

La confiance
ça se mérite

Amundi
ASSET MANAGEMENT

PACTE



Thematic paper | CROSS ASSET Investment Strategy

Juillet 2018

Loi Pacte

Quels changements pour l'épargne
des Français ?

Research
& Macro
Strategy

Loi Pacte: Quels changements pour l'épargne des Français ?



MARIE BRIERE
Responsable du Centre de
Recherche aux Investisseurs
Amundi



XAVIER COLLOT
Directeur Épargne Salariale &
Retraite Amundi

Achevé de rédiger le 18/06/2018

L'essentiel

Le projet de loi Pacte¹ (Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises), présenté le 18 juin 2018 en conseil des ministres, devrait entrer en vigueur au plus tard en janvier 2020 après une période de débats parlementaires et la publication de décrets d'application. Plusieurs volets de la loi concernent l'épargne des Français, et ont pour objectif de financer l'économie française de façon plus efficace, en offrant d'associer plus largement les salariés aux fruits de la croissance (notamment dans les PME) et en encourageant l'épargne et l'investissement des Français. Nous décryptons les 5 propositions-clé du projet de loi en matière d'épargne, qui concernent le développement de la rémunération participative, la généralisation des fonds de gestion pilotée et la flexibilité des modes de « décumulation » lors du départ à la retraite.

Loi Pacte: les objectifs et les propositions clé

La loi Pacte s'est fixée comme objectif de **financer l'économie française de façon plus efficace**, de mieux **associer les salariés aux fruits de la croissance**, et **d'encourager l'épargne et l'investissement** des Français, notamment en vue d'un complément de retraite.

Cette loi aura d'importantes implications pour l'épargne salariale, et devrait notamment :

- Promouvoir l'épargne salariale auprès des plus petites entreprises**, en supprimant le forfait social (cotisation patronale prélevée sur les rémunérations ou gains non soumis aux cotisations et contributions sociales) sur l'intéressement pour les entreprises de moins de 250 salariés et pour la participation pour celles de moins de 50 salariés.
- Promouvoir le **développement de l'actionnariat salarié**, en assouplissant les modalités d'offre d'actions de leur entreprise aux salariés des sociétés par actions simplifiées, en permettant l'abondement unilatéral de l'employeur sur les fonds d'actionnariat salarié et en diminuant de moitié le forfait social sur l'abondement employeur sur les fonds d'actionnariat salarié.
- Rendre **l'épargne pour la retraite plus attractive en la rendant portable** en cas de changement d'employeur, en harmonisant les supports de placement (*article 83, PERP, Madelin, Perco*), y compris pour le traitement fiscal des versements.
- Assouplir les conditions de sortie** lors du départ à la retraite: l'obligation de sortie en rente serait limitée aux produits à versements obligatoires et la sortie anticipée serait possible, notamment pour l'achat d'une résidence principale. Tous les contrats de rente incluront une option de réversion à un conjoint.

¹ <https://www.economie.gouv.fr/plan-entreprises-pacte>

- Encourager les stratégies de gestion « pilotée », qui deviendraient l'option par défaut sur tous les dispositifs d'épargne retraite supplémentaire. Cela permettra d'inciter les individus à épargner sur des produits de placement plus risqués et donc potentiellement plus rémunérateurs, investissant dans l'économie réelle.

Recentrer l'offre d'épargne autour des besoins des épargnants

1. Encourager l'épargne longue et diversifiée

L'objectif naturel d'une épargne à long terme est, a minima, de **couvrir le capital accumulé contre l'érosion due à l'inflation**, éventuellement de générer un surcroît de rendement par rapport à l'inflation. Si cet objectif semble simple, il n'est pas si facilement atteignable à long terme, notamment dans l'environnement actuel de taux extrêmement bas, très différent de celui que nous avons connu ces 40 dernières années.

La gestion financière à long terme se base sur quelques principes très simples :

- La **rémunération positive de la prise de risque** implique que l'épargne retraite ne doit pas être entièrement placée sur des supports sans risque. Même des individus qui ont une grande aversion au risque devraient placer au moins une part minimale de leur portefeuille en actifs risqués afin de bénéficier du surcroît de rendement associé
- Un **placement monétaire n'est sans risque qu'à court terme**. Une stratégie fondée sur la reconduction d'un placement sur le marché monétaire année après année, n'est pas sans risque à long terme car les taux fluctuent dans le temps, et ne couvrent que très imparfaitement le capital contre l'inflation
- Un placement à long terme doit être **diversifié**, en obligations (idéalement indexées à l'inflation) et en placements risqués (actions, immobilier, etc.). Les bénéfices de la diversification sont substantiels et permettent de **réduire drastiquement le risque de perte en capital** du portefeuille. Par exemple, un portefeuille investi à 50 % en actions et à 50 % en obligations, voit son risque de perte en capital réduit de moitié par rapport à un portefeuille purement actions ou purement obligataire.

2. Pourquoi la gestion pilotée comme solution par défaut ?

Une stratégie simple et diversifiante...

La gestion pilotée est une **stratégie d'investissement diversifiée** très simple, qui **tient compte de l'horizon de placement de l'épargnant**. Lorsque le départ en retraite est éloigné, l'épargne est fortement investie en actions. Elle est progressivement rebalancée vers des supports de placement moins risqués (fonds obligataires ou monétaires) lorsque l'âge avance. Cette modalité de gestion a été introduite comme solution par défaut pour les plans d'épargne retraite pour la retraite collective (PERCO) en 2015 et devrait être généralisée pour tous les supports de placement.

...Tenant compte du capital humain de l'individu

La gestion pilotée tire son fondement des travaux académiques (notamment des prix Nobel d'économie Paul Samuelson et Robert Merton) qui montrent que les individus doivent tenir compte de leur **capital humain** lorsqu'ils prennent leurs décisions de placement. Celui-ci correspond à la valeur actualisée des salaires versés pendant toute la durée de vie active, et représente la plus grosse part du capital lorsqu'un individu commence à travailler. Ce capital décroît en vieillissant, progressivement remplacé par le capital financier que l'individu réussit à accumuler. Le capital humain, lorsqu'il est peu risqué, peut être considéré comme un portefeuille obligataire. Ainsi, **pour obtenir un profil de diversification stable dans le temps**, les individus devraient investir une large part de leur capital financier **en actions lorsqu'ils sont jeunes** et progressivement **réduire leur investissement risqué en vieillissant**.

Une solution aisément personnalisable

Cette stratégie très simple, en ligne avec les besoins d'une solution de placement par défaut, peut bien sûr être **adaptée aux contextes de marché**, et **personnalisée** en

“ Les bénéfices de la diversification sont substantiels et permettent de réduire drastiquement le risque de perte en capital du portefeuille. ”

“ Le capital humain, lorsqu'il est peu risqué, peut être considéré comme un portefeuille obligataire. ”

fonction du mode de sortie du capital souhaité par l'individu lors de son départ à la retraite, de son aversion au risque, et du profil de risque de son capital humain, qui dépend de son secteur d'activité, de sa situation d'emploi, etc.

En ligne avec les évolutions réglementaires internationales

Généraliser la gestion pilotée comme solution par défaut est également une évolution réglementaire **en ligne avec celles entrevues dans d'autres pays**. Ainsi aux États-Unis, le « Pension Protection Act » de 2006 a fait de ces fonds des « Qualified Default Investment Alternative », devenant ainsi une solution de placement de référence. En Europe, l'introduction de la gestion pilotée comme dispositif de placement par défaut dans le cadre du Pan European Pension Product (PEPP) est également en cours de discussion.

3. Pourquoi plus de souplesse quant aux conditions de sortie du capital épargné à la retraite ?

L'offre actuelle : les modes de décumulation possibles à la retraite

En France, **2 possibilités de sortie du capital** sont aujourd'hui offertes lors du départ à la retraite : (1) convertir son capital en **rente fixe**, ou (2) **décumuler son capital par ses propres moyens** ou via des **stratégies de retraits programmés**. Chaque solution présente des avantages et inconvénients, mais aucune n'est, prise isolément, parfaitement adaptée dans le cadre d'une solution d'épargne retraite complémentaire individuelle.

La rente

Le principal **intérêt de la rente** est qu'elle permet à l'individu de s'assurer contre le risque de longévité et de bénéficier du « crédit de mortalité » (gain lié au fait que les fonds versés par les individus qui décèdent précocement sont repartagés entre ceux qui vivent plus longtemps). Mais les rentes viagères garantissant un revenu fixe sont aujourd'hui **très chères** du fait du niveau extrêmement bas des taux d'intérêt, et obligent l'assureur qui les vend à investir le capital correspondant dans des actifs peu risqués et donc peu rentables pour offrir la garantie. De plus, les rentes fixes (offrant un revenu nominal garanti) n'offrent **aucune protection contre l'inflation** et aucune possibilité de continuer à placer en actifs risqués, permettant aux individus qui le souhaitent d'obtenir un niveau de rente potentiellement plus élevé. Enfin, la rente viagère est **irréversible**. Elle empêche, dans sa forme la plus simple, toute possibilité de transmission du capital à ses descendants, ou de récupération du capital en cas de besoins de liquidité liés à des dépenses imprévues.

La décumulation programmée

Les stratégies de **décumulation programmée**, où les individus choisissent une formule de retrait de leurs fonds pendant toute la période de retraite (par exemple un % fixe du capital tous les ans, ou un % variable qui peut dépendre de l'espérance de vie résiduelle), sont souvent préférées par les individus. Elles leur permettent de **continuer à investir en actifs risqués**, et de **léguer du capital**. Mais elles font courir le risque pour l'individu **d'épuiser son capital avant le décès**.

Peu d'appétit des individus pour les rentes viagères

En Australie, les individus se voient offrir 3 choix. Quasiment 50 % choisissent de récupérer leur capital, et 50 % les versements programmés qui leur permettent de garder une exposition aux actifs risqués. Une très faible minorité choisit d'acheter l'annuité (moins de 1 %). Au Royaume-Uni, la réforme de 2014-2015 (Pension Freedom) a supprimé la conversion en rente obligatoire et a vu chuter dramatiquement la valeur totale des contrats vendus au profit des stratégies de retraits programmés.

Lorsque Amundi et Natixis AM ont sondé leurs clients sur leur souhait concernant l'évolution du Perco (sondage réalisé auprès de 131 000 clients des 2 institutions), 48 % d'entre eux ont indiqué vouloir continuer à faire fructifier leur capital après la retraite, 20 % vouloir le convertir en rente fixe lors du départ à la retraite, et 15 % récupérer leur capital pour pouvoir en disposer librement. Ces chiffres reflètent bien **la diversité des situations et des besoins individuels**.

“En Europe, l'introduction de la gestion pilotée comme dispositif de placement par défaut dans le cadre du Pan European Pension Product (PEPP) est en cours de discussion.”

L'avantage de la flexibilité

La solution optimale pour la retraite **fait appel aux 2 types de produits: rentes et solutions de placement**. Les travaux théoriques sur le sujet préconisent une stratégie **de conversion en rente graduelle** où l'individu conserve du capital investi en actifs risqués longtemps après le départ à la retraite, afin de pouvoir bénéficier de la prime de risque (et donc du surcroît de rendement associé). L'autre avantage de la conversion en rente graduelle, est qu'elle permet aux individus de ne pas avoir à prendre, le jour du départ à la retraite (ou même dans certains cas bien avant), une décision irréversible de conversion de l'ensemble de leurs avoirs en rente.

La flexibilité permet également de **mieux adapter la stratégie de conversion en rente aux situations de marché**, et notamment de stopper temporairement la conversion en annuités lorsque le niveau des taux est très bas et les rentes particulièrement onéreuses, comme c'est le cas aujourd'hui. Nous vivons plus vieux, et la durée de la retraite s'allonge. Dans ce contexte, conjugué à un niveau exceptionnellement bas des taux d'intérêt, la phase de retraite doit pouvoir être conçue comme une **phase active d'investissement**, permettant de poursuivre la réalisation de projets pendant la retraite, tout en sécurisant progressivement les besoins essentiels de consommation sur la fin de vie.

La flexibilité peut enfin **inciter à plus d'épargne**. Aux États-Unis, dans le cadre du 401k², des travaux académiques ont montré que la possibilité d'accéder à ses fonds avant la retraite (sous la forme de retraits ou d'emprunt) a un impact significatif sur la propension à épargner, augmentant le taux de contribution de 1%.

En offrant la possibilité de choisir librement son mode de sortie sur tous les produits d'épargne retraite, voire de panacher entre les 2 types de produits, chaque individu pourra **choisir la solution qui lui semble la plus adéquate selon sa situation**: sa couverture retraite de base et complémentaire, son capital épargné, ses besoins de liquidité, sa situation familiale (les couples ont par exemple des besoins de protection contre la longévité plus faibles que les personnes seules), ses besoins de consommation, son désir de legs, etc.

4. Intéresser les salariés à la performance de leur entreprise via un meilleur partage des profits et de la croissance

La rémunération participative renforce la cohésion sociale au sein de l'entreprise

L'épargne salariale est un moyen simple d'**intéresser les salariés à la performance de leur entreprise**, via la distribution d'intéressement et de participation, voire la mise en place d'un plan d'actionnariat salarié, dispositifs aujourd'hui promus par la proposition de loi. Aujourd'hui en France, **seuls 16 % des salariés des entreprises de moins de 50 salariés** bénéficient d'un dispositif d'intéressement ou de participation. L'objectif de la loi serait de doubler ce chiffre.

Les modes de rémunération participatifs (intéressement, participation, investissement en actions de l'entreprise) sont souvent considérés comme une forme de **démocratie économique, permettant de réduire les conflits entre salariés et employeurs**, de renforcer la cohésion sociale et l'égalité, en distribuant les résultats économiques de l'entreprise plus largement et plus équitablement. Un certain nombre d'études mettent en évidence un engagement et une identification plus forte des salariés à leur entreprise lorsqu'ils en sont actionnaires. L'impact sur la satisfaction professionnelle, la motivation des salariés ou la productivité des entreprises n'est pas uniforme selon les travaux, mais en moyenne la présence d'actionnariat salarié est associée à une performance des entreprises, et des **gains de productivité de l'ordre de 4 à 5 %**.

Un mécanisme important pour les petites entreprises

Aujourd'hui, les mécanismes d'intéressement et l'actionnariat salarié sont surtout développés dans les grandes entreprises, alors même qu'en théorie, **les gains de productivité devraient être plus importants dans les entreprises plus petites**, où les incitations individuelles à s'engager sont plus fortes lorsque les profits doivent être partagés entre un plus petit nombre de salariés. Promouvoir ces modes de

“Un certain nombre d'études mettent en évidence un engagement et une identification plus forte des salariés à leur entreprise lorsqu'ils en sont actionnaires.”

² Le Plan 401(k) est un système d'épargne retraite par capitalisation utilisé aux États-Unis

partage des profits au sein des petites et moyennes entreprises a donc toutes les raisons d'améliorer la compétitivité des entreprises françaises.

Actionnariat salarié : facteur de stabilité du capital

Pour les entreprises, disposer d'un actionnariat salarié est aussi une **source de stabilité du capital**. Dans de nombreuses circonstances, les managers et les employés s'allient contre des OPA hostiles, et réduisent significativement leurs chances de succès. Aux États-Unis, de nombreuses entreprises ont établi des plans d'actionnariat salarié (Employee stock ownership plan, ESOPs) à la fin des années 80 pour se prémunir contre des prises de contrôle.

Publications récentes

THEMATIC PAPERS



Loi Pacte: quels changements pour l'épargne des Français ?

Marie BRIERE — Responsable du Centre de Recherche aux Investisseurs,
Xavier COLLOT — Directeur Épargne Salariale & Retraite

France : un gouvernement réformateur, mais le plus dur reste à faire

Tristan PERRIER — Recherche Macroéconomique

Profit trend and cycle analysis: a long-medium-short term sanity check

Federico CESARINI, Lorenzo PORTELLI — Stratégie Multi-Asset

À la croisée des chemins_panorama des marchés de taux

Valentine AINOUZ, Sergio BERTONCINI — Stratégie Crédit
Silvia DI SILVIO — Stratégie Taux et Change

Brexit_comment le futur accord commercial va refaçonner le paysage des actifs financiers britanniques

Didier BOROWSKI — Responsable de la Recherche Macroéconomique
Monica DEFEND — Responsable de la Stratégie, Adjointe au Directeur de la Recherche
Andrea BRASILI et Tristan PERRIER — Recherche Macroéconomique
Bastien DRUT, Roberta FORTES et Silvia DI SILVIO — Stratégie Taux et Change
Eric MIJOT et Ibra WANE — Stratégie Actions
Lorenzo PORTELLI — Stratégie Multi-Asset

L'amélioration des fondamentaux des obligations accélère

Bastien DRUT — Stratégie Taux et Change

Crédit américain contexte macroéconomique porteur : facteurs techniques à surveiller

Valentine AINOUZ — Stratégie Crédit

Italie-la croissance est de retour

Andréa BRASILI — Recherche macroéconomique

Comment le QE de la BCE a transformé le marché obligataire souverain européen

Bastien DRUT — Stratégie et Recherche Économique

La recomposition du FOMC va-t-elle modifier les perspectives de politique monétaire aux États-Unis ?

Bastien DRUT — Stratégie et Recherche Économique

Impact de la hausse des rendements des obligations sur la valorisation des obligations d'entreprises

Sergio BERTONCINI — Stratégie et Recherche Économique

Taux de défaut du haut rendement américain : tendances actuelles et perspectives

Sergio BERTONCINI — Stratégie et Recherche Économique

Les marchés sous-estiment la capacité de la Fed à remonter ses taux

Valentine AINOUZ, Bastien DRUT — Stratégie et Recherche Économique

Élections allemandes: continuité attendue... ou presque

Tristan PERRIER — Stratégie et Recherche Économique

CROSS ASSET

INVESTMENT STRATEGY

Juillet 2018 | Thematic paper

Avertissement

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933.

Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement.

Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: info@amundi.com

Amundi, « Société par actions simplifiée » SAS au capital de 1086262605 € – Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social: 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437574452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo: iStock by Getty Images — lilu_foto

Rédacteur en chef

ITHURBIDE Philippe, Directeur de la Recherche

Conception et support

Berger Pia, équipe de Recherche

Poncet Benoit, équipe de Recherche

Retrouvez l'ensemble
de notre expertise sur le site:

research-center.amundi.com