence notable sur leurs comportements. Si tant est qu'il soit politiquement faisable, ce type de mesure

19. Sur le mode du programme singapourien *Eldershild*, où les cotisations commencent dès 40 ans et où l'affiliation est quasi obligatoire.

diminuerait d'autant des inégalités de patrimoine particulièrement élevées entre seniors et par voie de conséquence les inégalités face à l'héritage, ce qui n'est certes pas négligeable ; mais, hors l'usage qui pourrait être fait des recettes fiscales, il ne conduirait pas à une meilleure allocation de l'épargne.

Si l'on veut véritablement inciter (fiscalement) les seniors, détenteurs d'une masse inerte de patrimoine, à reconsidérer leurs stratégies d'accumulation, il n'existe qu'un seul levier puissant à ces âges : les droits de succession. Mais comment l'utiliser ?

■ *Comment désinciter à la transmission post mortem ?*

Un allègement spécifique des droits de donation, souvent évoqué, semblerait ici la mesure appropriée, puisque les ménages (aisés) s'y avèreraient sensibles dans certaines proportions (§ 1.3). L'expérience française des quinze dernières années montre cependant qu'un tel allègement fiscal présente des inconvénients majeurs : il favorise les effets d'aubaine ; il est très inégalitaire car les donations, surtout en montant, sont l'apanage des familles les plus riches ; et il réduit sensiblement les recettes fiscales (*cf.* Masson, 2018).

La parade consiste à proposer, *a contrario*, une augmentation sélective des droits de succession ciblée sur les seuls héritages familiaux, *i.e.* une taxation plus lourde et progressive de ces héritages (en ligne directe) à l'exclusion des dons ou legs caritatifs et des transferts de patrimoine familial ou professionnel effectués de son vivant aux enfants[20]. À seuil d'exemption inchangé (100 000 euros par enfant et par parent), la mesure concernerait les 20 % des familles les plus aisées (qui possèdent près des 3/4 du patrimoine global) ; au-delà du seuil, on pourrait se contenter de deux taux élevés, 30 % puis 60 % par exemple, au lieu de la kyrielle de taux que nous avons en France. La fiscalité des donations ne serait pas *a priori* modifiée (mais le délai fiscal de rappel des donations à la succession pourrait être ramené de 15 à 10 ans). Ce dispositif fiscal sera baptisé *Impher* (pour Imposition des seuls héritages).

Cette mesure inédite peut être défendue pour ses effets redistributifs, au plan de l'égalité des chances entre enfants ou de l'équité intergénérationnelle (voir Masson, 2018). Mais son introduction se

20. Les donations non concernées par la surtaxe introduite devraient être pleines et entières : les donations avec réserve d'usufruit, par exemple, n'entraînent pas en effet une véritable transmission aux enfants qui ne possèdent que la nue-propriété du bien reçu.

justifie d'abord en termes d'efficience, pour ses effets incitatifs : la *désincitation à l'héritage* (introduite par la surtaxe successorale) inciterait ainsi à la donation (suffisamment précoce) beaucoup plus sûrement qu'un allègement des droits de donation – et cela sans présenter les mêmes inconvénients puisqu'elle apporterait des recettes nouvelles.

La menace de la surtaxe successorale encouragerait aussi les seniors à la liquéfaction de leur patrimoine immobilier tout en demeurant chez eux (§ 3.3) et favoriserait les placements « transgénérationnels » des familles aisées (§ 3.4) : autrement dit, la mesure *Impher* jouerait un rôle pivot dans l'ensemble des réformes proposées, auxquelles elle servirait de catalyseur[21]. Mais pour qu'il en soit ainsi, encore faut-il que la menace de surtaxe soit effective. Si elle comporterait forcément des aménagements transitoires pour les parents les plus âgés, la mesure *Impher* devrait donc, pour jouer à plein, s'inscrire de manière *crédible sur le long terme* pour inciter dès aujourd'hui les ménages plus jeunes (du *baby-boom*) à préparer activement leur succession en vue d'éviter la surtaxe successorale introduite.

La mesure *Impher* aurait en fait un côté « libéral » : elle entendrait responsabiliser les parents ou épargnants aisés dans la préparation de leur succession, tout en les laissant libres de décider par eux-mêmes. Elle serait « gagnante », soit que les familles concernées réagissent aux incitations introduites en remédiant aux défauts de la situation patrimoniale actuelle, soit qu'elle génère un supplément de recettes fiscales, particulièrement appréciable dans le contexte actuel où la fiscalité sur la détention du capital vient d'être réduite (réduction de l'ISF, introduction de la *flat tax*, suppression de l'*exit tax,* …)[22].

Fût-il concentré sur les plus riches, un alourdissement général des droits de succession ne serait pas une réponse adaptée aux défauts de la situation patrimoniale actuelle ; il pourrait selon certains décourager l'épargne et se heurterait surtout à une forte impopularité. La mesure *Impher* ne souffrirait pas de ces carences : elle serait moins « distorsive » et source d'exil fiscal, grâce aux moyens offerts pour échapper à la surtaxe introduite ; et surtout elle serait plus *juste*, dans la mesure où la surtaxe sur les héritages ne toucherait que les ménages aisés « qui le

21. L'instauration d'une assurance dépendance inclusive renforcerait ces effets incitatifs de la mesure *Impher*.

22. Les études empiriques montrent qu'elle ferait les deux à la fois dans des proportions significatives, mais qui ne peuvent être connues précisément à l'avance : voir Masson (2018) et les références dans cet article.

méritent », du fait de leur égoïsme ou de leur myopie, soit qu'ils ne soient pas assez altruistes au plan familial et/ou au plan social (dons ou legs caritatifs), soit qu'ils ne préparent pas leur succession suffisamment à l'avance.

■ *Rééquilibrer la répartition du patrimoine vers les jeunes générations*

La situation patrimoniale actuelle invite à un rééquilibrage de la répartition du patrimoine vers les jeunes générations d'abord pour des raisons d'efficience : décongestionner la masse de patrimoine « dormant » aux mains des seniors, réallouer le patrimoine vers les jeunes actifs plus tolérants au risque, à horizon de vie plus long et contraints dans l'accomplissement de leurs projets patrimoniaux (logement, retraite, …). Ce rééquilibrage répondrait par ailleurs à un souci d'équité intergénérationnelle, indépendamment du sens que l'on prête à ce concept quelque peu bâtard.

En incitant à la transmission anticipée, la mesure *Impher* permettrait de faire circuler le patrimoine plus rapidement vers les jeunes générations. Dans cette perspective, le délai fiscal de rappel ou de réintégration des donations antérieures dans la succession constitue une variable clef, surtout avec un barème de taxation des héritages plus progressif : en France, ce délai est aujourd'hui sans doute trop long, de 15 ans depuis 2012, et pourrait être ramené à 10 ans par exemple ; mais il n'y a pas de raison d'alléger autrement la fiscalité des donations, pratique concentrée au sein des classes aisées.

La donation permet effectivement de lever les contraintes de liquidité des jeunes ménages. Sur les données de l'enquête Patrimoine 2010 de l'Insee, Arrondel *et al.* (2014) montrent ainsi que la probabilité de créer ou reprendre une entreprise augmente lorsqu'une donation a été reçue (mais ne dépend pas significativement du fait d'être héritier ou d'avoir été aidé financièrement) : avoir reçu une donation augmente de 50 % la probabilité de création ou reprise d'entreprise. Celle d'acheter sa résidence principale augmente avec les deux formes de transfert, donation et héritage, mais davantage avec la première : les ménages donataires ont une probabilité environ 1,6 fois supérieure d'acheter leur résidence principale par rapport à ceux qui n'ont pas reçu de donation ; une donation précoce, reçue avant 35 ans, a encore un effet plus important, entraînant plus du doublement de la probabilité de devenir propriétaire.

En matière de succession, la réforme fiscale *Impher* pourrait être complétée par d'autres mesures d'efficience limitant la réserve des enfants. Une liberté de tester accrue serait ainsi accordée pour la transmission du patrimoine professionnel, pourvu que celle-ci soit effectuée du vivant du propriétaire (avec éventuellement une limite supérieure d'âge) : la transmission de l'entreprise familiale suppose en effet une certaine latitude (y compris au plan fiscal) dans le choix d'un successeur motivé et compétent, au sein ou hors de la famille. De même, les dons ou legs caritatifs à des œuvres ou fondations reconnues d'intérêt général (FRUP) pourraient bénéficier, outre de l'incitation fiscale engendrée par la mesure *Impher*, d'une liberté de tester accrue.

Enfin, les recettes fiscales en hausse produites par cette réforme *Impher* pourraient être *pré-affectées* au financement de programmes publics à destination des jeunes, dans le but d'aider spécifiquement les jeunes en difficulté ou de renforcer plus généralement l'égalité des chances. Dans cette optique, la dotation universelle d'un capital accordé à tout jeune (à 18 ans ?) pourrait ainsi s'interpréter comme une mutualisation partielle de l'héritage.

3.3. Lever les contraintes de liquidité liées à la propriété immobilière

L'immobilier (résidentiel) joue un rôle clef, aux différents âges de la vie, dans les stratégies patrimoniales des ménages et dans les contraintes de liquidité auxquelles ils font face. Source d'inégalités territoriales majeures, les prix de l'immobilier sont tirés vers le haut par l'augmentation de la rente foncière, d'abord en « zone 1 » (Paris et sa première couronne, la Côte d'Azur), mais aussi dans une moindre mesure dans la « zone 2 » (grandes agglomérations de province), cela au détriment de la « zone 3 » (villes moyennes et régions rurales). L'économie de la connaissance et le développement des TIC (technologies de l'information et de la communication) ne feraient que renforcer ce déséquilibre en conduisant, paradoxalement, à une agglomération continue des activités économiques dans les grands centres urbains, concentration géographique qui favoriserait les échanges informels féconds au sein d'une main-d'œuvre diplômée et internationalisée et offrirait à cette dernière les services et l'offre culturelle qu'elle désire (Askenazy, 2016). Or, pour diminuer la rente foncière, on ne peut guère compter dans notre pays sur un déclin démographique qui diminuerait les tensions sur le marché de l'immobilier ; la construction de logements neufs serait certes plus efficace, mais se révèle une œuvre de

longue haleine, le volume des permis de construire accordés venant juste de retrouver le niveau de 1980…

Dans le contexte actuel, l'épargne des jeunes ménages est souvent mobilisée jusqu'aux âges mûrs par un processus long et lourd d'accession à la propriété qui tend à évincer d'autres formes de placement, hors les encaisses de précaution à moyen terme. Et l'épargne des seniors répond en priorité à un motif de précaution de long terme et au désir concomitant, profondément ancré, de rester (propriétaire) chez soi le plus longtemps possible (§ 1.3).

Une solution tentante, prônée notamment au sein de la Commission européenne ou de l'OCDE, serait alors de taxer davantage la propriété pleine et entière (qui confère *ususfructus* et *abusus*). Aux yeux de ces promoteurs, une telle mesure fiscale aurait de multiples avantages : elle concernerait une propriété « immobile », frapperait d'abord les ménages seniors, serait moins défavorable que d'autres impôts (sur le revenu) à l'emploi et à la croissance, inciterait à une réorientation de l'épargne vers le financement de l'économie, etc. (Masson, 2018). Elle présente cependant nombre d'inconvénients, surtout dans notre pays qui taxe déjà l'immobilier et le foncier sensiblement plus que ses voisins. Elle favoriserait ainsi les plus riches qui possèdent, en proportion, moins d'immobilier que le ménage moyen. Elle exigerait une réévaluation périodique des biens immobiliers et fonciers, qui se heurte (comme pour les taxes foncières) à des problèmes de faisabilité politique. Elle renforcerait les risques de gentrification des centres urbains, en empêchant les jeunes générations d'y devenir propriétaires et en créant des difficultés de paiement pour certains propriétaires âgés.

Si l'on veut décourager à la propriété pleine et entière, trop onéreuse et source de multiples effets pervers rappelés plus haut, la voie la plus prometteuse consiste plutôt, en agissant sur l'offre, à *multiplier les statuts possibles de propriété partielle ou d'occupation du logement* susceptibles d'entrer en concurrence avec la pleine propriété, car moins chers (pour les jeunes) ou permettant d'obtenir des liquidités tout en restant à demeure (pour les seniors).

■ *Une « propriété à vie » moins chère pour les jeunes ménages ?*

Les mesures en faveur d'une propriété partielle, plus accessible aux jeunes ménages dans les zones tendues, sont encore à l'état embryonnaire. Les propositions concernent surtout, pour l'instant, la zone 1, notamment autour du projet du Grand Paris (et du développement

envisagé de foncières cotées ou non cotées dans le logement et le parc locatif privé). Elles s'adressent en priorité aux jeunes diplômés.

La propriété à vie procède d'un contrat entre le jeune ménage et la garantie foncière détentrice du bien. Ce contrat porte sur une période de 50 ans, pendant laquelle le jeune ménage acheteur du bien jouit des principales facultés associées à la propriété, à l'exception de la transmission : l'usage sans contrainte, y compris pendant la retraite ; la possibilité de vendre (selon une clause de rachat contractuel du reliquat du contrat) ; la participation aux assemblées de copropriétaires, etc. Au terme du contrat, le bien revient normalement à la garantie foncière. En renonçant à la possibilité de transmission, le jeune ménage bénéficie en contrepartie d'une décote à l'acquisition : celle-ci serait significative en zone 1 (20 % ou un peu plus) – mais minime en zone 2… et nulle (sinon négative) en zone 3. La mesure ne permettrait d'avancer l'âge d'accession à la propriété que dans les zones aisées[23].

- *Des produits viagers rénovés pour liquéfier le patrimoine immobilier à la retraite*

Les produits viagers « immédiats », acquis à la retraite, devraient permettre à des seniors souvent propriétaires mais en manque de liquidités – *housing rich, cash poor* – de récupérer de l'argent frais en « liquéfiant » d'une manière ou d'une autre leur logement tout en continuant à l'occuper. L'allongement de l'espérance de vie et l'augmentation des risques associés à la longévité devraient *a priori* réserver un avenir prometteur à ce type de produits : l'argent recueilli pourrait servir aussi bien pour augmenter sa consommation, aider ses enfants, au besoin par une transmission anticipée, ou encore comme encaisses de précaution. Il faut cependant y regarder de plus près : pour l'instant, ces produits, qui regroupent la vente en viager et le prêt viager hypothécaire, sont peu diffusés sous leur forme traditionnelle et constituent le plus souvent des marchés de niche ou en devenir, mal connus et mal régulés, en France comme ailleurs. L'annexe 2 rappelle le principe de ces produits et en propose des formes rénovées, plus prometteuses, incluant la vente anticipée occupée (VAO).

23. Voir la proposition d'Associés en Finance : « Repenser la propriété immobilière selon les âges de la vie : acquisition, liquéfaction, détention partielle » (29 mars 2018). En l'état actuel des choses, il est difficile de se prononcer sur l'accueil qui serait réservé à cette offre nouvelle de propriété partielle : cette dernière pourrait séduire des jeunes ménages aisés et diplômés, pour lesquels la transmission de capital humain aux enfants dans un cadre urbain adapté (au plan éducatif ou culturel) primerait la transmission matérielle.

La prise en compte récente des effets, naguère sous-estimés, d'un vieillissement accéléré explique le regain d'intérêt pour ces produits viagers. Leur avenir demeure néanmoins subordonné à une offre encore améliorée mais aussi à une volonté politique affichée : l'intervention soutenue de l'État s'avèrerait indispensable pour réguler ces marchés et favoriser leur développement. Mais cela risque de ne pas suffire (*cf.* annexe 2) : seule une incitation fiscale forte pourrait conduire les ménages concernés à reconsidérer leurs choix en faveur de la liquéfaction de leur logement. En introduisant une surtaxe progressive sur les héritages familiaux conséquents, la mesure *Impher* fournirait l'incitation désirée : les produits viagers envisagés conduisent tous, en effet, à réduire le montant de l'actif net transmis *post mortem* (soumis après partage à l'impôt) ; ils deviendraient beaucoup plus attractifs s'ils permettaient d'éviter ou de réduire la surtaxe introduite.

Le développement de tels produits pourrait produire une certaine détente sur les prix de l'immobilier. L'objection vient de ce qu'il ne concernerait que certaines catégories, plutôt aisées, propriétaires de logement à fort potentiel. Pour les locataires, plus exposés à la perte d'autonomie d'après l'enquête *Share*, et les détenteurs de logements plus modestes, l'adoption d'une assurance dépendance inclusive resterait en particulier indispensable.

3.4. Allonger l'horizon de l'épargnant par une offre de placements adaptée

Les milieux financiers insistent beaucoup sur l'urgence d'offrir des placements plus longs et risqués aux jeunes ménages (avant 50 ans), notamment en matière d'épargne retraite, mais ne prévoient pas grand-chose pour les ménages plus âgés. Nous insisterons au contraire sur la nécessité d'allonger également l'épargne des seniors qui possèdent la plus grande part de patrimoine financier : cet objectif majeur devrait conduire à une offre inédite de produits « transgénérationnels », détenus successivement par deux générations de la même famille.

Dans les deux cas (retraite et transmission), ces placements longs seraient plus aisément transformables par les marchés et les intermédiaires financiers en investissements productifs. Il y a en effet un consensus sur l'importance des besoins de financement actuels de l'économie, dans les infrastructures et l'appareil productif (à réparer et à adapter), les innovations et la R&D, les start-up « à inonder de

capital », l'urbanisation, le local, la transition énergétique et numérique, le développement durable et en bas carbone, les fonds propres des TPE-PME, ou encore dans les investissements en capital humain, dans la santé, l'éducation et la formation ; or une relance de l'investissement public ne suffira pas, en tout état de cause, à satisfaire l'ensemble de ces besoins massifs et urgents (voir § 3.5).

- *Allonger l'horizon des jeunes ménages par la promotion de l'épargne retraite*

Les projections du COR (2017) laissent présager, selon les hypothèses de croissance, une baisse de la pension moyenne des retraités, relative au revenu d'activité moyen, comprise entre 10 et 18 % en 2040 (et 18 et 34 % en 2070). Paradoxalement, les baisses les plus fortes correspondent au scénario optimiste, avec un taux de croissance élevé de la productivité (1,8 % par an). Ce scénario met en avant l'effet bénéfique sur l'équilibre financier des régimes d'une indexation des pensions en cours sur les prix plutôt que sur les salaires. En revanche, la baisse la plus faible correspond au scénario pessimiste sur le taux de croissance de la productivité (1 % par an). Dans ce scénario, le régime de retraite est en déficit (1,4 % du PIB en 2040 et 1,8 % en 2070) : le niveau de pension annoncé n'est donc pas finançable par les ressources courantes. Le dilemme est donc le suivant : en cas de forte croissance, le système est soutenable mais le niveau de vie relatif des retraités décroche ; en cas de faible croissance, le niveau de vie relatif des retraités se maintient mais la charge pour les actifs peut devenir insupportable. De là, les tentatives de réforme qui cherchent à immuniser le système en répartition par rapport à la croissance (Blanchet *et al.*, 2016) ou à introduire des mécanismes incitant à travailler plus longtemps.

Ces perspectives d'avenir problématiques du système public de retraite pourraient favoriser le développement de l'épargne retraite. Par essence, un dispositif spécifique d'épargne retraite est un régime qui permet de s'assurer contre le risque de vivre trop longtemps, ce qui suppose que la modalité première de liquidation est celle de la rente viagère. En raison de l'horizon lointain de l'usage de cette épargne, il serait judicieux qu'elle s'investisse dans des supports à maturité longue. Toutefois, la mise en place d'un tel dispositif se heurte à plusieurs difficultés.

Une première difficulté porte sur la contrainte financière : les générations concernées disposent-elles des revenus suffisants pour soutenir cet effort d'épargne une fois satisfaits les besoins de consommation et

de logement (loyers ou charges d'intérêts d'emprunt) ? Sinon, faut-il prévoir un redéploiement des dépenses sociales en faveur des actifs pour leur donner des marges de manœuvre suffisantes ?

Un deuxième problème résulte de la complexité des dispositifs d'épargne retraite. En effet, de nombreux supports (Perp, Perco, Madelin, etc.) existent avec des fiscalités différentes sans possibilité de transfert. Dans ses diverses dispositions en faveur de l'épargne retraite, la loi Pacte vise à remédier à ses défauts en facilitant la portabilité d'un produit à l'autre, en permettant de transférer les avoirs d'un Perp dans un Perco, etc. Elle vise plus généralement à une meilleure harmonisation de l'offre, en proposant un produit unifié dénommé « Plan d'épargne retraite », qui pourra être ouvert par le travailleur ou par l'employeur.

La loi Pacte encourage aux versements volontaires grâce à des déductions fiscales et prévoit une plus large possibilité de sorties en capital, pour rapprocher les produits d'épargne retraite de ceux de l'assurance-vie. Son intention est claire, fondée sur un constat négatif : en dépit d'une fiscalité déjà attractive[24] et de la démultiplication des dispositifs, l'épargne retraite n'est pas populaire en France, contrairement à l'assurance-vie. Fin 2016, l'épargne retraite capitalisait environ 200 milliards d'euros en encours, ce qui reste modeste au regard du patrimoine total ou même des 1 700 milliards de l'assurance-vie. Comme cette faible attirance s'expliquerait d'abord par la sortie imposée en rente viagère et par la disparition de l'épargne retraite lors du décès (*cf.* § 1.3), l'idée serait de favoriser la sortie en capital. Le recul de la mortalité aux âges élevés rend cependant problématique cette modalité de sortie : la rente apparaît la meilleure façon de s'assurer contre le risque de vivre trop longtemps puisque le capital restant bénéficie aux seuls survivants parmi les cotisants. L'allongement de l'espérance de vie militerait plutôt, à rebours, pour une épargne retraite par capitalisation *obligatoire et à sortie en rente*, qui aurait le mérite de protéger les futurs retraités en leur garantissant des revenus supplémentaires. Le caractère obligatoire, toutefois, se limiterait au caractère viager de la liquidation de l'épargne : au-delà, les ménages plus aisés seraient libres de s'adapter en ajustant leur épargne à la baisse, alors que les autres, sans épargne personnelle et rationnés sur le

24. L'épargne retraite est en général déductible du revenu imposable. En contrepartie, à la liquidation, la rente viagère est imposée.

marché du crédit, subiraient une épargne forcée, risquant d'impacter leur niveau de vie.

Les inégalités d'espérance de vie soulèvent des interrogations d'un autre type. Dans un système libre et volontaire, les individus en bonne santé et dotés d'une espérance de vie longue sont les principaux intéressés par une assurance viagère. Pour les autres, la rente viagère paraît coûteuse car elle nécessite une épargne élevée au regard de l'horizon (espéré) trop court de revenus supplémentaires : les « bons » risques, c'est-à-dire les épargnants à espérance de vie courte, s'auto-excluent. Dans une telle configuration, rendre obligatoire l'adhésion présente le mérite d'éviter ce processus d'antisélection. Cependant, l'obligation a un défaut : les épargnants avec une espérance de vie courte vont financer en partie la rente de ceux qui ont une espérance de vie longue. Cette redistribution forcée va plutôt dans le bon sens entre hommes et femmes ; mais elle apparaît perverse entre catégories sociales modestes et aisées, et pourrait être limitée par des mesures objectives de la pénibilité ou concernant l'incidence directe des conditions de travail sur les taux de mortalité.

- *Allonger l'horizon des seniors par l'offre de placements financiers transgénérationnels*

Comment orienter l'épargne des seniors vers des investissements plus longs et risqués ? Au vu de la crispation patrimoniale dont font preuve ces derniers, la réalisation d'un tel objectif devra s'appuyer sur des incitations fiscales particulièrement *fortes* (ce qui explique en partie qu'elle ne séduise guère les milieux financiers).

Taxer davantage, par des canaux variables, la propriété pleine et entière du logement ne fera que réduire le pouvoir d'achat des seniors ou les conduire à liquéfier leur habitation principale tout en restant chez eux, par la vente en viager par exemple. Une taxation accrue des résidences secondaires ou de l'immobilier de rapport offre davantage de possibilités de réaction – telle la vente du bien et/ou sa transmission anticipée aux enfants –, mais il ne faut guère en attendre une réaffectation vers des placements plus longs et risqués.

Une seule solution apparaît envisageable pour allonger l'horizon des seniors au-delà de leur existence : tabler sur leur « altruisme tempéré » (§ 1.4) et appliquer la mesure *Impher,* soit une augmentation conséquente et progressive de la taxation des seuls héritages familiaux : les investissements dans des placements longs et plus

risqués, détenus jusqu'à la fin de vie et ensuite pour une période minimale par l'héritier (25 ans au total par exemple), bénéficieraient alors d'exonérations fiscales, qui s'avéreraient d'autant plus incitatives que la surtaxe successorale sera forte.

Une fois assurée l'attractivité de ces produits longs et risqués, notamment pour les seniors aisés, reste à répondre à deux questions.

— Quelle serait l'affectation des fonds ainsi recueillis ? Le lien entre la structure de l'épargne financière des ménages – liquidité, risque, terme – et sa destination finale est en effet tout au plus indirect (Aussilloux et Espagne, 2017) : l'épargne en assurance-vie – près de 1 700 milliards d'euros en France – est ainsi peu liquide, en partie risquée (contrats en unités de compte) et longue, alors que les actifs détenus par les sociétés d'assurance-vie sont le plus souvent liquides et orientés à court terme (*cf.* § 2.3).

— Qui serait éventuellement préposé à la gestion de ces fonds ? Au vu du lien trop indirect entre l'épargne des ménages et son affectation finale, il serait préférable que ces investissements s'effectuent dans des fonds *dédiés* – énergie, infrastructures, R&D, local, etc. – ou *souverains*, favorables à la croissance et que ces fonds soient gérés par des investisseurs de long terme, socialement responsables (ISR).

3.5. Créer un environnement institutionnel favorable à l'investissement à long terme

L'orientation de l'épargne vers des supports bloqués pour être investis à long terme va nécessiter le recours à des institutions financières compétentes dans ce domaine. La compétence suppose des investisseurs en mesure d'identifier et d'acquérir des investissements dont la rentabilité s'inscrit dans le long terme mais aussi une réglementation financière et fiscale associée qui ne soit pas défavorable à ces investissements.

■ *Investisseurs et investissements de long terme*

En France, les investisseurs privés traditionnels à long terme sont les compagnies d'assurance-vie. Nous avons vu que les fonds des compagnies d'assurance sont, paradoxalement, peu investis en actions mais principalement dans des placements obligataires et sans risque : la durée de référence pour les placements est trop courte (8 ans) et les fonds en euros sont privilégiés par les ménages car ils offrent une

garantie en capital. L'encours des contrats d'assurance-vie est considérable (1 700 milliards d'euros), mais le rendement moyen est donc limité : 3,8 % sur vingt ans et 1,8 % en 2017.

Dans d'autres pays, les fonds de pension de retraite sont souvent d'importants investisseurs privés ou publics de long terme : aux États-Unis, le célèbre fonds de pension CALPERS, qui verse des retraites aux agents publics de la Californie, capitalisait environ 1 700 milliards de dollars en 2017 et affichait une rentabilité moyenne de 6,6 % sur 20 ans et de 11,2 % en 2017. Il existe aussi les fonds souverains dont le capital est la propriété de l'État et dont les horizons de retour sur investissement peuvent être longs. La Norvège dispose ainsi de deux fonds souverains : leur objectif final est de financer les besoins financiers de l'État-providence à long terme, ce qui leur assigne une mission de lissage et de juste répartition intergénérationnelle de la rente pétrolière dans le temps. Le premier fonds investit dans l'économie nationale (*Statens pensjonsfond Norge*). Le second (*Statens pensjonsfond Utland*) a pour mission de mettre en réserve une partie des revenus issus de la rente pétrolière et de les faire fructifier à l'aide d'investissements diversifiés dans les pays étrangers : en 2017, ce fonds capitalisait près de 1 000 milliards de dollars avec une rentabilité moyenne sur 20 ans d'environ 5,8 % et de 6,9 % en 2016.

Par définition, les investissements à long terme financent des activités économiques dont le retour sur investissement ne peut s'apprécier que sur longue période. Il peut s'agir de la constitution de portefeuille d'actifs avec une logique de détention longue sans recherche de spéculation court-termiste au gré des fluctuations boursières. La présence de ces investisseurs au sein des conseils d'administration peut impacter la gouvernance des entreprises en allongeant les horizons de rentabilité. La détention longue est aussi considérée comme facteur de stabilisation financière, puisque cette forme de gestion n'amplifie pas les mouvements à la hausse comme à la baisse. Il peut s'agir aussi de prise de participations lors de l'émission d'actions d'entreprises nouvelles à forte capacité d'innovation dans tous les secteurs utiles (santé, aérospatial, numérique, énergie, agriculture, environnement, transport, etc.). La nouvelle entreprise ne recourt alors pas au crédit pour financer ses investissements, au risque d'être exposé aux pressions financières, mais s'appuie sur un solide actionnariat dont l'objectif est de rester longtemps.

Les supports d'investissements à long terme peuvent être « tangibles » ou « intangibles ». Le caractère tangible signifie qu'il existe une contrepartie matérielle visible et incorporable dans l'actif en tant qu'immobilisation. Les actifs « intangibles » ont une réalité moins concrète. S'il s'agit de brevets, la valeur économique est ajoutée au bilan. En revanche, ce n'est pas le cas pour de nombreux autres actifs, tels que l'investissement dans le capital humain, la protection de l'environnement, les biens publics tels que la recherche fondamentale ou les infrastructures publiques, qui sont essentiels à la production et qui contribuent indirectement à la valorisation des entreprises. Souvent, les investisseurs privés peinent à valoriser ces actifs intangibles ainsi que les investissements à rendement croissant. Dans ces domaines où le marché est défaillant, l'action de l'État est particulièrement légitime.

- *Une réglementation financière favorable aux investissements de long terme ?*

Une réglementation financière favorable aux investissements de long terme suppose d'abord qu'adopter des critères de gestion qui incorporent des horizons longs, à travers par exemple une valorisation des actifs à partir d'un prix moyen sur longue période et non en valeur de marché : l'appréciation de la valeur de l'investissement se rapproche de sa valeur fondamentale plus que de sa valeur spéculative. Se doter de critères de solvabilité sur une base longue (et non sur des *value at risk* à quelques mois) permet ensuite d'investir dans des projets certes déficitaires à court ou moyen terme mais à forte capacité excédentaire à plus long terme. Aglietta et Rigot (2012) rappellent ainsi que Solvency II « exige une période de recouvrement de six à vingt mois » alors que pour des passifs longs, une période plus longue d'appréciation du recouvrement des investissements serait nettement préférable.

L'État pourrait définir un label « Investissement de long terme » qui imposerait aux gestionnaires de fonds de respecter une charte compatible avec la recherche d'un rendement sur longue période, en obéissant par exemple à des critères ESG (environnementaux, sociaux, et de bonne gouvernance) ou autres. L'État pourrait encore imposer des quotas par secteur productif pour orienter l'épargne longue vers la réalisation des besoins économiques futurs. Les détenteurs de ces investissements pourraient alors bénéficier d'une fiscalité favorable dans le cadre de l'épargne retraite ou, mieux encore, de placements transgénérationnels (§ 3.4). Ils bénéficieraient en outre d'une garantie de l'État contre des pertes trop importantes (voir le cas d'Eurotunnel). Les épar-

gnants y gagneraient en transparence (sur la destination finale de leur épargne), mais aussi en sécurité (relative) de rendement ; et l'économie, en financement stable et en croissance durable et inclusive.

■ *Quels investissements clés pour le futur ?*

L'avenir reste en partie à inventer et de nombreuses incertitudes demeurent. L'émergence d'un futur compatible avec un objectif de développement durable, socialement partagé, va dépendre de la prise en considérations de plusieurs dimensions : la révolution numérique, les biotechnologies, la contrainte énergétique associée à celle de la préservation de l'environnement, le maintien dans l'emploi des travailleurs les plus vulnérables aux révolutions technologiques (robotisation et intelligence artificielle), la capacité des États à préserver la paix et à s'unir pour développer de nouveaux projets humanistes.

Tous les secteurs sont concernés par la révolution numérique en cours. Cette dernière devrait conduire à une robotisation croissante de nombreuses tâches (physiques mais aussi mentales grâce à l'intelligence artificielle), ce qui laisse présager des suppressions de poste de travail tant dans le secteur industriel que celui des services, avec pour conséquence sociales des besoins accrus de requalification de travailleurs. La perspective d'une société qui substituerait progressivement le capital au travail va soulever de nouvelles questions sur la façon de partager la valeur ajoutée entre travail et capital et sur la façon d'orienter sa destination finale entre consommation et investissement.

À l'instar de la révolution numérique, les biotechnologies devraient favoriser de nouvelles pratiques médicales et l'apparition de nouveaux médicaments pour traiter notamment les nouvelles pathologies liées à l'allongement de la vie et aussi contribuer à une baisse de la mortalité aux âges élevés.

La limitation des ressources fossiles et les effets négatifs de leur exploitation sur l'environnement obligent nos sociétés à organiser une transition énergétique en s'appuyant sur un système productif progressivement moins consommateur d'énergie et en mesure de fournir des énergies renouvelables avec une faible incidence sur les émissions de CO2. En parallèle, la gestion d'un parc nucléaire vieillissant va nécessiter de développer des filières qui sont capables de gérer des déchets nucléaires sur des horizons qui se mesurent en siècle.

Enfin, le devenir de chacun dépend de la réalisation de grands projets collectifs. De nombreux domaines, notamment celui de l'entre-

tien et de la construction des infrastructures de transport ou celui de l'exploration spatiale, nécessitent des moyens colossaux et un rapport pacifié entre les nations. Développer des projets nationaux sur une base territoriale ou des projets transnationaux impliquant de nombreux États peut ainsi remplir une double mission : permettre la réalisation de biens collectifs avec une base géographique large, ce qui peut être économiquement avantageux (rendements d'échelle supérieurs à l'unité), et renforcer les liens entre les individus, ce qui favorise des relations pacifiées.

■ *Quels circuits de financement privilégier ?*

Si, de toute évidence, les compagnies d'assurance-vie ont un rôle clé à jouer en France, il faudra que leurs choix d'investissements s'orientent plus massivement vers le secteur productif. Actuellement, plusieurs facteurs ne sont pas favorables à cette évolution : le « marketing » de l'assurance-vie promeut le caractère liquide du produit et sa sécurité[25] ; et, pour les hauts patrimoines, l'adoption du Prélèvement forfaitaire unique (PFU) fait que le prélèvement est indépendant de l'horizon de détention au-delà de 150 000 euros.

Si le gouvernement souhaite orienter massivement les actifs des assureurs vers l'acquisition d'actions, il est nécessaire que les avantages fiscaux actuels de l'assurance-vie au plan de la transmission soient étroitement conditionnés à une détention longue et une limitation des garanties en capital : à côté de l'assurance-vie *stricto sensu* devrait ainsi être introduit un nouveau placement, « l'assurance-vie de long terme » qui bénéficierait seule des avantages fiscaux en question, éventuellement renforcés. La création de fonds « transgénérationnels », ciblés sur les seniors aisés, pourrait ici constituer une référence en matière d'avantages fiscaux sur les successions (§ 3.4).

La mise en place en place d'une retraite supplémentaire obligatoire par capitalisation permettrait de créer un fonds de pension public avec un actif ambitieux dont le capital pourrait être investi sur des horizons très longs. Par exemple, si la durée d'activité moyenne pour un indi-

25. Depuis 2014, le nouveau contrat « euros croissance » propose une catégorie intermédiaire entre contrats en euros (garantie en capital) et contrats en unité de compte (sans garantie en capital). Dans ce type de contrat, la garantie en capital n'est activée qu'au bout d'un délai de détention assez long (supérieur à 8 ans) et peut n'être que partielle. Ce contrat a plutôt été un échec : 2,3 milliards d'euros auraient été investis dans ces fonds avec un rendement moyen en 2017 de 3,4 % contre 1,8 % pour les fonds en euros et 5 % pour les unités de compte.

vidu est de 42 ans et celle de la retraite de 26 ans, cela implique une maturité moyenne de 37 années.

On notera que la contrepartie d'une politique « pro-actions » est qu'elle conduit à un détournement de l'épargne de sa destination actuelle, à savoir l'achat d'obligations publiques, ce qui pourrait provoquer une hausse des taux d'intérêt obligataires dans la mesure où l'État affiche encore un déficit public élevé.

Si le développement futur de l'économie s'appuie sur le dynamisme des filières productives, l'accès à un bien-être matériel durable et accessible au plus grand nombre nécessite aussi l'intégration de critères sociaux et environnementaux. Dans cette perspective, l'État, dont l'horizon de vie est par essence infinie, a un rôle majeur (Lorenzi et Navaux, 2012). En tant qu'acteur macroéconomique de premier plan, il a pour mission d'anticiper, de planifier et de soutenir une politique de développement industriel :

— « anticiper » signifie que l'État, dans l'élaboration de ses projets, a une certaine aptitude à évaluer ce que pourraient être les coûts et bénéfices macroéconomiques liés au développement des filières jugées clés pour le futur ; la juste rentabilité d'un investissement se fait aussi au regard de ses effets bénéfiques non marchands, notamment dans le domaine environnemental ;

— « planifier » implique que l'État va se projeter à différents horizons au sein d'un schéma organisationnel cohérent ;

— « soutenir » suppose que l'État joue un rôle moteur en tant qu'investisseur unique ou en soutenant le secteur privé en la qualité de co-investisseur ou d'apporteur de garanties de rentabilité au secteur privé.

4. Conclusion

Dans un contexte de population vieillissante, la question du bon niveau d'épargne, de sa juste répartition entre les générations et de son allocation efficace vers l'investissement productif est cruciale.

Nous avons souligné en quoi l'allongement de la durée de la vie était source de nouveaux risques et incertitudes. Son impact prévisible sur les comptes sociaux laisse présager une couverture publique insuffisante, notamment dans deux domaines : la prise en charge des risques sanitaires de fin de cycle de vie ; l'érosion relative des pensions en cours, mal indexées, et plus encore celle des pensions à venir pour les

actifs actuels. Pour les premières générations du baby-boom, cette perspective d'un vieillissement potentiellement heureux mais incertain favorise une crispation patrimoniale qui conduit à investir massivement dans l'immobilier ainsi que dans l'assurance-vie. Cette crispation patrimoniale se traduit par des montants considérables de patrimoine peu risqué, « inerte » en quelque sorte, au sein de la population âgée, pour laquelle des donations plus importantes aux enfants ne sont pas une option attractive.

Les évolutions agrégées du patrimoine des ménages confirment ces données d'enquête. Elles complètent également l'analyse en montrant que les taux d'épargne brute et d'investissement brut ont été très stables dans le temps. Cette stabilité masque cependant le fait que le taux d'investissement national de l'État et des entreprises, *net* de l'amortissement, a sensiblement baissé depuis 1978. Cette baisse apparaît très corrélée à celle de croissance de la productivité par tête, ce qui invite à s'interroger sur les causes et sur les remèdes d'un tel déclin : les faibles perspectives de croissance future seraient défavorables à l'investissement, (les révolutions technologiques seraient d'autant plus nécessaires) ; l'insuffisance des investissements serait préjudiciable à la croissance de la productivité (l'épargne des ménages devrait être davantage investie dans le système productif).

Le problème clef concerne donc le hiatus entre une épargne des ménages abondante mais mal répartie entre les générations et mal employée, et des taux d'investissement net, public ou privé, en berne : comment orienter l'épargne vers les investissements productifs particulièrement requis aujourd'hui tout en réduisant les inégalités de patrimoine intra- et intergénérationnelles, *i.e.* en évitant de générer ou perpétuer une société de vieux héritiers passifs ? Les remèdes proposés ne doivent pas être vus comme un catalogue de mesures disparates : ils doivent au contraire être combinés entre eux, la situation actuelle appelant un programme articulé de réformes pour fournir une solution globale efficace. Ces mesures passent notamment par :

— la mise en place d'un dispositif d'assurance dépendance obligatoire qui permettrait de sécuriser financièrement et rassurer les ménages seniors, les rendant plus enclins à transmettre davantage de leur patrimoine de leur vivant ou à prendre des risques financiers accrus ;

— une augmentation sélective de l'imposition des seuls héritages qui aurait le mérite d'encourager les donations et engrangerait

en même temps des recettes fiscales supplémentaires, qui pourraient être utilisées pour financer des transferts en nature ou en espèce vers les générations plus jeunes (au besoin, sous condition de ressources) ; une telle mesure engendrerait une plus grande justice sociale inter- et intra-générationnelle ;

— la multiplication des statuts d'occupation du logement autres que la propriété pleine et entière, trop onéreuse pour les jeunes ou trop rigide pour les aînés ;

— la suppression des avantages fiscaux (en matière de transmission) sur les nouvelles souscriptions de l'assurance-vie, lorsque les fonds ne sont pas investis dans les entreprises et sur des horizons suffisamment longs permettrait de disposer d'importants capitaux qui pourraient être gérés par des investisseurs à long terme.

Ce cocktail de réformes sociales, fiscales ou financière devrait libérer une part importante de l'épargne des ménages pour le financement de l'économie réelle. Encore faudrait-il que ce financement se fasse dans de bonnes conditions :

— la création d'un label et statut fiscal « investissement de long terme » permettrait de donner un cadre institutionnel et de réguler l'orientation de l'épargne vers les secteurs productifs susceptibles de soutenir l'économie sur des horizons longs ;

— la création d'un fonds souverain à partir d'une épargne retraite obligatoire permettrait de disposer de capitaux importants pour envisager le financement de l'économie à long terme et de rendre notre économie moins dépendante de capitaux étrangers dont le souci d'efficience des placements ne repose pas sur notre seul bénéfice national.

Il s'agirait ainsi de créer un choc de confiance global, macroéconomique, social et financier, en vue d'améliorer les anticipations des épargnants et des entreprises sur leur avenir et celui du pays, alors que les uns et les autres se révèlent aujourd'hui plutôt pessimistes sur les possibilités de croissance de l'économie dans un contexte de chômage massif.

Dans cette perspective, l'État français dispose de deux outils majeurs pour jouer son rôle d'investisseur de très long terme : un outil de financement, grâce à sa capacité à émettre des obligations à très long terme, et une banque publique d'investissement (BPI) pour financer les projets privés.

Depuis 2010, le grand emprunt a permis de mobiliser 57 milliards d'euros pour financer des projets publics. 33 milliards ont été investis dans la recherche dont 22 milliards dans les fameux pôles, projets et programmes d'excellence. 5 milliards ont soutenu des projets publics en lien avec la thématique « Écologie, développement et mobilité durables ». Enfin plus de 14 milliards ont été orientés pour financer principalement les investissements et la modernisation des PME. La Banque publique d'investissement, créé en 2013 grâce à la fusion d'anciennes structures (OSEO, FSI, FSI régions et CDC entreprises), a en charge de proposer des financements aux entreprises. En comparaison des 2 200 milliards de dette publique, l'action récente de l'État en tant qu'investisseur d'avenir peut sembler néanmoins très modeste.

À un niveau européen, les institutions publiques ont aussi un rôle majeur à jouer. La Banque européenne d'investissement a une mission similaire à celle de la BPI. Le Plan Juncker de relance de l'investissement public et privé amorcé en 2015 a permis la mise en place d'un fonds de garantie public doté de 21 milliards d'euros. Ce fonds doit permettre d'encourager des financeurs privés à soutenir des projets privés. En 2017, près de 260 milliards d'euros de financements ont été approuvés. Les financements accordés ont été 12 fois supérieurs à la mise de fonds publics initiale. Ces investissements publics semblent dérisoires en comparaison du PIB européen de 15 000 milliards d'euros et au regard du choc nécessaire au rétablissement de la confiance des ménages et au redressement de l'offre des entreprises (OFCE, 2016). L'émission d'un grand emprunt européen à long terme pourrait renforcer ce plan et soutenir des objectifs plus ambitieux.

Références

Abel A. B., N. G. Mankiw, L. H. Summers et R. J. Zeckhauser, 1989, « Assessing Dynamic Efficiency: Theory and Evidence », *Review of Economic Studies*, Vol. 56, n° 1, pp. 1-19.

Aghion P., 2018, *Welfare: Measure and mismeasure*, invited session, AFSE meeting, Paris.

Aghion P. et C. Antonin, 2017, « Progrès technique et croissance depuis la crise », *Revue de l'OFCE*, n° 153, pp. 63-78.

Aghion P., A. Bergeaud, T. Boppart, P. J. Klenow et H. Li, 2017, « Missing Growth from Creative Destruction », *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*, n° 2017-04.

Aghion P., A. Bergeaud, T. Boppart et S. Bunel, 2018, « Firm Dynamics and Growth Measurement in France », *Banque de France Working Paper*, n° 676.

Aglietta M., R. Arezki, R. Breton, J. Château, J. Fayolle, M. Juillard, C. Lacu, J. Le Cacheux, B. Rzepkowski et V. Touzé, 2002, « A Long-Term Model for the World Economy », in J. Hairault, H. Kempf (Eds.), *Market Imperfections and Macroeconomic Dynamics*, Kluwer Academic Publishers, pp. 51-73.

Aglietta M., J. Chateau, J. Fayolle, M. Juillard, J. Le Cacheux, G. Le Garrec et V. Touzé, 2007, « Pension reforms in Europe: An investigation with a computable OLG world model », *Economic Modelling*, n° 24, pp. 481-505.

Aglietta M. et S. Rigot, 2012, « Investisseurs à long terme, régulation financière et croissance soutenable », *Revue d'économie financière*, Vol. 108, n° 4, pp. 189-200.

Alfaro L., S. Kalemli-Ozcan et V. Volosovych, 2014, « Sovereigns, Upstream Capital Flows and Global Imbalances », *Journal of the European Economic Association*, Vol. 12, n° 5, pp. 1240-1284.

Allais M., 1947, *Économie et intérêt*, Imprimerie Nationale, Paris.

Antonin C. et V. Touzé, 2015, « Fiscalité du capital. Principes, propriétés et enjeux de taxation optimale », *Revue de l'OFCE*, n° 139, pp. 225-266.

Antonin C. et Touzé V., 2017, « Fiscalité du capital des hauts revenus : quel diagnostic, quelles réformes possibles ? », *Débats du LIEPP*, n° 4, pp. 3-9.

Arrondel L., B. Garbinti et A. Masson, 2014, « Inégalités de patrimoine entre générations : les donations aident-elles les jeunes à s'installer ? », *Economie et Statistique*, n° 472-473, pp. 65-100.

Arrondel L. et A. Masson, 2006, « Altruism, Exchange or Indirect Reciprocity: What Do the Data on Family Transfers Show? », in Mercier-Ythier J. et Kolm S. C. (eds.), *Handbook on the Economics of Giving, Reciprocity and Altruism*, North-Holland, Vol. 2, pp. 971-1053.

Arrondel L. et A. Masson, 2016, « Épargne et espérance de vie. Quels produits, quelle fiscalité ? », (bilingue Français-Anglais), *Opinions et Débats*, n° 14, Institut Louis Bachelier.

Arrondel L. et A. Masson, 2017, « Pourquoi la demande d'actions baisse-t-elle pendant les crises ? », *Économie et Statistique*, n° 494-495-496, pp. 167-190.

Askenazy P., 2016, *Tous rentiers ! Pour une autre répartition des richesses*, Paris, Odile Jacob.

Aussilloux V. et E. Espagne, 2017, « Mettre la fiscalité de l'épargne au service d'une croissance durable », *La note d'analyse*, France Stratégie, n° 54.

Bernheim B. D., A. Schleifer et L. H. Summers, 1985, « The Strategic Bequest Motive », *Journal of Political Economy*, Vol. 93, n° 6, pp. 1045-1076.

Blanchet D., A. Bozio et S. Rabaté, 2016, « Quelles options pour réduire la dépendance à la croissance du système de retraite français ? », *Revue Économique*, n° 67, pp. 879-911.

Boisson-Cohen M. et P.-Y. Cusset, 2016, « Jeunesse, vieillissement : quelles politiques ? », *Note d'analyse,* France Stratégie, mars.

Cass D., 1972, « On Capital Overaccumulation in the Aggregative, Neoclassical Model of Economic Growth: A Complete Characterization », *Journal of Economic Theory*, n° 4, pp. 200-203.

Chamley C., 1986, « Optimal Taxation of Capital Income in General Equilibrium with Infinite Lives », *Econometrica*, Vol. 54, n° 3, pp. 607-622.

COR, 2017, *Retraites : perspectives financières jusqu'en 2070*, Quatorzième rapport du Conseil d'orientation des retraites.

D'Albis H. et E. Thibault, 2018, « Ambiguous Life Expectancy and the Demand for Annuities », *Theory and Decision*, n° 85, pp. 303-319.

Diamond P., 1965, « National Debt in a Neoclassical Growth Model », *American Economic Review*, n° 55, pp. 1126-1150.

Driant J.-C., 2009, *Les politiques du logement en France*, La Documentation Française, Paris.

Eggertsson G. et N. Mehrotra, 2014, « A Model of Secular Stagnation », *NBER Working Paper*, n° 20574.

Esping-Andersen G., 1999, *Les trois mondes de l'État-providence*, PUF, Paris.

Forsé M., A. Frénot, G. Lafaye et M. Parodi, 2018, « Pourquoi les inégalités de patrimoine sont-elles mieux tolérées que d'autres ? », *Revue de l'OFCE*, n° 156, pp. 97-122.

Frémeaux N., 2018, *Les nouveau héritiers*, La république des idées, Le Seuil, Paris

Gannon F., G. Le Garrec et V. Touzé, 2016, « Aging, International Capital Flows and Long-Run Convergence », *OFCE Working paper*, n° 9, mars.

Garbinti B., J. Goupille-Lebret et T. Piketty, 2017, « Accounting for Wealth Inequality Dynamics: Methods, Estimates and Simulations for France », *Banque de France Working Paper*, n° 633.

Gollier C., 2013, « Édito », *Les cahiers Louis Bachelier*, n° 8, édition ILB.

Gordon R., 2003, « Deux siècles de croissance économique : l'Europe à la poursuite des États-Unis », *Revue de l'OFCE*, n° 84, pp. 9-45.

Gordon R., 2014, « The Demise of U.S. Economic Growth: Restatement, Rebuttal, and Reflections », *NBER Working Paper*, n° 19895.

Hamayon S., F. Legros. et Y. Pradat, 2016, « Non Gaussian returns and pension funds asset allocation », *Review of Accounting and Finance*, Vol. 15, n° 4, pp. 416-444.

Hansen A., 1939, « Economic progress and declining population growth », *American Economic Review*, Vol. 29, n° 1, pp. 1-15.

INSEE, 2017, *Les conditions de logement en France*.

Kahneman D. et A. Tversky, 1979, « Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk », *Econometrica*, n° 47, pp. 263-291.

Kopczuk W., 2013, « Taxation of Intergenerational Transfers and Wealth », in Auerbach A. *et al.* (eds.), *Handbook on Public Economics*, Amsterdam, Elsevier, n° 5, pp. 329-390.

Kaplow L., 2008, *The Theory of Taxation and Public Economics*, Princeton, Princeton University Press.

Kreps D. M., 1990, *A Course in Microeconomic Theory,* New York, Harvester Wheatsheaf.

Le Cacheux J. et Touzé V., 2003, « Vieillissement et richesse des nations », *Revue de l'OFCE*, n° 86, pp. 231-275.

Lefebvre M. et P. Pestieau, 2017, *L'État-providence. Défense et illustration*, Paris, PUF.

Le Garrec G. et V. Touzé, 2017, « La macroéconomie à l'heure de la stagnation séculaire », *Revue de l'OFCE*, n° 153, pp. 79-104.

Lorenzi, J. et J. Navaux, 2012, « L'utilité des investissements de long terme », *Revue d'économie financière*, Vol. 108, n° 4, pp. 17-36.

Lucas R., 1990, « Why doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? », *American Economic Review*, Vol. 80, n° 2, pp. 92-96.

Masson A., 2015, « Comment justifier une augmentation impopulaire des droits de succession », *Revue de l'OFCE*, n° 139, pp. 267-326.

Masson A., 2016, « Vivre (très) vieux avec les moyens requis : quels produits viagers ? », *Revue d'économie financière*, n° 122, pp. 193-204.

Masson A., 2018, « Les enjeux du patrimoine et de sa transmission dans nos sociétés vieillissantes », *Revue française d'économie*, Vol. XXXIII, n° 2, pp. 179-234.

OFCE, 2016, *Investissement public, capital public et croissance*, sous la direction de X. Ragot et F. Saraceno, Paris, OFCE, 130 pages.

Piketty T., 2013, *Le capital au 21e siècle*, Paris, Le Seuil.

Piketty T., 2015, « Putting Distribution Back at the Center of Economics: Reflections on Capital in the Twenty-First Century », *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 29, n° 1, pp. 67-88.

Piketty T., E. Saez et G. Zucman, 2013, « Rethinking Capital and Wealth Taxation », *Paris School of Economics Working Paper*.

Renoux A., R. Roussel et C. Zaidman, 2014, « Le compte de la dépendance en 2011 et à l'horizon 2060 », *Dossiers Solidarité Santé*, n° 50, Drees.

Roussel R., 2017, « Personnes âgées dépendantes : les dépenses de prise en charge pourraient doubler en parts de PIB d'ici à 2060 », *Études et Résulats*, n° 1032, DRESS.

Samuelson P. A., 1958, « An Exact Consumption-Loan Model of Interest with or without the Contrivance of Money », *Journal of Political Economy*, n° 66, pp. 467-482,

Slama S. et H. Toubon, 2017, « Les organismes d'assurance en France : évolution des placements en 2016 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 214, pp. 23-34.

Solow R., 1956, « A Contribution to the Theory of Economic Growth », *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 70, n° 1, pp. 65-4,

Supiot A., 2015, *La gouvernance par les nombres*, Paris, Fayard.

Wang P., Y. Wen et Xu Zia, 2015, « Two-Way Capital Flow and Global Imbalances », *Economic Journal*, n° 127, pp. 229-269.

Zucman G., 2014, « Taxing Across Borders: Tracking Personal Wealth and Corporate Profits », *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 28, n° 4, pp. 121-148.

ANNEXE 1
Les préférences de l'épargnant à l'égard du risque et de l'incertain (rappels sommaires)

Dans le modèle de cycle de vie standard, à utilité espérée, et sous les hypothèses de marchés du capital parfaits et d'absence de coûts de transaction, d'information complète et d'anticipations rationnelles, les choix de portefeuille peuvent se ramener au choix entre un actif risqué (portefeuille de marché) de rendement espéré α et d'écart-type σ, et un actif sans risque de rendement r. La part p d'actifs risqués dans le patrimoine vaut : $p = (\alpha - r) / \sigma^2\gamma > 0$, où $\gamma (> 0)$ désigne l'aversion relative au risque de l'individu (supposée ici constante). Tout épargnant est actionnaire. Dans une situation plus proche du monde réel, la « prime de risque » ($\alpha - r$) et la volatilité de l'actif risqué (σ) dépendent des anticipations financières propres à l'épargnant, elles-mêmes fonctions de son niveau d'information.

L'introduction d'imperfections ou incomplétudes des marchés – coûts de transaction et d'information, exposition à d'autres risques (revenu, santé, logement), contraintes de liquidité – réduit la part p. La présence d'un risque inévitable ou inassurable sur son revenu du travail, dit *background risk*, conduira l'épargnant à prendre moins de risques sur les marchés financier en diminuant la part investie p (d'autant plus que γ est élevée) : il y a *substitution entre risques* professionnel et financier – supposés ici indépendants (Kimball, 1993). Par ailleurs, la rente viagère fait toujours partie du patrimoine à la retraite.

Dans une perspective dynamique, l'*anticipation* de contraintes futures de liquidité, de crédit ou relatives à l'offre de travail a également un effet négatif sur la prise de risque financier ; *a contrario*, la faculté *ex post* d'augmenter son offre de travail ou d'emprunter en cas de malchance boursière, conduit à prendre davantage de risques financiers *ex ante*. Hors le cadre de l'utilité espérée, le sujet peut aussi manifester une *préférence pour la flexibilité* en vue de se prémunir contre un avenir trop aléatoire (santé fragile par exemple) : il adoptera des stratégies moins performantes mais plus réversibles, gardant suffisamment ouvert l'éventail des possibles et permettant de se retourner en cas d'imprévu (Kreps, 1990).

Les choix de l'épargnant dépendent encore de ses aversions à la perte (Kahneman et Tversky, 1979) et à l'ambiguïté (Ellsberg, 1961).

L'aversion à la perte, au sens large, contribue à expliquer le refus de la rente viagère à la retraite, parce qu'elle magnifie le risque d'investissement à fonds perdus (en cas de mort précoce) ; elle diminue également la demande d'actions.

Dans un environnement incertain au sens de Knight, où les probabilités des événements aléatoires sont elles-mêmes mal connues, l'*aversion à l'ambiguïté*, soit le fait de majorer la survenance des cas défavorables – *better the devil you know that the devil you don't* –, introduit un conflit entre la familiarité recherchée dans des placements mieux connus et la nécessité de diversifier les risques. Elle expliquerait ainsi nombre de paradoxes, notamment l'absence de participation au marché boursier mais aussi le *home bias* (la préférence pour les actions nationales) ou le *own-equity stock puzzle* (l'investissement dans les actions de sa propre entreprise conduisant à cumuler les risques professionnels et financiers). Elle rend compte du faible attrait de la rente viagère par l'aversion à l'ambiguïté du sujet sur ses propres probabilités de survie, dont il n'a qu'une connaissance « statistique » approximative (d'Albis et Thibault, 2018).

ANNEXE 2
Les produits viagers acquis à la retraite : formes traditionnelles et rénovées

Ces produits, gagés sur le logement et permettant de rester à demeure pendant la retraite sont de trois types (§ 3.3) : la vente en viager (occupé), le prêt viager hypothécaire et la vente anticipée occupée (VAO).[26]

La *vente en viager* (occupé) permet de disposer d'un capital (« bouquet ») et éventuellement de rentes (indexées sur l'inflation) tout en restant chez soi jusqu'à son décès ou le départ en institution : le vendeur perd la nue-propriété mais garde l'usufruit. Plus le vendeur vit longtemps, plus il gagne. À sa mort, le bien revient en pleine propriété à l'acheteur. Le viager traditionnel, sur les marchés de gré à gré où l'acheteur est un particulier, pâtit d'une mauvaise réputation et a peu d'avenir : le marché est très déséquilibré avec un acheteur pour près de dix vendeurs – le vendeur propose mais l'acheteur dispose à sa guise dans la manne des biens offerts, préférant les logements à fort potentiel et refusant souvent les bouquets trop importants.

Des tentatives récentes proposent un viager dit « mutualisé », à 100 % bouquet (pas de rentes), où l'acheteur est un institutionnel qui est soumis à certaines règles et peut opérer une double mutualisation, sur le risque de survie et la valeur du logement au décès de l'assuré ; elles connaissent un certain succès. Le senior, lui, ne doit pas vendre trop tôt à la retraite pour éviter une décote DUH (pour droit d'usage et d'habitation) trop importante, due au recours à des tables de mortalité peu favorables au vendeur : cette décote peut ainsi à près de 60 % pour un couple de 75 ans ! Ce produit conviendrait au senior fragilisé, confronté aux coûts du maintien à domicile et aux risques sur sa santé, ou désireux de transmettre plus rapidement le bouquet à ses enfants.

La contraction d'un *prêt viager hypothécaire – reverse mortgage* dans les pays anglo-saxons – permet d'emprunter à la retraite sur son logement en recevant un capital gagé sur la valeur du bien. Au décès, la succession est amputée de la dette accumulée. Sous sa forme tradition-

26. Pour une présentation plus détaillée, qui sort du cadre de cet article, voir Masson (2016 et 2018) et les références contenues dans ces articles.

nelle, ce produit n'a pas davantage d'avenir en raison de son caractère antifamilial et de taux d'intérêt (et de coûts d'entrée) élevés, que la banque justifie par le risque, sur longue période, que la dette cumulée dépasse le montant du logement à la vente. Le *prêt viager dépendance* constituerait en revanche un bon produit. Il ne serait accordé qu'en cas de dépendance dûment constatée : la décision d'emprunter serait prise collectivement par (un conseil de) la famille et l'octroi du prêt devrait suivre rapidement (le prêt serait réversible, les enfants ayant la possibilité de rembourser la dette contractée à la mort du parent). Dans ce cas, l'espérance de vie serait beaucoup plus courte et mieux contrôlée, et le professionnel pourrait proposer des taux d'intérêt beaucoup plus bas.

Proposée récemment par la chaire TDTE, la *vente anticipée occupée* du logement (VAO) permettrait au senior de vendre son logement à un investisseur professionnel qui s'engagerait en contrepartie à le maintenir dans les lieux (pendant 10 ans au moins, période reconductible) moyennant le paiement d'une « redevance » liée au loyer du marché. La décote serait autour de 17 % pour un vendeur de 65 ans (10 % à 85 ans) en zone 1, mais sensiblement plus élevée ailleurs. Ce produit s'adresserait à une clientèle plus jeune que les précédents, typiquement à un ménage aisé, aux revenus (de retraite) élevés et assurés, et qui a encore des projets importants (y compris de transmission anticipée) mais manque de liquidités pour les réaliser.

Au total, ces produits concernent en priorité les couches relativement aisées, propriétaires d'appartements à fort potentiel dans les zones urbaines favorables : or ces ménages ont souvent par ailleurs un patrimoine financier conséquent et peuvent vouloir léguer leur logement ou leur maison de famille à leurs enfants – la transmission de ce bien immobilier spécifique demeurant, d'après les enquêtes d'opinion, une norme prégnante au sein des classes moyennes (Forsé *et al.*, 2018). Un bon nombre d'entre eux risquent donc de ne pas être intéressés… ou d'utiliser le viager ou la VAO pour réaliser de fortes plus-values immobilières. En l'absence d'une étude fine des gisements de clientèle de ces produits, il reste difficile d'augurer en l'état de leurs possibilités de développement à une plus large échelle. En revanche, la mesure *Impher* changerait sensiblement la donne.