
LES CAHIERS DU CENTRE

Numéro 28

- Actualités -

2015

Août

QUELS FLUX D'ÉPARGNE LONGUE DEMAIN ?

Q. : Pourquoi une telle interrogation ouverte au sein de GENERATIONS E.R.I.C. ?

R. : Notre crédo, c'est qu'il faut mettre en place une retraite par capitalisation en complément de la répartition qui va perdurer, cette dernière constituant un poids prédominant. La retraite par répartition est un socle important à préserver. La retraite par capitalisation n'est donc, selon nous, qu'un complément qui, d'ailleurs, doit être en totale cohérence juridique avec le dispositif de base : une rémunération différée. C'est d'ailleurs le cas avec le dispositif de la RDR¹ conçu par Maître Serizay de Capstan et sur lequel nous travaillons avec lui depuis plus d'un an pour une application opérationnelle. En conjuguant les deux régimes, nous devrions obtenir un système de retraite bien mutualisé aux plans économique et démographique. La répartition, ce sont des droits futurs, fondés sur la croissance à terme ; la capitalisation, ce sont des droits constitués immédiatement sur la croissance actuelle. Dans un cas, il y a une promesse, dans l'autre, il y a une épargne qui se constitue progressivement. Mais instaurer une retraite complémentaire par capitalisation implique d'étudier de façon précise les capacités d'épargne futures et les conditions de gestion de cette épargne par rapport à un environnement économique qui sera très différent de celui des dernières décennies. C'est la réflexion que nous avons ouverte depuis la rentrée 2014, notamment avec le LAB, le Laboratoire Assurance Banque.

Q. : Quelle est votre approche ?

R. : Il faut partir de l'existant et recenser les multiples variables qui vont faire évoluer la situation des revenus et de l'épargne, ce qui traduit une problématique très complexe. Commençons par le taux d'épargne. Rappelons que l'INSEE définit ce taux comme la part du revenu des ménages non consommé² et non l'épargne détenue chez les intermédiaires financiers. Il faut éviter cette première confusion. Ensuite, ce taux est souvent présenté, de façon globale, à un niveau élevé en France par rapport aux pays européens : environ 16 %. Cela donne l'illusion que tous les Français épargnent individuellement de façon importante. Or, comme l'a démontré l'INSEE à plusieurs reprises, le taux d'épargne est très concentré sur les deux derniers quintiles de revenus. Selon l'enquête INSEE « *Qui épargne ? Qui désépargne ?* », publiée en 2014, les 25 % des ménages épargnant en 2009 la part la plus importante de leurs revenus (plus de 33 %) contribuaient à 72 % de l'épargne nationale annuelle ! Alors qu'un ménage sur trois a un taux d'épargne négatif. Cette réalité est d'ailleurs conforme à la fonction de consommation keynésienne : la propension moyenne à consommer diminue à mesure que le revenu augmente, ce qui explique que le taux d'épargne est plus élevé chez les ménages aisés. Aujourd'hui, le salaire médian est de 1.739 €, ce qui ne laisse pas beaucoup de capacité d'épargne en volume pour les 50 % des salariés situés en dessous de la médiane. Il y a aussi l'effet cycle de vie qui veut que les seniors aient une épargne importante. Mais il faut être davantage prudent sur cette théorie : dans la classe d'âge 50 à 90 ans, les seniors aisés ne représentent que 20 % de ce segment. A l'inverse, les jeunes actifs et les classes moyennes ont un taux d'épargne faible et surtout un volume d'épargne qui tend et tendra de plus en plus à se réduire. La structure familiale joue également : les familles avec plusieurs enfants ont un taux d'épargne plutôt bas. Il faut également bien comprendre ce que recouvre ce taux d'épargne par rapport aux générations accédant à la propriété.

Q. : Plus précisément ?

R. : Le taux de l'INSEE inclut dans sa définition les remboursements en capital des crédits immobiliers (les intérêts ne sont pas pris en compte). Pour mémoire, l'encours des crédits immobiliers tourne autour de 840 milliards. Or, les ménages emprunteurs ont été en forte augmentation à partir de 1995

¹ RDR : c'est une *Rémunération Différée de Retraite* qui est un donc un part de salaire capitalisée et reversée sous forme de rentes lors de la retraite. Le salarié ne verse pas de cotisations.

² Rapport entre l'épargne des ménages et le revenu disponible brut = taux d'épargne

et ils sont entrés dans la phase d'amortissement en capital. Donc, si l'on enlève cette composante « d'épargne forcée », le taux réel de l'épargne est plus faible que présenté dans les médias et par les responsables politiques. Il exprime déjà une affectation de l'épargne dans l'immobilier. La part disponible pour le financement d'autres investissements est donc moindre. Par exemple, pour un taux d'épargne de 15,1 % en 2014, le taux d'épargne financière s'élève seulement à 6,1 % (dont environ un tiers pour l'épargne bilancielle) par rapport à un taux d'investissement en logement de 8,6 %³. Mais, là encore, il faut faire un peu de projections : actuellement, plus de la moitié des ménages s'endettent sur 20 ans. Ce qui ne laissera pas de capacité d'épargne pour d'autres objectifs. En résumé, un certain nombre de ménages, minoritaires, concentrent l'épargne dans nos pays. En outre, ce taux intègre le remboursement en capital des crédits immobiliers, en particulier dans le cadre des investissements locatifs dont le levier fiscal intéresse au premier chef ces ménages aisés. Mais cette donnée peut changer de façon significative. Surtout dès lors que la situation des ménages aisés évoluerait défavorablement, par exemple par la pression fiscale, ou qu'ils procéderaient à des arbitrages en faveur de la consommation. C'est bien ces points qu'il faut étudier en termes de prospective.

Q. : Donc, premier constat de référence : une épargne mal répartie et déjà en partie investie ?

R. : Oui, et cette situation de mauvaise répartition se retrouve dans les régimes d'épargne collective. Prenez l'épargne salariale : selon l'INSEE, en 2010, « les 10 % de salariés ayant perçu les primes les plus élevées se partagent 57 % des montants de participation, d'intéressement et d'épargne salariale. » C'était 40 % en 2002 ! En outre, le nombre de bénéficiaires diminue depuis 3 ans. Quant à l'épargne-retraite, les contrats de type art. 83 et 39 ont surtout été mis en place dans les entreprises pour les cadres dont on anticipait une forte diminution des taux de remplacement. Seuls 90.000 retraités bénéficient d'une pension complémentaire au titre d'un régime à prestations définies. On recense 4 millions de salariés sur les 16, en phase de constitution de droits pour les art.83. Un retraité seulement sur 8 perçoit une rente ! La loi de réforme des retraites de 2010 a fixé la règle de l'extension, mais il y a une différence entre mettre en place un dispositif et le financer à la hauteur des enjeux. Les statistiques de l'épargne-retraite parlent d'elles-mêmes : les encours sont ridiculement faibles, 185 milliards de provisions mathématiques, étant précisé que pour nous, l'assurance-vie n'est pas un dispositif d'épargne-retraite (durée de détention courte et rachats possibles à tout moment).

Q. : Vous pensez que parce qu'il y a concentration de l'épargne, il y a donc davantage de risque de désépargne à terme ?

R. : Oui, cette bonne santé apparente de l'épargne risque de ne pas perdurer avec les vagues d. Il ne faut pas sous-estimer l'impact du vieillissement qui va probablement entraîner une désépargne chez les seniors et les retraités, surtout si les pensions des régimes Agirc Arrco fléchissent fortement, c'est-à-dire de l'ordre de 15 %, sans parler de la désindexation. Ainsi, par rapport à une retraite moyenne d'un cadre d'environ 4.000 € par mois, une baisse de 15 % de la pension représente 600 €, ce qui est considérable. Les dépenses de santé étant multipliées par trois à partir de 65 ans, une couverture santé représente au moins 200 € par mois en souscription individuelle pour les deux conjoints retraités. D'un côté, nous aurons moins de pensions de retraite et de l'autre, plus de charges. La retraite moyenne est de 1.216 €⁴ nets⁵, par rapport à un seuil de pauvreté de 977 €. D'où le risque de désépargne chez les seniors. D'ailleurs, la presse s'est fait l'écho récemment des ventes de biens immobiliers par des seniors confrontés à une insuffisance de pensions de retraite. Bien entendu, pour conforter cette hypothèse, il faudrait davantage de mesures sur la distribution statistique du stock d'épargne des retraités et futurs retraités croisée avec le taux de remplacement. Mais au-delà, il y a

³ Rapport entre la formation brute de capital fixe des ménages (hors entrepreneurs individuels) et le revenu disponible brut.

⁴ 6 millions de de retraités touchent moins de 1 200 € par mois et 564.000 perçoivent l'Aspa.

⁵ En outre, le niveau de vie des retraités a baissé entre 2010 et 2015.

une autre interrogation qui se pose et auquel nous nous intéressons : la possibilité d'un taux d'épargne plus faible des classes actives par rapport aux générations antérieures.

Q : Vous voulez dire que l'on peut être confronté à deux évolutions simultanées : désépargne d'une part chez les seniors en raison du vieillissement et baisse de la capacité d'épargne des actifs ?

R. : Effectivement, c'est un second niveau d'analyse dans les scénarios à étudier. Bien évidemment, nous sommes dans la prospective, donc ce n'est qu'une hypothèse. Mais gardons toujours à l'esprit que le taux d'épargne médian augmente significativement avec le quintile de revenu courant. Or, il y a des éléments macro-économiques structurants à prendre en considération aujourd'hui dans les projections des revenus. Ainsi, le faible taux de croissance potentiel de l'économie⁶ pose la question du niveau de revenu des classes d'âge actives (18 à 64 ans) et de son évolution. Au passage, ces générations sont celles qui vont supporter la charge d'un nombre d'inactifs en forte augmentation d'ici 2040 à 2060, ce dont témoignent les ratios de dépendance démographique et économique. Cette charge porte beaucoup sur les dépenses de protection sociale. Or, si l'on retient les analyses de l'INSEE et de l'Observatoire des Inégalités, nous constatons que les générations X, Y et Z sont beaucoup plus défavorisés que celle des baby-boomers.

Q. : En quoi sont-elles plus particulièrement défavorisées ?

R. : D'abord, le niveau de vie⁷ par génération montre une tendance à la baisse et ce de façon constante si l'on compare les générations depuis 1945. Ainsi, chaque génération trouve une situation dégradée par rapport à la précédente. Notons que c'est une situation spécifique à la France que l'on ne retrouve pas dans d'autres pays d'Europe ou aux U.S.A., même si les inégalités sont plus criantes dans le monde anglo-saxon. Selon le sociologue Louis Chauvel⁸, sur les 40 dernières années, les grands gagnants du changement économique sont les jeunes retraités des classes moyennes, qui ont aujourd'hui entre 60 et 70 ans : a contrario, depuis 1984, le niveau de vie relatif des 30 ans a baissé de 17 % versus celui des 60 ans.

Q. : Comment résumer cette situation ?

R. : L'entrée plus ou moins tardive sur le marché de l'emploi, le déclassement des diplômés, le niveau élevé du SMIC qui tire vers le bas les échelles salariales, la prolifération des « petits boulots » et des CDD, etc... En fait, cette situation défavorable aux générations X, Y et Z doit être reliée à la question plus centrale, même cruciale, du rapport entre l'évolution des salaires et la productivité au regard d'un tissu économique qui se tertiarise de plus en plus, qui plus est sur des segments à faible valeur ajoutée, donc avec peu de gains réels de productivité, contrairement aux emplois dans l'industrie. Cela rejoint deux autres constats : le premier, c'est l'insuffisance de qualification de la population active face aux nouvelles technologies. Patrick Artus⁹ a souvent souligné cette faiblesse pour expliquer que même si les entreprises voulaient augmenter leurs investissements, ne serait-ce que pour monter la compétitivité de leur gamme de produits, il n'est pas certain qu'elles puissent le faire au regard de l'insuffisance de qualification de la main d'œuvre. Dans la « troisième révolution industrielle » dont l'enjeu est souligné par Christian Saint-Etienne, ce manque de qualification est critique. Le second élément qui rejoint le premier, c'est une formation professionnelle très mal répartie, en particulier sur les seniors, ce qui réduit leur employabilité par manque d'adaptation aux nouvelles organisations

⁶ La croissance potentielle est la combinaison du taux de croissance, de la productivité du travail et de celui de la quantité de travail potentielle : plus simplement, on suit la somme des gains de productivité et de la croissance de la population en âge de travailler.

⁷ Niveau de vie est le revenu disponible du ménage rapporté au nombre d'unités de consommation (UC). Le niveau de vie est donc le même pour toutes les personnes d'un même ménage

⁸ « Inégalités entre les générations : la jeunesse française est-elle sacrifiée ? » Le Monde du 9 juin 2014

⁹ Conseil d'Analyse Economique : communiqué du 1^{er} octobre 2014 : redresser la croissance potentielle.

impactées par le digital. Allonger la durée d'activité pourrait être illusoire si les conditions de maintien des seniors dans l'emploi ne sont pas réunies. Mathilde Lemoine¹⁰ avait souligné cette carence.

Q. : C'était l'objet de votre Livre Blanc sur l'employabilité des seniors et futurs seniors ?

R. : Oui, dans ce Livre blanc, nous avons beaucoup insisté sur l'importance de former rapidement les 10 millions de quadras à ces technologies du numérique, car contrairement aux idées reçues, cela va impacter tous les métiers. Regardez le projet d'Amazon de robotiser massivement ses centres de stockage, depuis le rachat de Kiva System fin 2012. Un robot travaille 24h sur 24, 7 jours sur 7, ne déjeune pas, ne fait pas grève... De même, Amazon teste des drones volants pour la livraison de ses paquets. Le secteur de la logistique n'est qu'un exemple. Tous les domaines vont être touchés par la digitalisation et la robotique (médical, restauration...), avec à la fois, la destruction d'emplois peu qualifiés que des experts évaluent à 30 % de la population de salariés, et la création d'emplois très qualifiés. Ces évolutions des modes d'organisation vont forcément sur les deux prochaines décennies avoir des impacts sur la structure, la répartition et le niveau des revenus des ménages.

Q. : Partant de ces éléments, votre crainte, c'est que le niveau global de revenus des ménages fléchisse tendanciellement sur les décennies à venir ?

R. : Oui, d'une part avec des revenus en pouvoir d'achat plus faibles que ceux des générations antérieures¹¹, qui plus est avec une moindre progression en raison d'une baisse de la productivité, l'impact d'un déclassement en qualification, mais aussi des charges supplémentaires (retraite, santé, dépendance), ne serait-ce que par rapport à un ratio inactifs/actifs qui se dégrade. A cet égard, il y a un paradoxe à souligner : le taux de natalité qui reste à un bon niveau comparé à d'autres pays européens est, certes un gage de croissance future mais aussi de réduction temporaire de la richesse par habitant. Nous passons de 65 millions d'habitants en 2015 à 72 millions en 2040. Non seulement, dans les conditions actuelles, notre PIB ne va pas évoluer fortement (croissance potentielle faible), mais l'allongement de la durée de vie des retraités plus le maintien du taux de natalité vont augmenter le dénominateur : le PIB par habitant va mécaniquement baisser ; donc la richesse distribuée par habitant va diminuer jusqu'à ce que les jeunes entrent en activité effective, ce qui posera en outre la question de la répartition des profits et celle des inégalités de façon plus intense qu'aujourd'hui.

Q. : Il faut donc anticiper aussi une baisse de la consommation ?

R. : Du moins, il faut comprendre comment pourraient évoluer les dépenses de consommation à l'avenir et ses conséquences sur le disponible pour l'épargne. Sur ce point, notons que le pouvoir d'achat n'est pas un indicateur suffisant dans un travail prospectif sur l'épargne, car il est peu précis. Il faut plutôt analyser le comportement réel de consommation des ménages à travers le concept de « dépenses contraintes » ou « dépenses de consommation déjà affectées », parce que c'est plus concret pour comprendre les marges de manœuvre des ménages qui veulent se constituer une épargne. Par exemple, le poids de la charge financière des locations pour les jeunes générations est un poste important. On trouve même des phénomènes de colocation pour les quadras, voire le retour chez les parents suite au chômage ou à un divorce. Mais la propension à consommer d'un ménage revêt aussi une dimension sociale : elle dépend non seulement de son revenu, mais également d'un « effet de démonstration » exercé par les ménages à revenu élevé, qui pousse vers le haut la consommation des ménages à revenu faible. Le meilleur exemple est l'iPhone ou l'iPad. C'est particulièrement important pour analyser le comportement des jeunes générations, très influencées par cet « effet social ».

¹⁰ Article dans la revue Sociétal N° 79: « La croissance face au vieillissement »

¹¹ Pour les générations nées après 1950, la croissance ne s'est pas matérialisée par un niveau de vie plus élevé en 2003. Ce constat peut être répété de générations en générations.

Q. : Cette situation peut être contrebalancée par les transferts intergénérationnels : les dons des parents et grands-parents ?

R. : C'est possible mais cela va dans le sens d'une désépargne si les transferts sont destinés à la consommation. Toutefois, les « transferts en provenance d'autres ménages » sont inclus dans le revenu disponible brut ce qui est une information très significative en ces temps de solidarités intergénérationnelles. Cela dit, il ne faut pas oublier que la question de la dépendance va se heurter aussi à des contingences sociales : les jeunes générations n'ont pas le même système de valeurs que les anciennes, très marqués par le sens du devoir. Rien ne dit que les personnes en perte d'autonomie seront assistées par leurs enfants. Par exemple, les femmes des générations nées dans les années 1960 (Génération X), qui auront été de plus en plus actives, n'auront pas les mêmes aspirations à prendre en charge leurs aînés une fois arrivées à l'âge de la retraite. Et l'Etat ne bénéficiera pas d'une situation budgétaire permettant un même niveau de prise en charge qu'aujourd'hui (APA). D'ailleurs, la dégradation du revenu médian que nous avons prévue devrait être amplifiée par une baisse des transferts sociaux qui jouent, dans notre pays, un rôle non négligeable dans la composition des revenus des ménages. Les contraintes exercées au plan du budget de l'Etat et de la dette publique ne vont pas se réduire, loin s'en faut. L'endettement de la nation est trop élevé. Nous considérons que l'on ne peut continuer de financer en partie par la dette les dépenses de protection sociale qui atteignent 34 % du PIB. Les dépenses de santé vont augmenter du fait du vieillissement (au moins 1,5 points de PIB en plus), ce qui conduira inexorablement à un « reste à charge » par ménage plus élevé que celui observé depuis plusieurs années dans notre pays. Il faudra bien que les ménages couvrent cette augmentation du reste à charge, notamment en dépenses de santé. Cela contractera leur capacité d'épargne.

Q. : Existe-t-il d'autres facteurs à prendre en considération ?

R. : Oui, et en premier lieu la fiscalité. Ainsi, pour les classes moyennes, la baisse de pouvoir d'achat est effective depuis 2002 en raison de l'accroissement de la pression fiscale. Jusqu'ici, le stock de patrimoine constitué par les ménages, notamment les seniors, a bénéficié d'un environnement fiscal avantageux ; notamment parce que la rigueur budgétaire au plan de l'Etat était faible et que l'on jouait avec la limite des 3 % de Maastricht. Mais dans un cadre qui se resserre fortement au plan des finances publiques, il faut s'attendre à ce que le soutien fiscal à la diffusion des produits d'épargne se réduise de plus en plus ou soit davantage ciblé. D'ailleurs, on voit bien que la fiscalité s'est considérablement durcie sur l'ensemble des produits d'épargne financière. Le pire a été de considérer qu'il fallait aligner la fiscalité du capital sur celle du travail, ce qui a cassé la logique de l'investissement et la prise de risque associée. Ensuite, nous devons prendre en considération qu'une partie des revenus des ménages les plus aisés est très liée à ceux tirés de leurs placements. Or, le patrimoine des ménages est très concentré sur l'assurance vie et sur l'immobilier. Cette concentration est d'autant plus à analyser que ces patrimoines sont dans les mains des seniors les plus aisés. Là encore, quel impact aura le vieillissement sur la détention du patrimoine, en particulier l'immobilier et l'assurance-vie ?

Q. : D'autres facteurs encore ?

R. : Oui, mais ce n'est pas un catalogue. Ce sont des variables qui sont pour certaines corrélées ou qui peuvent l'être. Par exemple, l'épargne mondiale a certainement profité à ceux qui sont devenus seniors aujourd'hui et qui ont bénéficié de circonstances favorables. A commencer par la constitution de patrimoine immobilier à partir des années 70 lorsque l'inflation était relativement forte et gommait progressivement la charge de remboursement des crédits immobiliers. Ensuite, la capacité d'épargne libérée par cette réduction de charges s'est orientée sur les placements financiers, en particulier la bourse et il est certain que cela a amplifié la hausse des marchés financiers, puisqu'il fallait bien investir ces flux. Nous nous situons ici dans un cadre mondial, et pas national bien entendu. Donc, l'effet inverse peut se produire. Quels impacts une cession importante du stock

immobilier par les séniors¹² pourrait avoir dans un contexte déflationniste ? Quels impacts pourrait avoir une cession de plus en plus importante d'actifs financiers sur les marchés, au fur et à mesure que les seniors américains et européens prendront leur retraite et voudront mieux couvrir leurs besoins en santé et dépendance ?

Q. : En résumé, vous estimez probable une baisse des flux d'épargne et donc des variations non négligeables sur les marchés immobiliers et financiers ?

R. : Du moins, nous considérons qu'il faut étudier sérieusement la prospective de l'épargne et les modifications structurelles auxquelles on peut s'attendre dans le vieillissement, en adoptant une vision 360° qui est celle que nous privilégions chez GENERATIONS E.R.I.C. Il faut y inclure la question centrale de la productivité. Dans notre pays, nous souffrons d'un mode de raisonnement très en silo, très verticalisé et l'on reconduit facilement les tendances du passé. Or, nous sommes dans un environnement de ruptures et de complexité : il y a de plus en plus d'interactions, d'externalités et il faut croiser beaucoup d'éléments pour avoir au moins une idée des scénarios probables, afin de réagir au bon moment et prendre les mesures correctrices. Nous considérons que l'impact du vieillissement est très sous-estimé. Nous partageons sur ce point la vision de Jean-Hervé Lorenzi qui fait un excellent travail de recherches avec la chaire de transitions démographiques.

Lionel Tourtier,
Délégué général de GENERATIONS E.R.I.C.
Interview réalisée par Jean-Pierre Maureau

* * *

¹² 58 % des ménages sont propriétaires de leur logement principal en France.