

Les conséquences de la crise financière sur la fiscalité de l'épargne : le cas particulier de l'assurance vie

Conférence n°2

Ont participé à la conférence :

Frédéric BONNEVAY, Président d'Anthera Partners, Expert Associé auprès de l'Institut Montaigne, Ancien enseignant en Micro Économie appliquée à l'analyse des politiques publiques à Science Po, Ancien enseignant d'économétrie à l'ENSAE, Membre du Cercle des Fiscalistes

Jean-Yves MERCIER, Avocat Associé et Responsable de l'équipe de doctrine fiscale de CMS Bureau Francis Lefebvre, Ancien Président de l'Institut des avocats conseils fiscaux, Président d'Honneur de l'Association des Avocats Conseils d'Entreprises (ACE), Membre du Cercle des Fiscalistes

Philippe BRUNEAU, Président du Cercle des Fiscalistes, Chargé d'enseignement à HEC

Emmanuel TASSIN, Membre de l'Institut des Actuaires et du Syndicat des Actuaires, Directeur Associé chez FIXAGE, Vice Président de l'Institut des Actuaires, Représentant Français au sein du Comité de la section Actuaire Conseil de l'AAI

La conférence a été animée par Anne LAVAUD, Rédactrice en Chef de l'Argus de l'Assurance

Anne LAVAUD

Je vous souhaite la bienvenue à cette deuxième conférence organisée dans le cadre de la 17^{ème} édition de Patrimonia. Son thème est d'actualité, puisqu'elle porte sur les conséquences de la crise financière sur la fiscalité de l'épargne, et notamment de l'assurance vie. Depuis hier, il est clair que le gouvernement a pour objectif de trouver de l'argent. Pour cela, il n'a d'autre solution que de réduire ses dépenses et d'accroître ses recettes.

Pour débattre de ces problématiques, j'ai le plaisir d'accueillir :

- Frédéric Bonnevay, Président d'Anthera Partners, Expert Associé auprès de l'Institut Montaigne, Ancien enseignant en Micro Économie appliquée à l'analyse des politiques publiques à Science Po, Ancien enseignant d'économétrie à l'ENSAE, Membre du Cercle des Fiscalistes ;
- Jean-Yves Mercier, Avocat Associé et Responsable de l'équipe de doctrine fiscale de CMS Bureau Francis Lefebvre, Ancien Président de l'Institut des avocats conseils fiscaux, Président d'Honneur de l'Association des Avocats Conseils d'Entreprises (ACE), Membre du Cercle des Fiscalistes ;
- Philippe Bruneau, Président du Cercle des Fiscalistes, Chargé d'enseignement à HEC ;

- Emmanuel Tassin, Membre de l'Institut des Actuaire et du Syndicat des Actuaire, Directeur Associé chez FIXAGE, Vice Président de l'Institut des Actuaire, Représentant Français au sein du Comité de la section Actuaire Conseil de l'AAI.

Après la guerre, la France a connu les 30 Glorieuses, avant de connaître, par la suite, les « 30 Piteuses ». Comment les 30 prochaines années pourraient-elles être qualifiées, si tant est que nous soyons à l'aube d'un nouveau cycle de trente ans ? Frédéric Bonnevey, *quid* des conséquences de la crise économique et budgétaire, annonçant, sans aucun doute, un bouleversement de la fiscalité ?

I. Conséquences de la crise économique et budgétaire

Frédéric BONNEVAY

La crise financière n'est, à l'évidence, pas terminée. Son origine la plus couramment citée est la crise des *subprimes*. Ces titres hypothécaires, généralement américains, ont été, du fait d'une titrisation un peu abusive, « logés » dans les bilans bancaires, ensuite fortement dépréciés. Cela a emporté un assèchement du crédit, qui portait la consommation et soutenait les prix d'actifs.

Dès lors, la richesse des transactions a disparu, sous l'effet d'un séisme qui, après avoir affecté le marché bancaire, a impacté les entreprises privées et les ménages, souvent très fortement endettés au sein des pays de l'OCDE. La demande s'affaissant, les autorités, en 2008, n'ont eu d'autre choix que d'intervenir. A l'issue du G20 de Londres et dès la faillite de Lehmann Brothers aux Etats-Unis, les autorités ont tout fait pour éviter la catastrophe. Leur intervention a pris deux formes :

- la mise en œuvre d'une politique fiscale expansionniste, affectant les ménages et les entreprises ;
- la conduite de politiques monétaires d'une agressivité inédite, marquées par des taux directeurs ramenés à leur niveau historique le plus bas et des initiatives « non conventionnelles » venant en soutien des actifs et des produits obligataires.

En parallèle, ont été engagées des tentatives de recapitalisation bancaire, d'abord aux Etats-Unis, puis, un an plus tard, dans le reste du monde, afin de donner un second souffle au marché du crédit.

Ces deux types de politiques ont produit, très rapidement, les effets escomptés, emportant :

- une reprise des exportations en Allemagne ;
- une croissance de la demande intérieure au sein des marchés émergents ;
- le retour des prix d'actifs au plus haut.

Cela étant, les modalités de la sortie de crise envisagée étaient-elles réellement soutenables ? L'évolution du climat des affaires, depuis les crises grecques, espagnoles et portugaises, nous pousse à répondre à cette question par la négative.

Les mécanismes mis en place par les autorités, de fait, n'étaient pas en rapport avec les ressources mises à leur disposition. Les capitaux drainés et injectés sont progressivement devenus inefficaces.

L'action unilatérale et massive des gouvernements, en dépit de sa réussite initiale, s'est donc essoufflée, du fait :

- de finances publiques fragiles ;
- de l'anticipation, par les ménages, d'une augmentation du poids de la fiscalité.

Cette année ainsi, le taux d'épargne préventive a atteint le taux record de 17 %, ce qui amoindrit la résonance des politiques mises en place. De surcroît, le financement des interventions étatiques a reposé sur la dette. Or les états de l'OCDE ont émis, dans le même temps, du « papier » sur des maturités équivalentes, sans que cela s'accompagne d'une élasticité suffisante de la demande. Ainsi, une compétition fratricide s'est engagée entre les émetteurs, pour des ressources structurellement limitées.

Ces différentes évolutions ont emporté :

- une hausse des taux souverains ;
- une croissance des coûts de financement des intérêts liés aux dettes souveraines.

Sans l'intervention conjointe de l'Union Européenne et du FMI, certains états n'auraient pas évité la faillite.

Malheureusement, le pire est à venir. Si la résurgence de la crise sera moins brutale, les tensions associées seront plus vives et plus durables. Aujourd'hui en effet, les Etats n'ont d'autre choix que d'assainir leurs finances, en réduisant leurs dépenses et en augmentant les impôts. Le caractère simultané des initiatives publiques a de quoi effrayer. Dorénavant, en Europe en tout cas, aucun relai de croissance ne se présente. En outre, l'Allemagne, principale bénéficiaire de la monnaie unique *via* ses exportations, ne semble pas accepter la réduction de ses excédents commerciaux et l'apport d'un soutien à ses partenaires. La course de vitesse dans laquelle nos gouvernements sont engagés semble donc perdue. La fenêtre de tir se ferme et le risque de rechute est tangible.

Les conséquences de la crise pour l'industrie de la gestion sont très lourdes. Le scénario qui se dessine aujourd'hui est clair. Vous avez évoqué, Anne, l'ouverture d'un nouveau cycle trentenaire. Selon moi, nous sommes devant les 30 Incertaines. Nous devrions traverser sept années de vache maigre, après sept années de vache « très grasse ». C'est un véritable changement de régime dont il est question. Le mythe de la croissance élevée et élastique, portée par un coût de financement extrêmement faible, est totalement révolu. Se profilent aujourd'hui les spectres d'une reprise hésitante et partielle et d'une croissance durablement molle.

Le levier budgétaire, au cours des deux dernières années, a fonctionné à plein régime. De fait, il n'y a plus rien à attendre des Etats. La politique attentiste, qui a fait loi en France durant un certain temps, est arrivée à son terme. C'est maintenant vers le levier monétaire qu'il faut tourner nos regards. La BCE doit en prendre acte en acceptant de financer davantage l'action des Etats, à travers l'accroissement de la base monétaire.

Quoi qu'il en soit, il nous faut nous préparer à des lendemains douloureux et à une recomposition totale du marché de la gestion, tant sur la forme que sur le fond. Aujourd'hui en effet, les produits proposés par la plupart des intermédiaires sont essentiellement assis sur les taux. Or ce marché perd le « rôle pilote » qui était le sien. En outre, le paysage, en matière d'allocation d'actifs, a profondément évolué.

Les opportunités sont nombreuses, notamment dans le domaine des changes. En effet, de plus en plus de banques centrales adoptent des politiques de dévaluation compétitive. Les opportunités sont également très intéressantes :

- en matière obligataire, pour les émetteurs les plus solvables et les plus insolubles ;
- dans le secteur des matières premières.

Dans le domaine des actions et du *private equity*, les sociétés dont les objectifs et les plans de financement seront les plus fortement ancrés dans le long terme sortiront largement bénéficiaires.

Que retenir de tout cela ? La crise a été violente, brusque et inattendue, emportant une hausse de la pression fiscale et des coûts de financement du secteur privé. La reprise est lente et sera durablement faible. Enfin, le paysage de l'allocation d'actifs a profondément évolué, exigeant la création de nouveaux produits.

II. Vers une réforme fiscale

Anne LAVAUD

Philippe Bruneau, partagez-vous cette analyse ? Notre système fiscal va-t-il encore dans le sens de l'intérêt général ? Quel est le coût, pour la France, des délocalisations fiscales ?

Philippe BRUNEAU

Malheureusement, je rejoins pleinement le propos de Frédéric Bonneval. Au cours de l'hiver dernier, la priorité était accordée à la relance. Or la crise grecque a totalement bouleversé les priorités. Ainsi, il convient désormais de trouver un compromis entre le ralentissement des dérives budgétaires des 25 ou 30 dernières années et la relance de la croissance.

Le budget 2011, présenté hier, vise le maintien des conditions de la croissance, tout en essayant de rassurer les créanciers, à savoir les marchés. C'est la raison pour laquelle le gouvernement a envoyé des messages « subliminaux » à ces derniers, évoquant la réduction des dépenses, à travers la réforme des retraites ou la suppression des niches fiscales.

Le problème, c'est que la politique annoncée n'emportera qu'une réduction de 2 % du déficit. Après, il s'agira de :

- recréer les conditions de réalisation d'un excédent budgétaire, inédit depuis 25 ans ;
- purger les dettes emmagasinées au cours des 25 ou 30 dernières années.

Cela ne pourra se faire qu'à travers une véritable réforme fiscale. Puisque des échéances politiques se profilent, le gouvernement commence par ponctionner les contribuables les plus aisés. N'ayez toutefois aucune illusion sur le sujet : une réforme fiscale de grande ampleur ne manquera pas d'être engagée dans les mois suivant les prochaines élections présidentielles.

Quid des tenants de cette réforme fiscale ?

Classiquement, un bon système fiscal repose sur un triptyque. Il doit être efficace, équitable et lisible. Actuellement pourtant, notre système fiscal dévalorise le travail, l'égalité des chances et le mérite. En un mot, il est absurde et incohérent, ne connaissant, parfois, que de légères retouches.

Au-delà des discours politiques ou des professions de foi, la fiscalité est l'une des meilleures grilles de lecture de la manière dont une société appréhende la justice sociale.

- L'impôt sur le revenu est un « gruyère », assurant 20 % des recettes de l'Etat, reposant sur des assiettes étroites et s'assortissant de taux élevés. Il est marqué par de très nombreuses exonérations, les niches fiscales représentant 75 milliards d'euros.
- L'ISF, selon moi, n'est pas un impôt. En effet, un impôt est supposé apporter des recettes aux caisses de l'Etat. Or sa rentabilité nette est négative. Il ne s'agit donc plus d'un impôt mais d'une « punition » que nombre de Français infligent chaque année à 500 000 d'entre eux.
- Les droits de succession, peu rentables, posent un véritable problème de lien social. Leur quasi-disparition, qui est une grave erreur, fait qu'un euro hérité est actuellement trois fois moins imposé que ne l'est un euro gagné par le travail. C'est paradoxal, alors que le Président de la République se targue de revaloriser le travail.

En un mot, notre système fiscal est un millefeuille, constitué par une superposition de réformes. Il n'offre aucune cohérence d'ensemble.

La réforme fiscale, à mon sens, devrait emporter la création d'une assiette plus large et la fixation de taux plus limités. Bien évidemment, tout le monde pense à la fusion de l'impôt sur le revenu et de la CSG, sans oser entrer dans les détails. La suppression de l'ISF est également une nécessité. Celle du bouclier fiscal est inscrite dans le marbre, parce que ce mécanisme serait, en période de hausse des taux, politiquement insoutenable. Il convient également de replacer les droits de succession à un niveau « normal », pour créer une société dynamique et équitable.

Quelles vont être les conséquences de la crise sur nos métiers ? La crise marque la fin d'une époque, qui a débuté en 1979 lorsque Paul Volker a commencé à baisser les taux américains. S'est alors ouverte une période de 30 ans, marquée par une forte baisse de l'inflation, une baisse des taux plus modérée et une très légère érosion des mécanismes d'assurance vie.

Qu'en sera-t-il demain ? Nous risquons d'entrer dans une période marquée par une rentabilité brute des patrimoines négative. Pendant 30 ans, nous avons connu des taux d'intérêts très largement positifs. Lorsque j'ai débuté ma carrière, les SICAV monétaires étaient rémunérées à 8 %, alors que l'inflation était de l'ordre de 4 %. Le Président de la République, d'ailleurs, appelait cela « *s'enrichir en dormant* ».

Actuellement, les rentabilités brutes sont faibles et les marchés financiers hésitants. La hausse de la pression fiscale est inéluctable. De même, les taux d'intérêt ne vont pas manquer de remonter, ce qui devrait poser un problème aux fonds en euro. L'inflation finira par réapparaître à moyen terme.

En conséquence, nous sommes peut-être à l'aube d'une période qui sera marquée par des taux de rentabilité du patrimoine durablement négatifs. Les fondamentaux sur lesquels nous travaillons depuis des décennies vont changer. En matière de conseil et de produits, nous devons donc nous adapter pour répondre aux besoins et aux objectifs de nos clients.

Anne LAVAUD

Je vous remercie. Quel est le coût, pour la France, des délocalisations fiscales ?

Philippe BRUNEAU

Il est toujours très difficile d'obtenir, en la matière, des chiffres exacts. Entre 1997 et 2008, de 6 000 à 7 000 personnes ont quitté la France pour des raisons fiscales. La valeur du patrimoine délocalisé est comprise entre 150 et 200 milliards d'euros. Or les personnes évoquées rapportent généralement à l'Etat des recettes annuelles représentant 5 % de leur patrimoine. De fait, les sommes en jeu sont largement supérieures aux recettes générées par l'ISF, qui s'établissent à 3,5 milliards d'euros.

Depuis le début de l'année, le mouvement des délocalisations fiscales vers la Suisse s'est accéléré. Cette dernière n'appartient pas à la zone Euro, n'a aucun problème de finances publiques et connaît une stabilité publique légendaire. Aussi devrait-elle devenir la plateforme des grosses fortunes des pays de l'OCDE.

Anne LAVAUD

L'accélération des délocalisations évoquées affecte-t-elle des patrimoines moins importants que par le passé ?

Philippe BRUNEAU

Oui. Les délocalisations se sont « démocratisées ».

Jean-Yves MERCIER

En 2007 et 2008, nous avons réussi à retenir un certain nombre de contribuables tentés par la délocalisation. Ce n'est plus le cas aujourd'hui, au gré des attaques incessantes sur le bouclier fiscal. A mon sens, la Suisse a, en matière d'accueil de grosses fortunes, un bel avenir.

III. La réforme fiscale et l'assurance vie

Anne LAVAUD

Avez-vous le sentiment que les mesures fiscales relatives à l'assurance vie manquent de cohérence ?

Jean-Yves MERCIER

L'essentiel de l'effort que le gouvernement appelle de ses vœux en cet automne repose sur les épargnants. D'aucuns se plaignent d'un manque d'imposition de l'épargne et d'une imposition du

travail trop forte. Or ce sont souvent les mêmes personnes qui travaillent et épargnent. Comment se sortir de cette équation difficile ? Parfois ainsi, la fiscalité « marche sur la tête » simplement parce qu'elle ne peut pas faire autrement.

Suite aux annonces gouvernementales, devraient progresser :

- le taux du prélèvement forfaitaire libérateur sur les revenus mobiliers ;
- le taux d'imposition des plus-values.

Le gouvernement entend également s'attaquer au compartiment en euro des contrats multi-supports. Cette mesure signe-t-elle la mort des contrats d'assurance vie ? Non En effet, elle n'affecte que les intérêts servis sur le fond Euro. Or les perspectives de rémunération de ce dernier ne sont guères prometteuses. Aussi les détenteurs de ces contrats devraient-ils s'orienter davantage vers les unités de compte. De surcroît, cette imposition intérimaire annuelle des intérêts servis sur les fonds Euro n'est qu'une forme d'anticipation d'une imposition qui sera, un jour ou l'autre, mise en place au dénouement des contrats.

Cela étant, cette imposition intérimaire pose trois problèmes aux fiscalistes. Premièrement, elle peut frapper des contrats dits « perdants ». Or le principe d'appréciation des capacités contributives à partir du revenu s'oppose au prélèvement de la moindre imposition lorsqu'un contrat est déficitaire. Néanmoins, les assureurs semblent s'en accommoder.

Si l'accumulation des intérêts des prélèvements sociaux vient à dépasser le produit final du contrat (au moment du rachat ou du décès) deuxièmement, le fisc remboursera la fraction des prélèvements sociaux ayant excédé la base finale du produit. Ce remboursement, toutefois, ne s'assortira d'aucune indemnisation du prix du temps. Or tout préjudice doit être intégralement compensé.

Troisièmement, un contrat purement établi en Euro supporte des prélèvements sociaux au fil de l'eau, de manière définitive. L'année du dénouement ou du décès, il ne reste plus qu'à calculer les prélèvements sur une partie de l'année. Le détenteur est donc imposé chaque année au taux en vigueur. Dans le futur système, le fisc percevra un prélèvement additionnel, calculé au taux en vigueur au moment du dénouement, si le contrat est plus « gagnant » que la somme des intérêts inscrits au compte. Si le contrat n'est pas autant « gagnant » que les intérêts inscrits au compte, les excédents de prélèvements ne seront pas remboursés au taux en vigueur au moment du dénouement, mais pour ce qu'ils ont été. Autrement dit, le contrat supportera *in fine* le taux en vigueur au moment de son dénouement, taux qui pourrait, selon quelques prévisions, être largement supérieur à ce qu'il est aujourd'hui.

Anne LAVAUD

Cette imposition intérimaire, de fait, n'est-elle pas anticonstitutionnelle ?

Jean-Yves MERCIER

Le Conseil Constitutionnel, largement interrogé ces temps-ci grâce à la nouvelle procédure dite de question prioritaire de constitutionnalité, n'a pas donné satisfaction aux fiscalistes, car il parvient toujours à justifier une discrimination. Il suffit que le législateur ait voulu atteindre un objectif et

que les moyens associés soient rationnels pour que la mesure soit considérée comme « *étant de bonne inspiration et ne souffrant pas la contestation* ».

Enfin, mes deuxième et troisième objections pourraient faire réfléchir le gouvernement. Globalement au-delà, le Conseil Constitutionnel évite de censurer les gouvernements, ne voulant pas donner l'impression d'influer sur le jeu politique.

Anne LAVAUD

Ne risquons-nous pas de voir arriver des classes actions à la française ?

Jean-Yves MERCIER

Nous pourrions voir apparaître une QPC, suite à la mise en œuvre du système. Il faudra toutefois attendre un ou deux ans pour cela.

IV. Impacts des nouvelles normes sur l'assurance vie

Anne LAVAUD

Avec la crise est apparue une nouvelle réglementation, avec l'instauration de normes auxquelles les banquiers et les assureurs doivent se soumettre, à savoir BAL3 et Solvabilité 2. Ces nouvelles directives européennes, et notamment Solvabilité 2, vont-elles modifier la nature des contrats d'assurance, et notamment des contrats d'assurance vie ?

Emmanuel TASSIN

Le succès des contrats d'assurance vie repose aujourd'hui sur trois piliers :

- la fiscalité ;
- la réglementation ;
- la confiance.

Comme les précédents exposés l'ont montré, la fiscalité devrait fortement évoluer. Il ne s'agit toutefois pas d'une nouveauté, puisque les précédentes décennies ont connu la mise en place de la CRDS en 1996 ou l'instauration de la CSG. La réforme de 1998, de même, avait emporté la suppression de l'exonération « après 8 ans ». A chaque fois, le marché a su résister et le succès de l'assurance vie est toujours une réalité.

Par ailleurs, la crise est essentiellement bancaire. Paradoxalement pourtant, les hommes politiques cherchent à se défaire de leurs responsabilités, en montrant du doigt les banquiers, mais également les assureurs, qui n'ont joué aucun rôle dans ce domaine. Aussi entendent-ils accroître les exigences réglementaires, à travers, par exemple, l'augmentation des besoins en capitaux. Solvabilité 2 risque de faire croître ces derniers et il va être demandé aux assureurs de faire

progresser leurs fonds propres, alors que ces derniers sont très chers et que la rentabilité des produits est très faible.

Les contrats d'assurance vie ont rencontré, en France, un succès indéniable. L'une des raisons de ce dernier est née de la réglementation française en la matière, qui date des lois de 1938 et des décrets afférents de 1939. Le mécanisme associé, inédit dans le monde, permet d'avoir des fonds en euro et a fait ses preuves, surmontant chaque grande crise (choc pétrolier de 1973, crise de 1994 etc.). Ainsi, les fonds en Euro représentent aujourd'hui 1 200 milliards d'euros. Le marché de l'assurance vie, de fait, est exemplaire, en matière de gouvernance, de rentabilité, de performance et de solvabilité.

Les motivations des réformes à venir sont à la fois complexes et techniques. L'une d'elles réside dans la baisse des rendements. Depuis 1982, année marquée par une inflation comprise entre 15 et 17 % et des OAT au même niveau, les taux n'ont fait que diminuer. Or la mécanique du dispositif présenté ne fonctionne que lorsque les taux baissent. Aussi les fonds en euro ont-ils toujours servi des taux nettement supérieurs à l'inflation et aux OAT. Néanmoins, d'aucuns se demandent si cela va durer. Depuis longtemps, la fin des fonds en euros est annoncée. Pour autant, ces derniers sont toujours présents, n'ont connu aucune faillite et demeurent un succès.

La nouvelle réglementation Solvabilité 2, sans aucun lien avec la crise selon moi, va entièrement modifier l'environnement réglementaire dans lequel les assureurs évoluent. De la même manière, l'application des normes IFRS 4 Phase 2 va favoriser l'émergence d'acteurs à deux vitesses :

- les sociétés cotées publiant des comptes établis selon les normes IFRS ;
- les sociétés ayant un modèle mutualiste.

En outre, la disparition de l'ACAM dans la nouvelle ACP va bouleverser les choses, de même que la nouvelle réglementation sur les taux garantis.

Enfin, Solvabilité 2 ne va pas manquer de changer la donne. Cela étant, les modalités de ce bouleversement ne sont pas encore connues.

Anne LAVAUD

Les assureurs suisses, à travers le dispositif SST, sont déjà passés sous un système très proche de Solvabilité 2. Quels enseignements tirez-vous de cet exemple ?

Emmanuel TASSIN

Le contexte est différent, puisque la Suisse ne dispose pas du produit d'assurance vie en euro à la française que j'ai évoqué précédemment. Les résultats suisses, de fait, ne seront pas comparables aux résultats français. Les Suisses disposaient déjà d'actifs à valeur de marché, alors qu'en France, tout repose sur des actifs comptabilisés à leur valeur historique. Quoi qu'il en soit à l'avenir, ces derniers ne seront plus inscrits dans les bilans réglementaires des différents acteurs. De fait, l'un des piliers du mécanisme dit des fonds en euro va exploser. Cela étant, nul n'en connaît les modalités ou les conséquences.

Au-delà, la baisse des taux constitue peut-être la vraie menace qui plane sur les fonds en euro. Il y a une dizaine de jours, a été émise une OAT 10 ans à 2,42 %. Les assureurs, sur la base d'une marge comprise entre 0,6 et 0,8 %, ne pourront donc pas verser des taux supérieurs à 1,8 % durablement.

Le marché français, de plus, abrite beaucoup de liquidités. Le gouvernement, pour sa part, essaie de relancer la consommation, tout en couvrant ses dettes abyssales. Aussi entend-il demander aux compagnies d'assurance de souscrire ses OAT.

Quoi qu'il en soit, le produit en euro est très fortement menacé et nul n'est en capacité de préciser ce qui va advenir. Cela étant, ont été identifiées des « pistes » de substitution. L'une d'elles renvoie aux retraites. A l'occasion de la précédente réforme, une vaste campagne de publicité institutionnelle sur les PERP avait été engagée. Nombre de compagnies d'assurance entendent profiter du débat institutionnel pour proposer des produits en unités de compte, dont le panel est très vaste.

En conclusion enfin, il m'apparaît nécessaire de ne pas se départir d'une certaine dose d'optimisme. Si la nouvelle réglementation va bouleverser un certain nombre de choses, elle va s'accompagner de nouvelles opportunités. En effet, le besoin d'épargne financière, notamment en vue de la retraite, est considérable.

Philippe BRUNEAU

Vous avez indiqué que la baisse des taux constituait un risque pour les fonds en euro. Ce risque, toutefois, est assimilable à un « atterrissage en douceur ». A l'inverse, que se passerait-il en cas de forte hausse des taux ?

Emmanuel TASSIN

Ce serait le scénario catastrophe. Les assureurs ont des actifs valorisés en valeur comptable. Actuellement, ils achètent des obligations qui ne rapportent pas grand-chose. Si les taux progressaient brusquement, ils se retrouveraient avec des actifs en forte moins-value latente. Si, dans le même temps, tous les assurés s'engageaient dans une démarche de rachat, le système ferait faillite. Toutefois, nombreux sont les mécanismes de protection.

Philippe BRUNEAU

Quels sont-ils ?

Emmanuel TASSIN

En 1994, les taux à long terme avaient progressé de 300 points de base, sans que cela ait le moindre impact sur le système. Au-delà, les assureurs ont mis en place des systèmes de gestion actif / passif performants. Ils ont également diversifié leurs placements. De surcroît, l'ACP peut, à tout moment, interdire à un ou à tous les acteurs de procéder à des rachats. Cela étant, j'espère que ce ne sera pas nécessaire. Enfin, je ne crois pas à la survenue d'un scénario catastrophe.

Philippe BRUNEAU

Dans le pire des scénarii, des personnes pourraient voir leur épargne bloquée ou restituée au fil de l'eau. Or le stock associé représente aujourd'hui plus de 1 000 milliards d'euros.

Emmanuel TASSIN

Ce scénario est purement théorique et j'espère qu'il le restera.

V. Débats avec la salle**Anne LAVAUD**

La période actuelle est-elle propice, selon vous, au lancement de nouveaux produits ?

Frédéric BONNEVAY

Oui. Le changement de conjoncture massif auquel nous devrions prochainement assister, va nécessairement appeler la création de nouvelles gammes de produits. Cela étant, les stratégies d'allocation resteront les mêmes, mais leur « habillage » et leur place dans les patrimoines changeront.

Emmanuel TASSIN

Solvabilité 2 laisse planer un certain nombre d'incertitudes, ce qui ne va pas dans le sens du lancement de nouveaux produits. A mon sens, les acteurs sont, à date, incapables de se projeter.

Frédéric BONNEVAY

Bien évidemment, il ne s'agit pas de trouver une réponse définitive, mais de rechercher les nouveaux types de structures qui sauront tirer partie des changements actuels.

Un intervenant

Vous avez fait état d'un scénario catastrophe, qui se caractériserait par une hausse des taux combinée à un mouvement de rachat. Dans le même temps, les Etats ont besoin d'argent. *Quid* des personnes ayant épargné toute leur vie et ayant besoin de revenus ? Ne risquons-nous pas d'assister à un vaste mouvement de décollecte ?

Frédéric BONNEVAY

Oui. Cela devrait emporter une pénurie des capitaux sur les marchés et, par extension, un renchérissement des coûts de financement.

Anne LAVAUD

Selon une étude réalisée par la FFSA, 56 % des détenteurs de produits d'assurance vie ont pour objectif de préparer leur retraite. D'autres produits sont-ils plus adaptés à leurs besoins ?

Emmanuel TASSIN

Les Américains se sont aperçus que leurs fonds de pension avaient pour vocation, à terme, de financer des retraites et qu'ils devraient, en conséquence, insuffler un mouvement de décollecte. En conséquence, l'arrêt de la collecte a suscité une baisse de la bourse.

Quoi qu'il en soit, les publicités institutionnelles sur la réforme des retraites de cette année et celle qui ne devrait pas manquer de survenir en 2013 et 2014 devraient inciter les clients à se tourner vers des mécanismes de retraite fondés sur le modèle allemand et qui, du fait de Solvabilité 2, devraient être plus sécurisés que ne le sont les dispositifs actuels.

Un intervenant

Ne sommes-nous pas au début d'un vaste problème démographique ?

Frédéric BONNEVAY

Oui. Comme l'ont démontré plusieurs études publiées cette année, les politiques liées aux taux d'intérêt sont en partie dictées par des problématiques démographiques. Les pays de l'OCDE vont devoir faire face à un vieillissement de leur population. Les systèmes de pension ont « versé » une forme de dividende démographique. Aujourd'hui, il est indispensable de trouver « une porte de sortie ». Existente trois façons de financer le système :

- lever de la dette, ce qui est totalement exclu ;
- réduire les bénéfices distribués, ce qui est politiquement très difficile ;
- accroître la collecte, à travers des taux plus élevés ou des durées de cotisation étendues.

A mon sens enfin, les mesures de ces dernières semaines constituent un premier pas dans la bonne direction.

Jean-Yves MERCIER

La remontée des taux d'intérêt constituerait une incitation à la collecte et, par extension, un moyen de concourir à un meilleur équilibre des finances publiques. En effet, plus les taux d'intérêt augmentent et plus les taux d'imposition grevant les revenus progressent.

Frédéric BONNEVAY

Certes. Néanmoins, ce mouvement impacterait les coûts de financement de l'Etat.

Un intervenant

Il y a un ou deux ans à cette même tribune, l'un des intervenants soulignait que le système américain empêchait presque toute délocalisation fiscale. Quels sont les obstacles, en France ou dans les pays européens, à la mise en place de ce type de dispositif ?

Jean-Yves MERCIER

Si les Etats-Unis parviennent à conserver ce système d'imposition mondiale de leurs citoyens, où qu'ils résident, c'est parce qu'ils attribuent aux conventions fiscales signées avec leurs partenaires une valeur inférieure à leurs textes. De fait, ils bafouent, d'une certaine manière, les conventions fiscales locales. La France, dans sa Constitution, accorde le pas aux conventions fiscales sur ses lois et ses décrets.

Anne LAVAUD

En conséquence, le cas des Etats-Unis est totalement singulier.

Jean-Yves MERCIER

Absolument.

Frédéric BONNEVAY

Je distingue deux types d'impôts :

- les impôts destinés à générer des recettes et à financer l'action publique ;
- les impôts dont l'objectif est de réaligner les intérêts particuliers sur l'intérêt général.

Selon moi, rien ne s'oppose à la création d'impôts de cette deuxième nature au plan mondial.

Un intervenant

Pendant une dizaine d'années, les délocalisations fiscales ne concernaient que 600 à 700 personnes par an. Cette année, leur nombre devrait dépasser le millier. Au-delà, les Français qui s'expatrient en Suisse ne le font plus pour échapper à l'ISF. Ces délocalisations sont le fait de chefs d'entreprise désireux de vendre leur société.

Par ailleurs, l'ISF représente environ 3 milliards d'euros par an, dont 700 millions d'euros rendus par le truchement du bouclier fiscal et des interventions dans les PME. La TVA associée aux droits de succession pour sa part représentait 10 milliards d'euros.

L'annexe de la loi TEPA a fait passer les crédits d'impôts sur les intérêts d'emprunts de 40 à 0 %, sans parler des clauses bénéficiaires démembrées ou des donations. Pour résumer, plus rien ne rentre dans les caisses de l'Etat.

Selon vous, notre législateur va-t-il enfin décider de supprimer l'ISF, la loi TEPA et le bouclier fiscal ?

Philippe BRUNEAU

L'ISF est un « totem » devant lequel on se prosterne une fois par an. Chacun sait qu'il n'a aucune valeur. Plutôt que de le supprimer, notre Président a préféré le vider de sa substance. Malheureusement, le remède est presque pire que le mal.

Le bouclier fiscal, créé par Dominique de Villepin, avait pour objectifs de protéger la propriété privée et de fermer les vannes des délocalisations, en période de baisse des impôts. Il n'est pas concevable de le maintenir lorsque la pression fiscale s'accroît. Je le vois mal disparaître sans qu'il en aille de même de l'ISF, qui est son corolaire.

Par ailleurs, j'ai participé à des débats avec des hommes politiques de droite et de gauche. Tous sont favorables à sa suppression et à son remplacement par une tranche marginale d'imposition « supérieure ».

Dans une société libérale enfin, des droits de succession doivent impérativement être prélevés. En effet, lorsque ce n'est pas le cas, la société est conservatrice.

Anne LAVAUD

Ces évolutions pourraient-elles être engagées avant les élections ?

Philippe BRUNEAU

Je ne le crois pas. En effet, la fusion entre l'impôt sur le revenu et la CSG touchera beaucoup trop fortement les classes moyennes pour être engagée avant des élections. Pour que ce soit le cas, il faudrait vraiment que les marchés exercent une pression très forte sur le gouvernement.

Jean-Yves MERCIER

Je commencerai à croire à la disparition de l'ISF le jour où cette mesure sera inscrite dans le programme d'un candidat à l'élection présidentielle qui sera élu. Hier, le Conseil Constitutionnel a rendu une décision justifiant l'absence d'application d'un système de quotient familial, sur l'ISF. En effet, il considère, alors qu'il a prétendu l'inverse à de nombreuses reprises par le passé, que l'ISF n'est pas un impôt sur le revenu.

Il reste néanmoins un espoir. L'objectif serait de faire dire aux juges constitutionnels ou à la Cour de Cassation que l'ISF, puisqu'il frappe la capacité contributive conférée par les revenus du patrimoine y étant soumis, comporte un plafonnement naturel constitué par ces derniers. Si l'on y parvenait, il n'y aurait plus d'ISF.

Anne LAVAUD

Les différentes interventions appellent-elles de nouvelles questions ? Puisque ce n'est pas le cas, je vous remercie pour votre participation.