

Fiscalité des placements liquides et financiers des ménages en France, en RFA et aux Etats-Unis

**Alain Gubian,
Jacques Le Cacheux,**

Chargés d'étude à l'OFCE

Dans la plupart des pays le régime fiscal applicable aux placements liquides et financiers des ménages se distingue, à des degrés divers, de celui des revenus d'activité. Comparé aux régimes allemand et américain actuels, celui de la France apparaît comme le plus complexe, avec des incidences effectives sans commune mesure avec cette complexité.

En ne tenant compte que des seuls impôts sur les revenus, la pression fiscale sur les placements est, en France, globalement très inférieure à ce qu'elle est dans les deux autres pays, du fait à la fois de l'importance des instruments exonérés — qui sont aujourd'hui bien rémunérés — de l'existence de taux forfaitaires de prélèvement et de nombreux abattements. En outre le régime fiscal français est relativement favorable aux placements boursiers, en raison de la faible imposition des plus-values. Mais à la différence du nouveau code fiscal américain, il est nominaliste et s'alourdit donc fortement en cas d'accélération de l'inflation.

En dépit de sa complexité la fiscalité française sur les revenus des placements n'est guère plus progressive que la fiscalité américaine ; elle l'est beaucoup moins que le régime en vigueur en RFA, qui réserve de multiples avantages fiscaux aux contribuables à faible revenu.

Tant le coût budgétaire élevé du régime actuel que le contexte de déréglementation et d'ouverture sur l'extérieur des marchés financiers incitent à en considérer la réforme. Sans doute les objectifs affichés seraient-ils plus efficacement atteints par l'unification des régimes applicables aux différents placements et par la limitation du bénéfice d'abattement et d'exonérations aux seuls titulaires des revenus imposables les plus faibles.

Le gouvernement a annoncé récemment la création d'un nouvel instrument de placement spécifiquement conçu pour l'épargne retraite et assorti d'avantages fiscaux. Cette création fait suite à une série d'aménagements importants de la fiscalité des placements, dans un contexte de déréglementation des circuits financiers. Au cours des dernières années le régime fiscal applicable aux placements financiers des ménages et à leurs revenus a été modifié à de nombreuses reprises dans presque tous les grands pays industrialisés. Comme la plupart des manipulations de la fiscalité, celles qui concernent l'épargne financière visent simultanément plusieurs objectifs. En l'occurrence les gouvernements cherchent à la fois à encourager l'épargne, prise dans son ensemble, et à privilégier certains placements — généralement les placements financiers longs — tout en conservant un souci d'équité et de progressivité du système, souci qui se traduit le plus souvent par des exonérations, abattements...

La poursuite simultanée de ces objectifs, tant par la fiscalité que par la réglementation des circuits financiers, a abouti, dans les années récentes, à une situation extrêmement complexe. La désinflation, faisant suite à une longue période d'inflation élevée, et la prolifération des innovations financières poussent à la déréglementation. Mais dans le même temps l'introduction des nouveaux instruments de placement étant le fait, en France, des autorités, elle s'accompagne bien souvent d'une multiplication des régimes fiscaux.

Cette complexité croissante de la fiscalité des placements rend particulièrement malaisée toute évaluation globale de son incidence, et encore plus de son influence sur les comportements des agents privés. Pourtant cette évaluation est plus que jamais nécessaire à la compréhension des effets probables des modifications des régimes fiscaux.

Dans une précédente étude traitant de l'incidence de la fiscalité directe des entreprises sur le coût effectif de l'investissement (Gubian, Guillaumat-Tailliet et Le Cacheux, 1986) nous avons volontairement ignoré la question de la fiscalité des créanciers de l'entreprise. Nous nous proposons cette fois d'en évaluer l'incidence en France, en RFA et aux Etats-Unis.

Ces évaluations constituent un préalable indispensable à la compréhension des effets de la fiscalité sur le montant de l'épargne. Seul est véritablement traité ici le problème de l'allocation de l'épargne entre différents instruments de placement, et encore ne s'agit-il que des placements financiers. Une telle limitation, délibérée, du champ d'investigation se justifie, outre la complexité des régimes fiscaux, par la constatation que les ménages forment, globalement, le principal secteur créditeur de l'économie. Nous supposerons que la taille du portefeuille agrégé de ce secteur est donnée à chaque période : les décisions à prendre ne concernent donc que les choix de placements, laissant de côté l'évolution du montant du patrimoine qui dépend des comportements d'épargne. Notre analyse préjuge aussi de la possibilité d'isoler les comportements financiers des autres choix de placements — biens immobiliers et mobiliers et valeurs étrangères — des ménages.

Le patrimoine financier des ménages

Après avoir comparé les niveaux du patrimoine financier des ménages dans les trois pays étudiés, on donnera dans cette première partie les grands traits de l'évolution de sa composition.

Le montant des patrimoines

Les évolutions observées sont, en général, conformes à l'hypothèse du « cycle-de-vie » (Modigliani, 1986). Selon cette hypothèse, la détention d'un patrimoine financier par les ménages est destinée à la satisfaction de besoins futurs, en assurant des revenus pendant la période de retraite ou pendant une maladie, ou en constituant un apport personnel en vue de l'acquisition d'un logement... Dans la mesure où une partie de ces besoins est satisfaite par des systèmes de protection sociale (logement social, retraite par répartition) le patrimoine désiré par les ménages peut représenter une fraction plus ou moins élevée de leur revenu courant. Il dépend aussi de l'incertitude quant à l'avenir. Le ratio patrimoine désiré sur revenu apparaît comme un indicateur structurel d'une économie qui est atteint et maintenu en régime stationnaire. Lors de modifications structurelles (vieillesse de la population, généralisation de systèmes de retraite par capitalisation), le niveau du patrimoine désiré est révisé et le ratio effectif se rapproche progressivement du ratio désiré ⁽¹⁾.

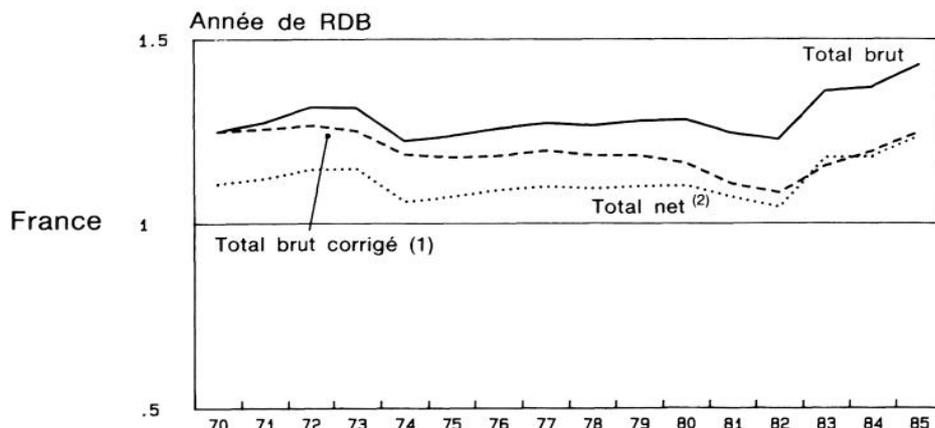
L'observation statistique révèle une grande stabilité en France du ratio du patrimoine financier brut des ménages à leur revenu courant (voir Boutillier et Charpin, 1986 et Département des diagnostics, 1986) depuis le début des années soixante-dix (en moyenne près de 1,3). Cette conclusion n'est pas modifiée si l'on considère le patrimoine financier net calculé en déduisant les dettes des ménages à l'exclusion de celles contractées pour l'acquisition d'un logement (moyenne de 1,1). Le niveau plus élevé en fin de période (1,4 en 1985) s'explique principalement par l'évolution des cours boursiers et ne préjuge pas nécessairement d'une orientation nouvelle (graphiques 1).

Le ratio ainsi calculé pour la France apparaît faible comparé à celui des Etats-Unis, où il est en moyenne de 2,5 depuis 1970, après avoir été de 2,9 pendant les années soixante, niveau élevé qui s'explique principalement par une moindre couverture sociale. Les cours boursiers expliquent une grande part des fluctuations, notamment le décrochage observable entre 1972 et 1974 et la remontée en fin de période. Depuis cette rupture la stabilité d'un ratio calculé sans prendre en compte les fluctuations des cours apparaît mieux assurée et pourrait refléter une certaine réticence des ménages à les comptabiliser intégralement ⁽²⁾. La stabilité du ratio aux Etats-Unis, certes moins nette qu'en France, est là aussi révélatrice d'une certaine stationnarité de l'économie, notamment de la démographie.

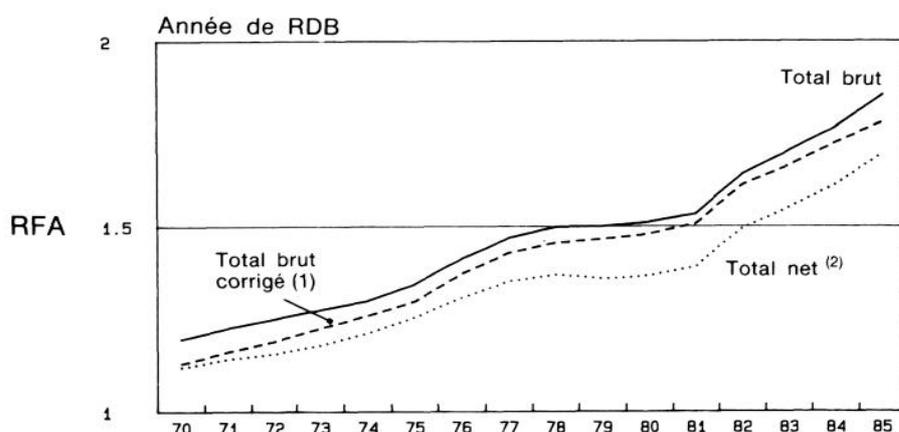
(1) Lorsqu'est atteint le nouvel état le taux d'épargne retrouve son niveau initial.

(2) Car la variabilité accrue de leur cours les conduit à juger ces titres plus risqués.

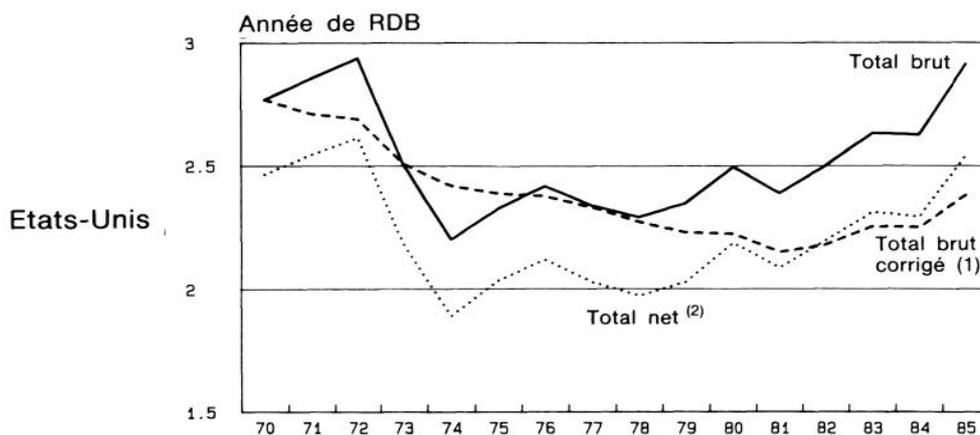
1. Patrimoine financier des ménages (*) en ratio de leur revenu disponible brut (RDB) courant - 1970-1985.



Sources : Banque de France (TERF)



Source : Bundesbank



Source : Federal Reserve System, Assets and Liabilities

(*) Le secteur des ménages inclut en France les entrepreneurs individuels et aux Etats-Unis les institutions à but non lucratif.

(1) Le total brut corrigé exclut la capitalisation boursière sur les actions : leur montant est calculé en cumulant les flux nets d'émissions annuelles.

(2) Le total net exclut les dettes des ménages, excepté celles contractées pour l'acquisition d'un logement.

Le cas de la RFA est sensiblement différent, puisque le ratio du patrimoine des ménages à leur revenu croît continuellement sur la période, de 1,2 en 1970 à plus de 1,8 en 1985, ce qui suggère que le ratio désiré n'est pas encore atteint et que cette économie est dans une période de transition vers un nouvel état stationnaire. Pour expliquer cela on peut évoquer le vieillissement de la population et le souci d'accumuler un patrimoine pour assurer un revenu de remplacement à la retraite. Le faible niveau des ratios en 1970 peut aussi se comprendre par le fait que la période d'après guerre a surtout permis de reconstituer le patrimoine immobilier, ce qui était prioritaire, et qu'ensuite seulement le patrimoine financier désiré a pu être accumulé.

La structure des patrimoines

L'analyse comparée de la structure des patrimoines financiers fait ressortir quelques traits essentiels (graphiques 2).

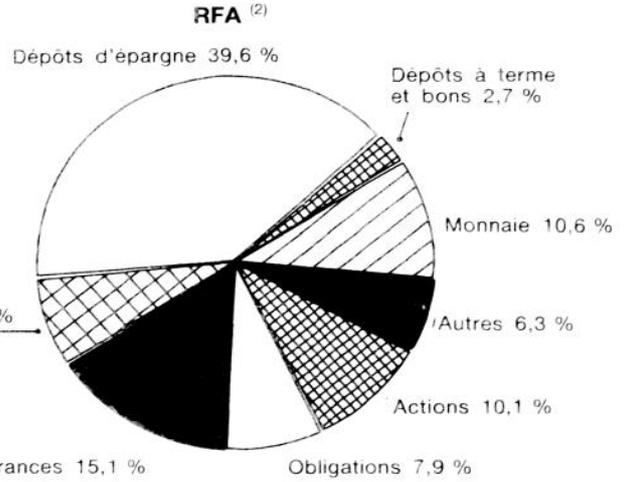
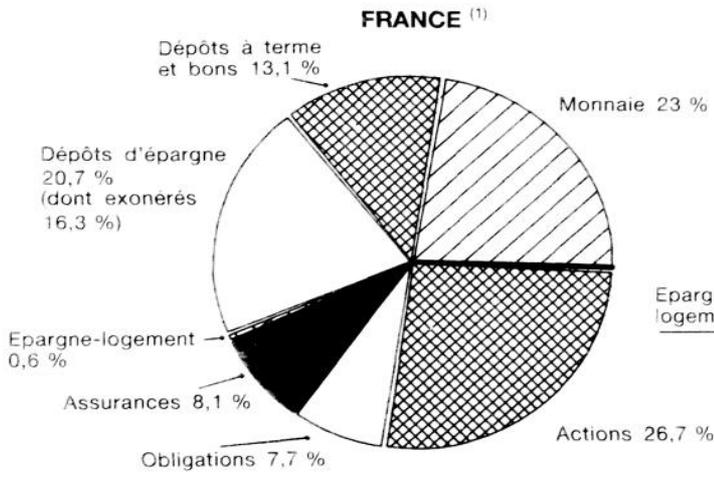
Relativement à ce qu'elle est en France la part des placements auprès des compagnies d'assurances est forte en RFA et aux Etats-Unis et a augmenté dans ces deux pays (plus aux Etats-Unis qu'en RFA), alors qu'elle s'est à peine maintenue dans un premier temps en France, avant de croître en fin de période. L'originalité du cas français provient des très faibles placements en assurance-vie ou épargne-retraite, le financement des retraites provenant presque exclusivement du système de répartition.

La part des actions dans le patrimoine des ménages allemands est très basse. Leurs souscriptions ont été faibles, voire négatives. Aux Etats-Unis cette part était très élevée en début de période, mais elle se réduit du fait de souscriptions nettes négatives presque chaque année. Ce volume est cependant fortement affecté par les évolutions des cours boursiers. En fin de période la part calculée est proche de celle de la France. Il faut cependant préciser qu'en France le point haut de 1985 reflète l'évolution des cours et le développement considérable des SICAV.

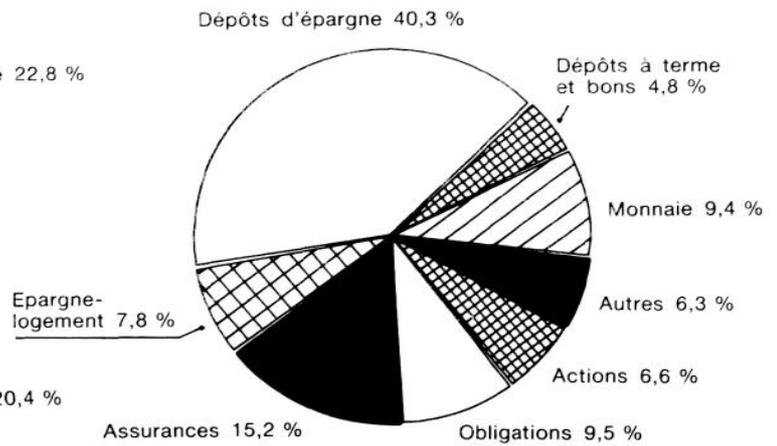
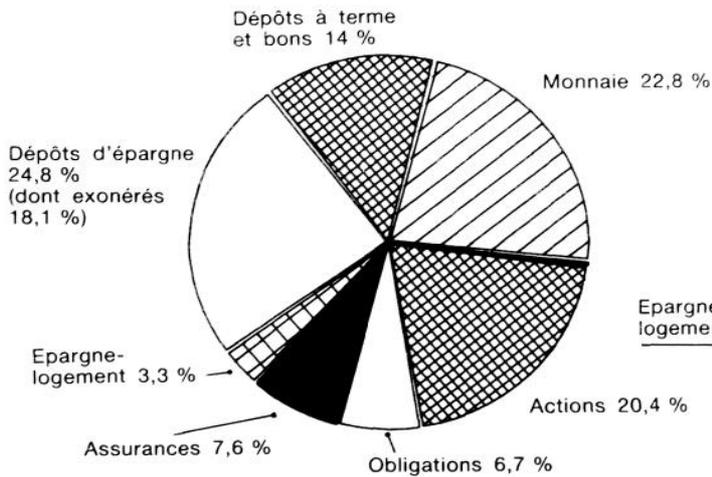
La comparaison des parts des autres placements est plus délicate entre les Etats-Unis et les deux autres pays où les instruments sont différents. En France et en RFA la part des obligations a crû fortement tout au long de la période, plus en RFA qu'en France. Les parts des placements liquides y sont restées relativement stables et proches dans les années soixante-dix, mais elles ont décru sensiblement depuis 1980. En particulier la part de la monnaie au sens strict, plus élevée en France, a diminué dans les deux pays. Mais alors qu'en RFA la part des dépôts à terme et des bons s'est fortement accrue à partir d'un niveau très faible, en France, partant d'un point plus haut, elle s'est contractée dans les années quatre-vingt. En revanche la part des dépôts d'épargne et celle de l'épargne logement ont beaucoup décru en RFA, tandis qu'en France cette dernière s'est développée et celle des dépôts d'épargne a été stabilisée.

2. Composition du patrimoine financier des ménages

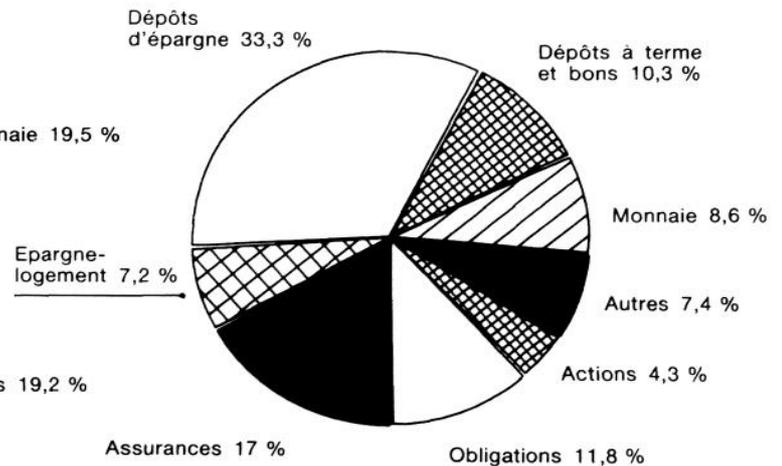
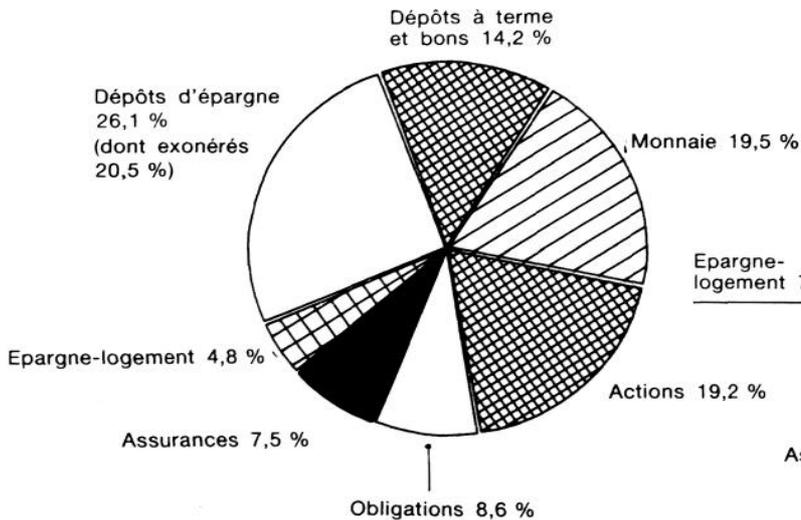
1970



1975

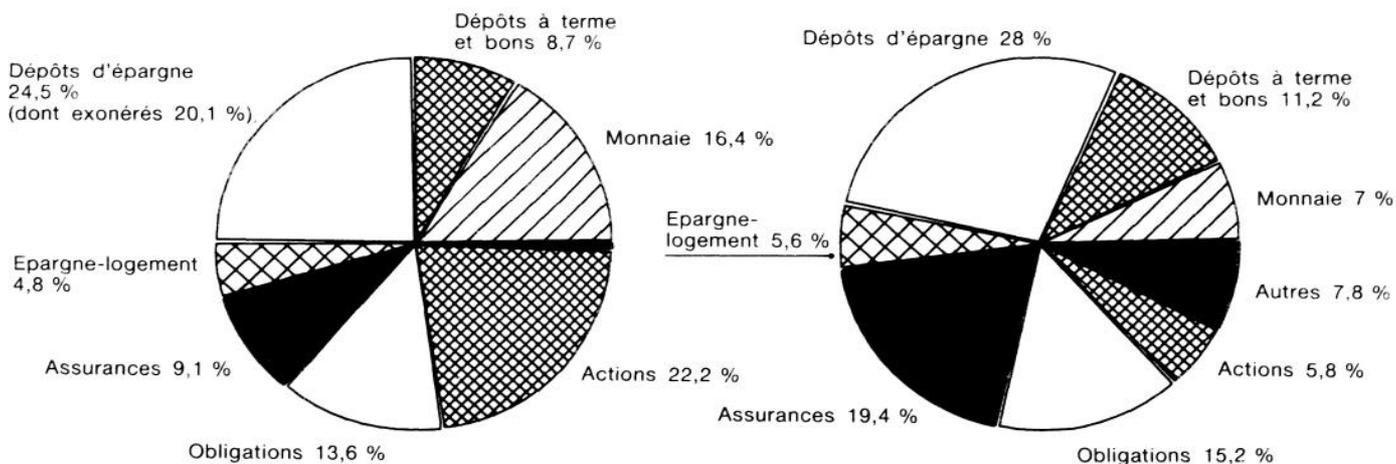


1980



1970, 1975, 1980 et 1985 en France, en RFA et aux Etats-Unis

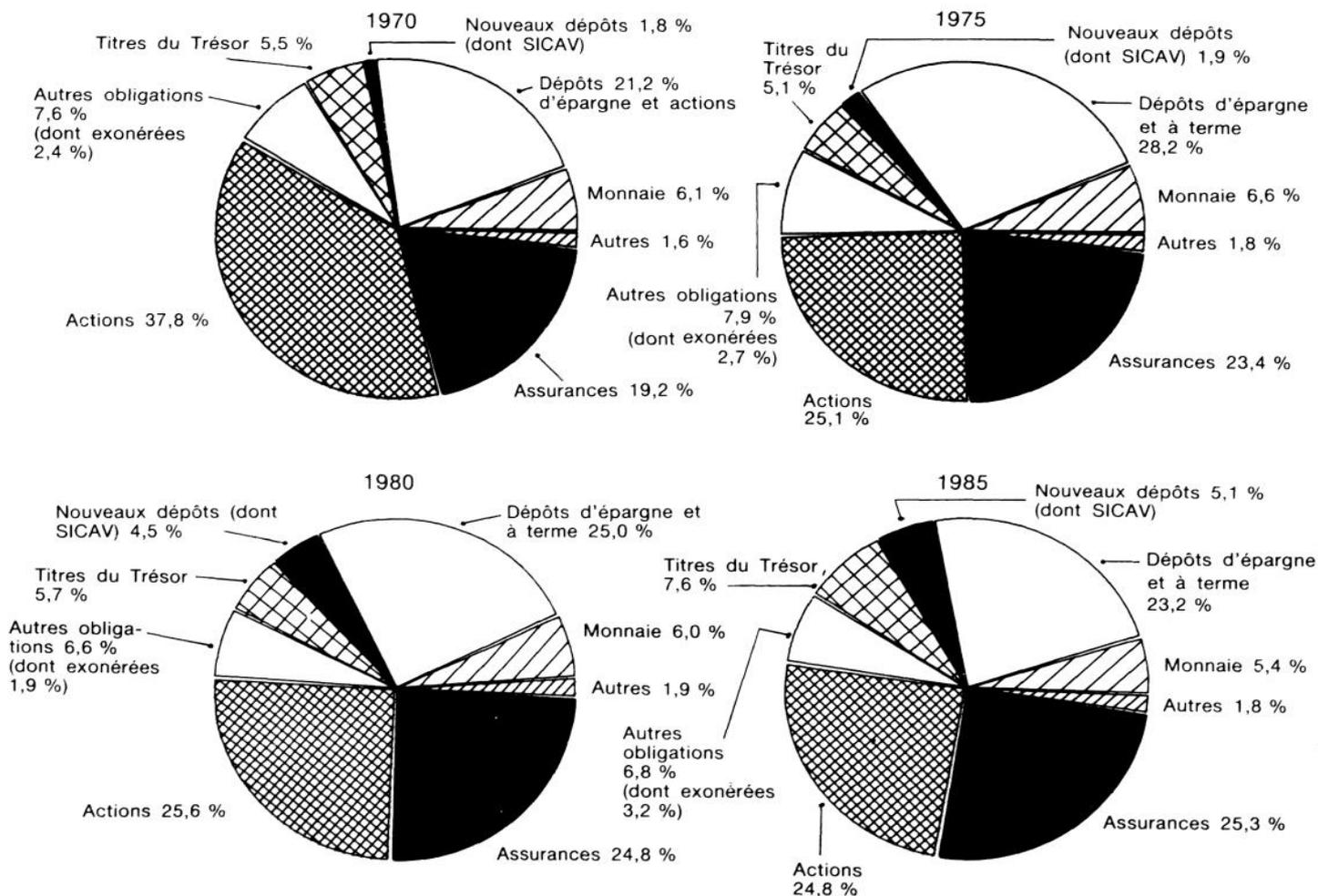
1985



(1) En France, le poste « actions » inclut les SICAV, y compris les SICAV court-terme.

(2) En RFA le poste « Autres » inclut les fonds de retraite employeurs.

Etats-Unis



Sources : France : Banque de France ; RFA : Bundesbank ; Etats-Unis : Federal Reserve System.

Aux Etats-Unis la distinction entre dépôts et titres est plus délicate, car il existe dans ce pays un important marché de titres négociables de toutes échéances. La part des dépôts a fortement augmenté (38 % contre 18 % quinze ans plus tôt) ce qui traduit notamment le développement de nouveaux produits. Cette évolution, alliée à celle des assurances, compense le recul de la part des actions. La part des titres du Trésor est restée très stable jusqu'en 1980 et s'est accrue depuis ; celle des autres obligations a plutôt reculé.

Placements et rendements

La fiscalité des ménages affecte le rendement effectif des différents types de placements considérés. Préalablement à l'analyse de son influence sur la structure de l'actif liquide et financier brut des ménages, il convient donc de préciser la relation entre taux de rendement effectif et demande d'actifs.

Demandes d'actifs : choix de portefeuille

Etant donné la taille du portefeuille total, déterminée par les décisions d'épargne que l'on suppose antérieures, le ménage décide de son partage entre les divers placements offerts en fonction de plusieurs critères, dont il est probable que l'importance varie avec la taille du portefeuille. Dans le cas des petits épargnants — les plus nombreux, mais dont la somme des portefeuilles ne constitue qu'une faible part du total — les considérations de liquidité et de disponibilité des placements sont primordiales, du moins pour la fraction des actifs détenus pour des motifs de précaution. Pour cette catégorie d'épargnants les habitudes de placement jouent sans doute aussi fortement, ce qui confère à leur portefeuille une grande inertie.

Au-delà de ces faibles montants l'allocation du portefeuille se fait selon des critères de diversification, qui peuvent encore inclure des considérations de liquidité, mais sont, à mesure que la taille du portefeuille s'accroît, de plus en plus dominées par le risque, c'est-à-dire la variabilité anticipée des rendements futurs des placements.

Etant donné les préférences de l'épargnant et en particulier son degré d'aversion à l'égard du risque, son choix entre deux actifs de même rendement espéré est dicté par le souci de diversification. Des actifs ayant des rendements différents peuvent être détenus simultanément s'ils ont des caractéristiques intrinsèques — liquidité et variabilité — différentes ; mais, toutes choses égales par ailleurs, une modification de la structure des taux de rendement des divers placements entraînera une réallocation des portefeuilles ⁽³⁾.

(3) Les fondements de l'analyse des choix de portefeuille ont été établis par Tobin (1969). La prise en compte explicite de la variabilité est due à Merton (1973). L'hypothèse d'une réallocation instantanée des portefeuilles ne s'applique réellement qu'aux marchés financiers.

Les hypothèses de rationalité qui sous-tendent cette analyse impliquent que les taux de rendement soient calculés en tenant compte de l'érosion monétaire et de la fiscalité. L'absence d'illusion monétaire suppose que l'inflation future soit anticipée correctement, ce qui n'est pas nécessairement le cas. S'agissant des placements liquides, l'inflation n'altère pas la hiérarchie des rendements ; et ceci vaut aussi pour les actions si le calcul des rendements tient compte des plus-values ou moins-values nominales anticipées. Quant à l'absence d'illusion fiscale, elle justifie l'évaluation de taux de rendement nets.

La structure des taux de rendement nominaux

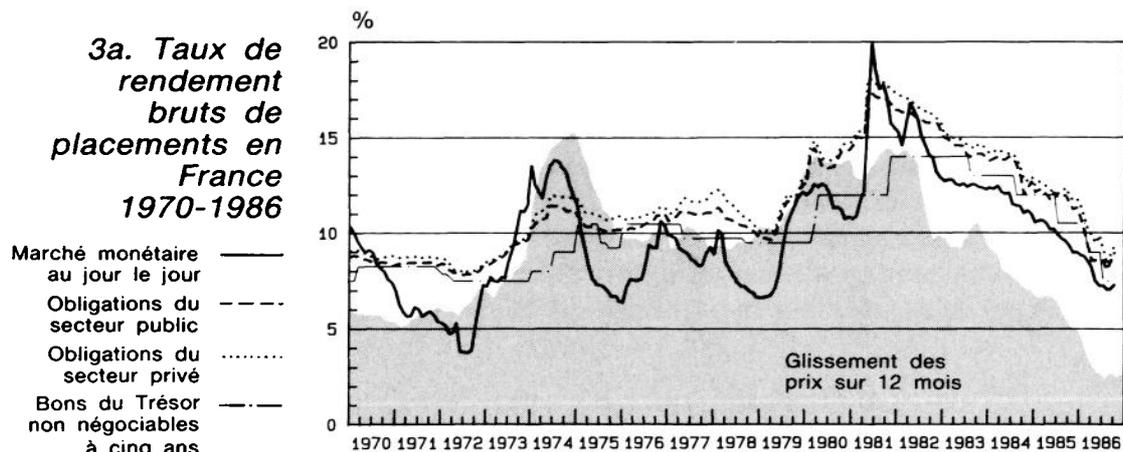
Les graphiques 3, 4 et 5, qui représentent les évolutions des principaux taux créditeurs des trois pays sur la période 1970-1986, font apparaître la stabilité relative de la structure des taux nominaux des différents placements, autres que les actions, en dépit de leur forte variabilité. D'une manière générale elle reflète avant tout les différences de terme : plus le terme d'échéance est éloigné, plus le taux de rendement est élevé. Pour des placements d'une durée comparable les différences de rendement s'expliquent par la rémunération du risque : ainsi, dans les trois pays, les obligations des sociétés ont-elles, en moyenne, un taux de rendement légèrement supérieur à celui des obligations publiques, généralement exemptes de risques de défaut de paiement. En outre, en l'absence d'illusion fiscale, les marchés financiers tiennent compte de la fiscalité sur les revenus des divers placements. Ceci intervient dans la détermination de la structure des taux de rendement bruts, mais généralement d'une manière difficile à déceler, les taux nets dépendant d'une fiscalité spécifique à chaque investisseur et, souvent, à chaque catégorie d'instruments de placement. Toutefois cette influence de la fiscalité sur la structure des taux bruts apparaît nettement dans le cas des Etats-Unis : les intérêts des obligations des Etats et collectivités locales ⁽⁴⁾ sont exonérés d'impôt, alors que ceux de la dette de l'Etat fédéral ne le sont pas. Aussi les premiers sont-ils en moyenne inférieurs aux seconds.

Variations de l'offre et du risque

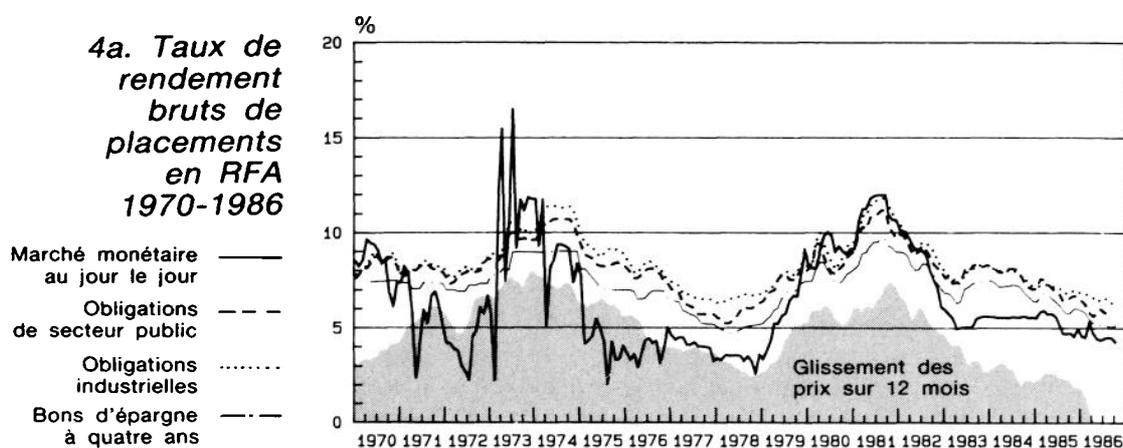
Pour une taille donnée du portefeuille financier brut des ménages, et à préférences inchangées, les augmentations de l'offre d'un actif provoqueront une augmentation de son taux de rendement. Dans la mesure où les actifs sont des substituts plus ou moins étroits, tous les rendements déterminés par les marchés financiers varieront dans le même sens, mais les différentiels de rendement avec l'actif dont l'offre relative a augmenté auront tendance à se réduire.

Il en va de même lorsque le risque perçu augmente pour un actif donné, comme l'illustrent les évolutions comparées des rendements des

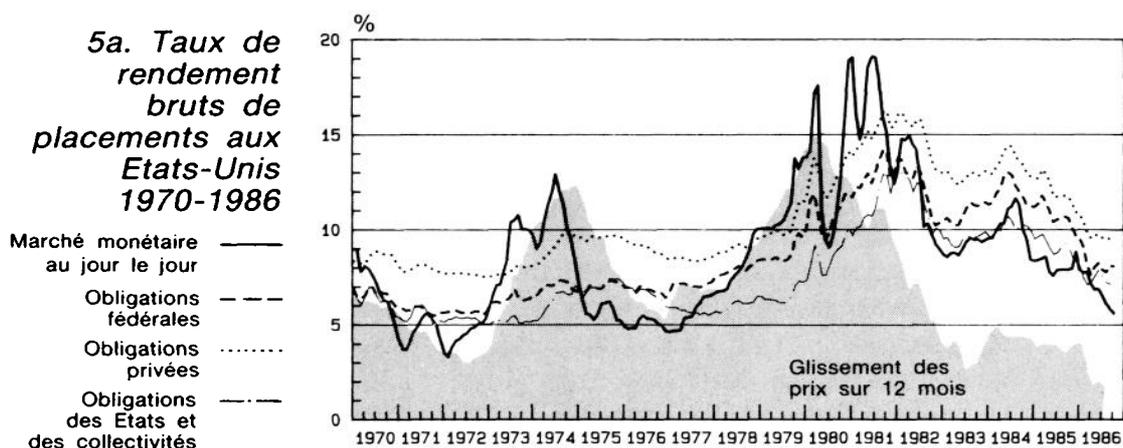
(4) Ces obligations servent à financer des investissements publics locaux ; mais elles ont aussi été émises, dans des proportions croissantes, pour permettre aux gouvernements locaux d'accorder des prêts bonifiés à des particuliers (logement) ou à des entreprises (zones de développement). La réforme fiscale de 1986 (annexe 3) supprime le bénéfice de l'exonération pour cette dernière catégorie, d'où le rapprochement des deux courbes en fin de période.



Sources : Banque de France, INSEE

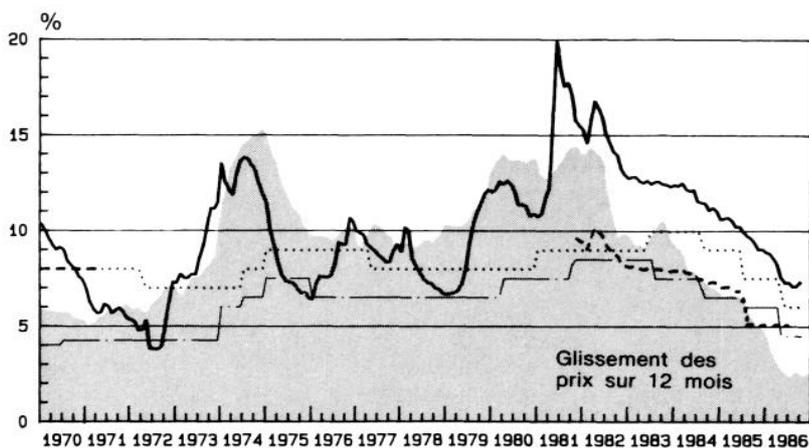


Source : Bundesbank



Source : Federal Reserve System

obligations fédérales et des obligations des Etats et collectivités locales aux Etats-Unis dans les années 1975-1976, période marquée par un creusement rapide des déficits des budgets non-fédéraux et surtout par la crise financière de plusieurs gouvernements locaux particulièrement visibles, dont la ville de New York alors en situation de cessation de paiement.

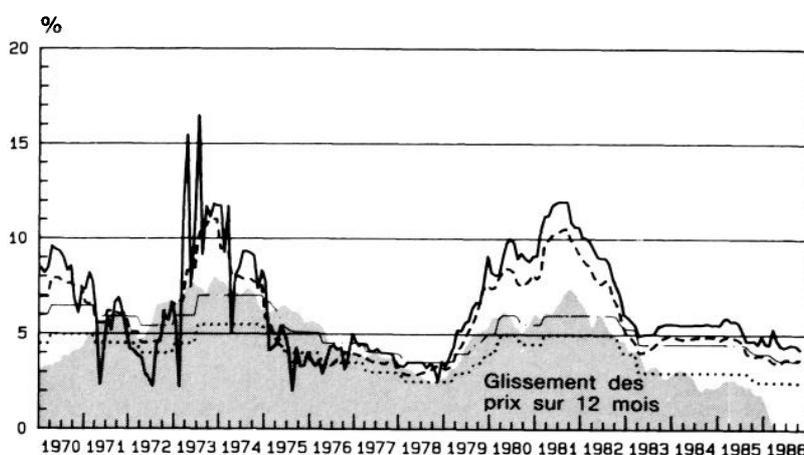


3b. Taux de rendement bruts de placements en France 1970-1986

- Taux du marché monétaire
- - - Livrets
- Plans d'épargne-logement
- · - · - · Dépôts à terme à un an de 200 000 F à 500 000 F (1)

Sources : Banque de France, INSEE

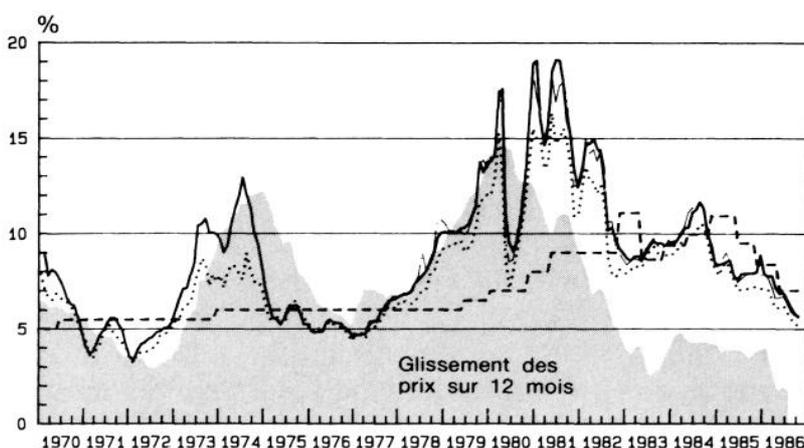
(1) Livres jusqu'en septembre 1981.



4b. Taux de rendement bruts de placements en RFA 1970-1986

- Marché monétaire au jour le jour
- - - Dépôts à terme de un à trois mois
- Dépôt d'épargne délai légal
- · - · - · Dépôt d'épargne préavis douze mois

Source : Bundesbank



5b. Taux de rendement bruts de placements aux Etats-Unis 1970-1986

- Marché monétaire au jour le jour
- Bons du Trésor à trois mois
- - - Bons du Trésor non négociables
- · - · - · Certificats de dépôts à trois mois

Source : Federal Reserve System

Réglementation concernant les dépôts

Pendant la période 1970-1986 les taux nominaux sur les marchés financiers ont eu tendance à varier dans le même sens que le taux d'inflation, sans que l'ajustement soit parfait. L'inflation des années soixante-dix se traduit en France et aux Etats-Unis par une diminution

marquée des taux réels, qui demeurent assez longtemps négatifs ce qui n'est pas le cas en RFA. Inversement la désinflation des années quatre-vingt s'accompagne partout d'une forte augmentation des taux réels. Simultanément la variabilité de l'inflation a perturbé la structure des rendements nominaux, les taux courts (par exemple le taux de l'argent au jour le jour) réagissant plus vigoureusement aux changements des anticipations inflationnistes ⁽⁵⁾.

Certains taux n'ont cependant pas évolué au rythme de l'inflation et n'ont pas suivi les déformations de l'ensemble de la structure : c'est le cas des taux des dépôts d'épargne et dépôts à terme qui, en France et aux Etats-Unis, faisaient l'objet d'une réglementation de la part des autorités monétaires.

En France cette réglementation concernait la quasi-totalité des placements à court terme (encadré 1). Assouplie en 1979, elle a été brusquement renforcée en septembre 1981. Par la suite les montants minima au-delà desquels la rémunération des placements à court terme était libre ont été régulièrement abaissés. Le durcissement de 1981 a encouragé le développement d'une série de nouveaux instruments de placement à court terme — en particulier les SICAV à court terme — dont la rémunération est déterminée par le marché, ce qui a entraîné une diminution importante de la part des dépôts réglementés dans le patrimoine financier des ménages. La réglementation a maintenu des taux de rendement nominaux constamment très inférieurs aux taux du marché et s'est traduite par une rémunération réelle brute négative de ces dépôts jusqu'en 1984. Depuis lors, les taux réels bruts sur les placements encore réglementés se sont régulièrement accrus, en se rapprochant des taux du marché.

En Allemagne, au contraire, il n'existe officiellement aucune réglementation de la Bundesbank concernant la rémunération des placements. Mais en raison d'une entente entre les banques, qui fixent leurs taux créditeurs de concert, les taux servis sur la plupart des dépôts d'épargne ont beaucoup moins varié que les taux du marché. Ils en sont en moyenne plus proches que dans les autres pays. Toutefois l'écart entre ces taux et ceux des dépôts à terme — voisins de ceux du marché — s'est creusé dans les périodes de forte hausse de ces derniers, ce qui explique qu'en dépit de primes accordées alors par les banques sur les dépôts d'épargne, leur part s'est réduite au profit des autres placements.

Aux Etats-Unis, comme en France, la plupart des taux de rémunération des dépôts des ménages étaient contrôlés au début des années soixante-dix (réglementation Q). La déréglementation y a toutefois été plus précoce et plus globale, tandis que se multipliaient les innovations financières, qui ont considérablement élargi les choix de placement des particuliers ⁽⁶⁾. Dès 1976 la rémunération des dépôts à court terme d'un

(5) Le mode de conduite de la politique monétaire conditionne dans une large mesure ces réactions : ainsi la variabilité de ce taux est-elle bien plus grande aux Etats-Unis entre 1979 et 1983, c'est-à-dire dans la période où les autorités monétaires s'abstiennent d'en atténuer volontairement les fluctuations.

(6) Pour une analyse de ces questions, on se reportera à l'article de Christian de Boissieu (1983) et, pour une chronologie détaillée des mesures, à l'étude OCDE (1983) (annexe 4).

1. Placements financiers à taux administrés

Une des caractéristiques du système financier français est que la plupart des placements liquides ont une rémunération fixée officiellement, qui ne résulte pas des conditions d'un marché. Les dépôts d'épargne sous forme de livrets ou de comptes auprès des banques ou des caisses d'épargne (24,5 % du patrimoine financier des ménages en 1985, graphique 2) sont dans ce cas, ainsi que les plans d'épargne-logement. Quant aux dépôts à terme et bons non négociables, leur rémunération est maintenant libre lorsque leur terme est supérieur à trois mois. Depuis 1979 les rémunérations étaient libres pour les dépôts d'échéance supérieure à un an ou d'un montant supérieur à 100 000 F. En 1981 la liberté de rémunérer les dépôts à terme n'a été laissée qu'à ceux dont l'échéance était supérieure à un an ou dont l'échéance était supérieure à six mois et le montant supérieur à 500 000 F. Cette mesure restrictive, progressivement levée, a été à l'origine du développement des SICAV court terme et de la réduction de la part des dépôts à terme. La rémunération des titres négociables récemment créés est déterminée par le marché.

Une autre particularité du système financier est l'exonération fiscale totale de plusieurs produits de placement. 82 % des encours des livrets et comptes d'épargne sont ainsi actuellement exonérés^(*), auxquels il faut ajouter les plans d'épargne logement et les livrets d'épargne entreprise. Les conditions d'accès à ces placements sont peu restrictives : un livret par personne et existence d'un plafond. Les livrets d'épargne populaire qui comportent une protection contre l'inflation sont réservés aux personnes qui paient un faible impôt sur le revenu. Les intérêts perçus sur l'ensemble des comptes exonérés représentaient en 1985 environ 45 % du total des revenus d'intérêt des ménages.

En 1986 toute personne peut cumuler un livret A ou un livret bleu du Crédit mutuel (plafond de 72 000 F) et un CODEVI (plafond de 10 000 F), dépôts dont la liquidité est totale. Le montant maximum d'intérêts exonérés (avec un taux de 4,5 %) est donc d'environ 3 700 F par personne.

(*) Les livrets A de Caisse d'épargne, les livrets bleus du Crédit mutuel, les livrets d'épargne populaire, les comptes pour le développement industriel et les comptes d'épargne-logement.

montant important (*Large CD's* à trois mois) était libérée ; elle suit depuis lors étroitement le taux du marché au jour le jour. Jusqu'au début des années quatre-vingt cependant la liberté des taux ne concernait, pour l'essentiel, que les dépôts importants ; les autres étaient rémunérés à un taux proche de celui des *savings bonds* (qui sont des bons du Trésor), à l'exception des fonds communs de placement monétaires (*MMMMF : Money Market Mutual Funds*) qui, bien qu'autorisant de faibles montants et des retraits par chèque, sont libres depuis 1979. Aujourd'hui le démantèlement de la réglementation est pratiquement achevé et la quasi-totalité des dépôts est rémunérée au-delà d'un montant minimum fixé par chaque banque. Le taux de rémunération des placements d'épargne est devenu voisin des taux pratiqués sur les

marchés d'instruments comparables et les dépôts à vue sont eux-mêmes généralement rémunérés, bien qu'à des taux plus faibles.

L'anomalie apparente que constitue la coexistence, dans ces trois pays, de montants importants de dépôts mal rémunérés et d'instruments de placement dont les rendements sont plus élevés s'explique avant tout par des considérations de taille. Les premiers étaient, pour l'essentiel, le fait de petits épargnants, dont les portefeuilles sont insuffisants pour avoir accès à des instruments plus rémunérateurs et permettre la diversification⁽⁷⁾. L'existence en fin de période de telles possibilités de diversification dans les trois pays suffit à expliquer le rapprochement de tous les taux de rendement bruts. Le faible niveau de rémunération des placements contribue à expliquer la baisse de leur part dans les portefeuilles, aussi bien que le développement rapide des SICAV à court terme, dont les caractéristiques de liquidité sont semblables. En outre dans certains cas, et singulièrement en France, les dépôts en placements réglementés sont assortis d'avantages fiscaux importants qui réduisent considérablement les écarts de taux de rendement, nets, cette fois, de l'imposition.

L'épargne financière et les autres postes du bilan des ménages

L'hypothèse selon laquelle les ménages gèrent leur portefeuille financier indépendamment de leurs autres avoirs et des décisions d'épargne souffre toutefois de quelques limitations importantes. Il existe en effet, comme on l'a souligné au début de cette étude, d'autres types de placements — fonciers, immobiliers et mobiliers — dont les caractéristiques et les taux de rendement interfèrent avec ceux des placements financiers dans les décisions d'allocation de l'épargne. Les régimes fiscaux applicables aux placements non financiers sont très divers⁽⁸⁾, et les distorsions introduites par le système fiscal sont donc, a priori, plus nombreuses que celles que nous faisons apparaître ici.

La considération des seuls taux de rendement des actifs financiers des ménages suppose en outre que l'on accepte d'analyser le portefeuille brut indépendamment du passif, ce qui conduit à négliger un autre canal d'influence de la fiscalité : la déductibilité des intérêts débiteurs. Celle-ci est autorisée d'une manière inégalement libérale dans les régimes fiscaux des trois pays considérés (voir annexes). Elle constitue une incitation à l'endettement dans la mesure où elle en réduit le coût effectif. Ainsi le régime fiscal en vigueur aux Etats-Unis jusqu'en 1986, où la quasi-totalité des intérêts versés par les ménages est déductible du revenu imposable, tend, pour un actif net donné, au gonflement de l'actif brut, et en particulier de l'actif financier brut, en raison du traitement relativement favorable (abattements, imposition partielle des gains en capital...) de ces éléments du patrimoine.

(7) La part des placements réglementés dans le total a cependant eu partout tendance à baisser jusqu'au début des années quatre-vingt.

(8) Sur ces régimes voir : Conseil national des impôts, 1986. Ce rapport adopte une division du portefeuille des ménages différente de la nôtre : les placements immobiliers et mobiliers sont inclus, mais l'épargne liquide en est exclue.

La possibilité d'investir en logement pose des problèmes spécifiques. D'une part, en effet, la dichotomie supposée entre détermination du montant de l'épargne et allocation du portefeuille repose sur des hypothèses de comportement d'épargne qui semblent particulièrement irréalistes pour ce type d'investissements. C'est, en particulier, le cas de l'hypothèse de l'absence de contrainte de liquidité, qui suppose que les ménages ont la faculté de s'endetter au taux du marché, sans rationnement. Or en pratique, et surtout en France⁽⁹⁾, la nécessité d'un apport personnel et la liaison entre épargne-logement et bonification d'intérêt sur les prêts consentis à ce titre contribuent à établir une relation étroite entre une partie de l'épargne financière et le désir d'acquisition d'une résidence. Ceci se traduit par un profil particulier de l'épargne financière du ménage individuel et, toujours dans le cas de la France, par le choix privilégié de certains instruments de placement. La fiscalité accentue ces effets de la réglementation en avantageant ces instruments. D'autre part le régime fiscal favorise l'investissement en logement en ne taxant pas le revenu — en nature — de ce capital dans le cas des résidences (loyer fictif)⁽¹⁰⁾. Mais à l'inverse, l'investissement en logement n'est pas amortissable — sauf partiellement du fait de l'abattement sur les loyers imposés — et les intérêts des emprunts ne sont pas intégralement déductibles. De plus la fiscalité locale est, pour une bonne part, assise sur la valeur cadastrale des immeubles, de même que les droits de mutations. Ces distorsions, potentiellement importantes, ne sont pas directement prises en compte dans cette étude.

L'incidence de la fiscalité ⁽¹¹⁾

Les placements des ménages sont, dans les trois pays, soumis à une fiscalité complexe, dont l'essentiel peut être regroupé en trois grandes catégories : l'imposition des revenus de placement, l'imposition du patrimoine et l'imposition des successions ou cessions à titre gratuit⁽¹²⁾. Pour être exhaustive l'évaluation de l'incidence de la fiscalité devrait tenir compte simultanément de tous ces impôts dans le calcul

(9) Aux Etats-Unis le marché des prêts hypothécaires pour l'acquisition des résidences principales est plus développé et soumis à des contraintes bien moindres.

(10) La situation aux Etats-Unis est comparable ; en outre les plus-values sur la vente de la résidence principale bénéficient d'un traitement plus favorable (abattements) que les autres gains en capital. En RFA, au contraire, un loyer fictif est imputé au revenu imposable des propriétaires.

(11) Les informations précises sur la fiscalité des placements sont difficilement repérables pour les pays étrangers, surtout sur une période aussi longue. Les principaux aspects des fiscalités étrangères en 1985, tels qu'ils sont résumés dans les annexes proviennent, en partie, d'une publication de la Banque de France (1986b) et du rapport du CNI (1986). Pour 1986 et au-delà, seules les lois fiscales des pays étudiés contiennent les éléments nécessaires. Le rapport Dautresme (Documentation française, 1982) contient une comparaison pour 1981. L'étude du NBER (1984) fait le point sur la RFA et les Etats-Unis en 1980. Pour ce dernier pays, l'ouvrage de Pechman (1984) permet d'établir une chronologie précise des modifications de la fiscalité depuis 1970, et même en-deçà.

(12) Le récent rapport du Conseil national des impôts (1986) contient une étude détaillée des différents types d'imposition du patrimoine immobilier et mobilier des ménages en France, ainsi que des éléments de comparaison internationale. Le patrimoine liquide est toutefois exclu du champ d'investigation de ce rapport.

des taux de rendement nets, ce qui est pratiquement irréalisable sur une période aussi longue que celle étudiée ici, en raison de la complexité des codes fiscaux et de la fréquence des modifications apportées aux régimes des placements au cours des quinze dernières années.

Taux de rendement nets d'impôt sur le revenu

Les revenus des placements liquides et valeurs mobilières sont généralement inclus dans le calcul de l'assiette imposable au titre de l'impôt sur le revenu des personnes physiques, après des déductions et abattements dont les modalités sont variables dans le temps et dans l'espace considérés ici (voir annexes). Le régime applicable aux valeurs négociables est distinct de celui des autres placements, en particulier du fait de l'existence de plus-values de cession ; ce cas est donc traité séparément.

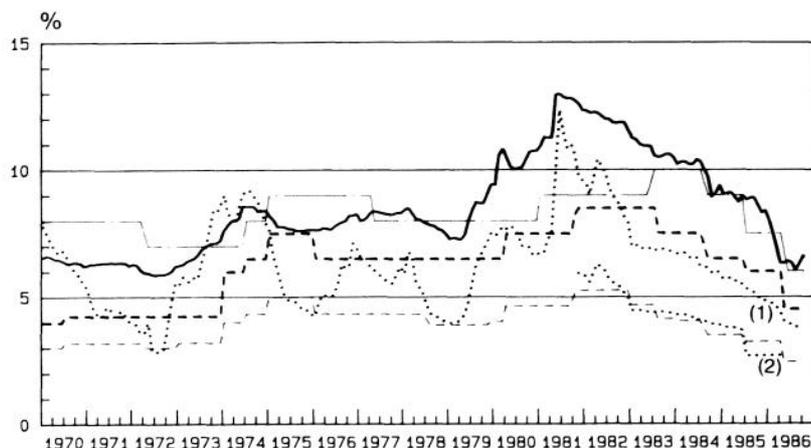
Les placements liquides et en obligations non-cédées

En France le contribuable a le choix, pour les revenus de cette partie de son portefeuille, entre un prélèvement libératoire à taux forfaitaire (dans le cas des impôts dus en 1986, 26 % pour les revenus des obligations et 46 % pour les autres catégories de placements soumis à l'impôt sur le revenu) et l'inclusion de ces revenus dans l'assiette imposable au titre de l'impôt sur le revenu des personnes physiques, après abattement (plafonné à 5 000 F pour les obligations en 1985 ; voir annexe 1). Il ne choisira l'inclusion que dans les cas où le taux marginal d'imposition de ses revenus est inférieur au taux forfaitaire, ce qui dépend de la tranche dans laquelle il se trouve, pour l'ensemble de ses revenus ⁽¹³⁾. Les taux de rendement nets d'impôt sur le revenu qui sont représentés sur le graphique 6 sont donc des minima — correspondant à l'imposition maximale sur cette catégorie de revenus. Il apparaît que les taux des placements réglementés mais exonérés d'impôt (livret A et plan d'épargne logement, voir encadré 1) sont beaucoup plus proches des taux de rendement des autres placements que ne l'indiquait la considération des seuls taux bruts. L'épargne-logement a même, depuis 1984, un rendement net du même ordre que celui des obligations non-cédées, mais elle n'est pas aussi liquide. Ces placements exonérés sont toutefois devenus particulièrement avantageux pour les contribuables les plus aisés ⁽¹⁴⁾.

Aux Etats-Unis il n'existe pas d'équivalent au taux forfaitaire de prélèvement libératoire sur les placements. Leurs revenus sont donc généralement imposables au titre de l'impôt sur le revenu, après abattement forfaitaire, le taux marginal d'imposition qui prévaut étant celui de la tranche correspondante. Pour l'établissement du graphique 8, qui concerne les obligations, considérées comme représentatives du régime général des placements, les différents taux de rendement nets ont été

(13) Signalons que le calcul du revenu imposable n'inclut en France que 72 % des revenus salariaux.

(14) Ces placements sont exempts de risques autres que l'érosion monétaire. Ils sont cependant plafonnés (encadré 1).

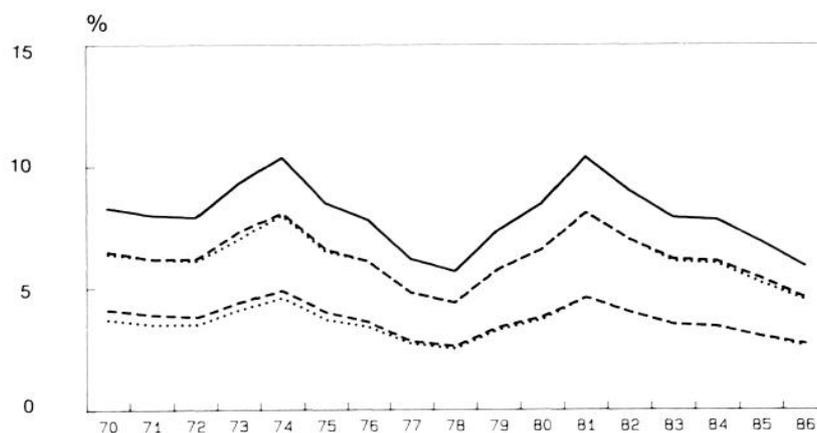


6. Taux de rendement nets - France 1970-1986 (*)

- Obligations
- - - Livrets A
- · - · - Autres livrets
- - - Plans d'épargne-logement
- (1) Placements au taux du marché
- · - · - (2) Dépôts à terme à un an de 200 000 F à 500 000 F

Sources : Banque de France et calculs des auteurs

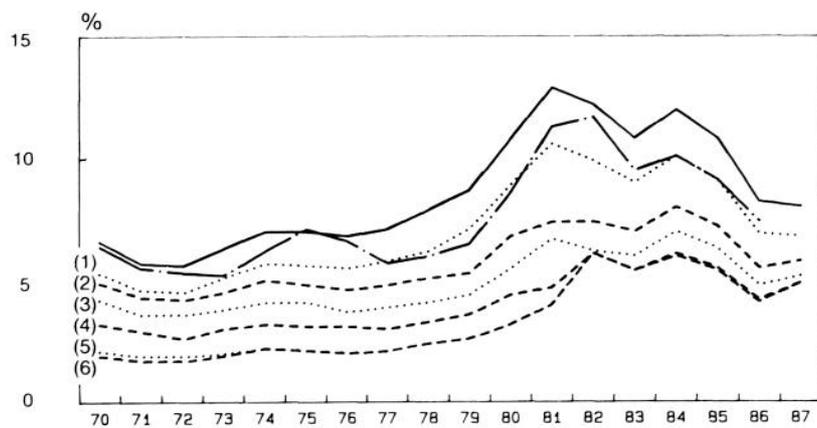
(*) Sauf le taux des dépôts à terme à un an et d'un montant compris entre 200 000 F et 500 000 F, qui était libre jusqu'en septembre 1981 et n'apparaît donc qu'entre 1981 et 1986.



7. Taux de rendement nets des obligations publiques selon la tranche d'imposition RFA 1970-1986

- Taux brut
- - - Tranche à 22 %
- · - · - Première tranche progressive
- - - Deuxième tranche progressive
- Tranche à 56 %

Sources : Bundesbank et calculs des auteurs



8. Taux de rendement nets des obligations publiques selon la tranche d'imposition Etats-Unis 1970-1987 (*)

- Taux brut
- · - · - Taux des obligations des Etats et des collectivités
- (1) Pour un revenu imposable de 5 000 \$ (\$ 1970)
- (2) — Revenu de 15 000
- (3) Revenu de 25 000
- (4) — Revenu de 50 000
- (5) Revenu de 150 000
- (6) — Revenu de 500 000

Sources : Federal Reserve System et calculs des auteurs

(*) L'année 1987 a été incluse pour faire apparaître l'effet de la réforme fiscale. On a supposé que les taux nominaux avaient en moyenne leur valeur de fin 1986.

évalués en prenant des niveaux de revenu imposable constant en termes réels, c'est-à-dire évoluant au rythme de l'inflation observée. Le creusement, à tout niveau de revenu, de l'écart entre le rendement brut et le rendement net fait ainsi apparaître l'accroissement continu de la pression fiscale jusqu'en 1982, du fait de la non-indexation des tranches du barème (annexe 3). Cet accroissement est particulièrement sensible pour les tranches moyennes et supérieures. A l'inverse les réductions d'imposition à partir de 1981, puis la réforme fiscale de 1986, ont eu pour effet de rapprocher rendements brut et net, mais davantage pour les tranches les plus élevées, grâce à l'abaissement systématique du taux marginal maximum d'imposition. Le rendement des obligations des Etats et collectivités locales, exonérées d'impôt, est, en fin de période, proche du rendement net des obligations fédérales pour un contribuable à faible revenu.

En RFA on peut observer le même type de dérive due à l'inflation, dans la mesure où les revenus de placement sont, là aussi, imposables au titre de l'impôt sur le revenu sans prélèvement forfaitaire et où les barèmes n'ont été réévalués que de manière épisodique. Toutefois cet alourdissement de la fiscalité est moins sensible qu'aux Etats-Unis, car l'inflation a été en moyenne très inférieure en RFA. Les taux de rendement nets présentés sur le graphique 7 concernent les obligations d'Etat, en l'absence de plus-values réalisées. Ils ont été évalués pour différents niveaux de revenu qui, comme dans les évaluations effectuées pour les obligations américaines, sont supposés augmenter au rythme de l'inflation observée. Les diverses réévaluations du barème produisent des diminutions d'imposition dans les tranches inférieures, mais une fraction croissante des contribuables se trouve, en fin de période, soumise au taux marginal maximum d'imposition, soit 56 %. Toutefois il s'agit, dans ce cas aussi, de minima des taux de rendement nets pour cette catégorie de placements dans la mesure où existent des abattements (annexe 2). Des abattements plus importants existent en outre pour des contribuables dont les revenus sont faibles. Ceux-ci bénéficient aussi de primes spécifiques sur des placements longs, tels que des dépôts à terme, dont le rendement brut est plus bas que celui des obligations.

Actions et obligations cédées.

Les actions, comme les obligations, peuvent être soumises à deux types d'imposition sur le revenu : si elles ne sont pas cédées, les revenus perçus sont imposables ; en cas de cession ce sont les plus-values nettes réalisées qui le sont.

Aux Etats-Unis le régime général de l'impôt sur les revenus est applicable aux dividendes : au titre de l'impôt sur les bénéfices des sociétés, ils sont imposables comme les bénéfices non-distribués (taux maximum de 46 % actuellement) ; au titre de l'impôt sur le revenu des personnes, ils le sont, après abattement forfaitaire, comme tout autre revenu. Les bénéfices distribués sont donc soumis à une double imposition.

En France et en RFA, au contraire, les dividendes sont sous le régime de l'avoir fiscal (encadré 2), qui permet, lorsqu'il est de 100 %

(cas allemand), d'éliminer complètement la double imposition des bénéfices distribués et limite donc le taux global de prélèvement (sur les sociétés et sur leurs actionnaires) au taux d'imposition de l'actionnaire. Le système français constitue, de ce point de vue, un cas intermédiaire. En général il semble que les marchés tiennent compte, pour déterminer le taux de rendement, de la fiscalité.

2. Avoir fiscal

Le mécanisme de *l'avoir fiscal* est utilisé pour atténuer ou supprimer la double imposition des bénéfices distribués par une entreprise résidente, une fois au titre de l'impôt sur les sociétés, une fois au titre de l'impôt sur le revenu.

L'actionnaire qui reçoit un dividende devient créancier du Trésor public pour tout ou partie de l'impôt sur les bénéfices versé par la société. Cette créance ou avoir fiscal s'ajoute à son revenu, accroissant son revenu imposable, mais elle est ensuite déduite du montant de l'impôt.

En RFA le taux d'imposition des bénéfices distribués est de 36 %, l'avoir fiscal est de 100 %. Pour un bénéfice à distribuer de 100, l'impôt est de 36, le dividende de 64. L'actionnaire déclare au titre de ses revenus non pas 64, mais 100 (64 + 36 d'avoir fiscal), calcule son impôt, par exemple à 40 %, soit 40 et déduit l'avoir fiscal de 36. Il versera 4 d'impôt au titre de ce dividende (soit 6,25 %). L'impôt total est bien de 40 (4 + 36).

En France, avec un taux d'imposition de 50 % et un avoir fiscal de 50 %, l'impôt sur les sociétés est de 50, le dividende de 50. L'actionnaire déclare 75 (50 reçu + 50 % de l'impôt payé, 50), calcule son impôt à 40 %, soit 30, et retranche 25. Il verse donc 5 d'impôt au titre du dividende (soit 10 %). L'impôt total est de 55 (5 + 50).

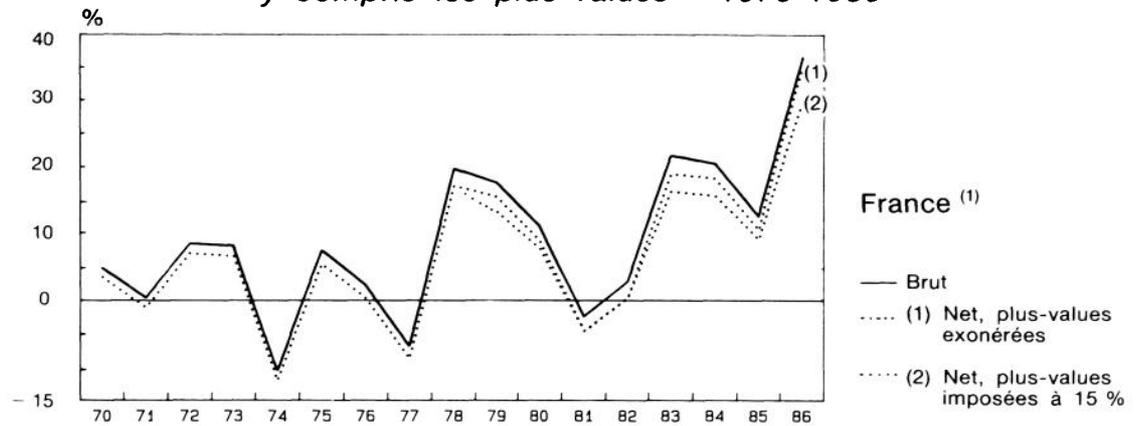
Avec le taux actuel de l'IS à 45 %, l'avoir fiscal reste à 50 % du dividende reçu. L'actionnaire reçoit 55, déclare 82,25 (55 x 1,5), calcule l'impôt à 40 %, soit 33, retranche 27,5 et paye 5,5 d'impôt (soit 10 %). L'impôt total est de 50,5 (5,5 + 45). L'avoir fiscal calculé par rapport à l'impôt payé au titre des bénéfices (22,5/45) est de 61 %.

Aux Etats-Unis il n'y a pas d'avoir fiscal.

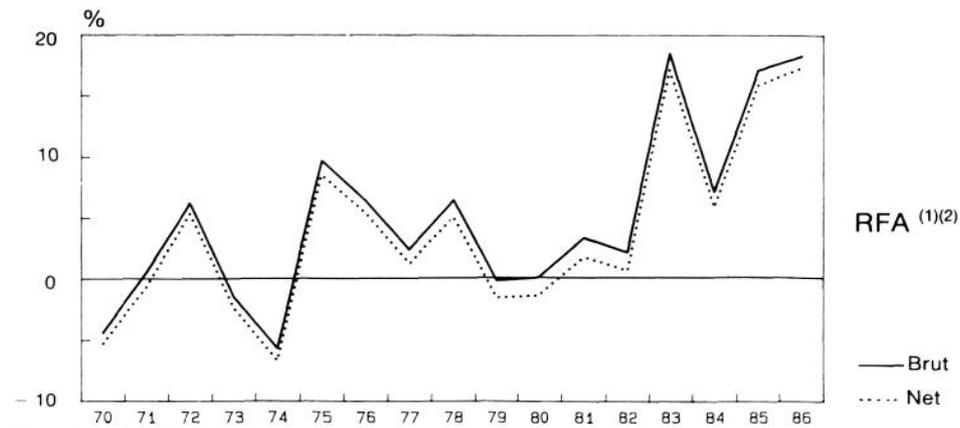
Le mécanisme de l'avoir fiscal conduit à réduire fortement l'imposition marginale sur les dividendes effectivement perçus. Dans le cas français (avoir fiscal à 50 %) celle-ci s'établit, pour les tranches à 10, 20, 30, 35, 40, 50, 58 %, à - 35, - 20, - 5, + 2,5, 10, 25, 37 %. Ainsi, jusqu'à la tranche d'imposition à 50 %, les dividendes sont moins imposés que les revenus d'obligation (qui le sont à 26 %). Rapportée au montant du bénéfice à distribuer, l'imposition marginale totale (IR + IS) est respectivement de 25,7 ; 34,0 ; 42,0 ; 46,3 ; 50,5 ; 58,6 ; 65,2.

Les plus-values réalisées sont imposables en France et aux Etats-Unis, selon des modalités spécifiques ⁽¹⁵⁾, alors qu'elles ne le sont pas en RFA, du moins pour des périodes de détention dépassant six mois (voir annexes).

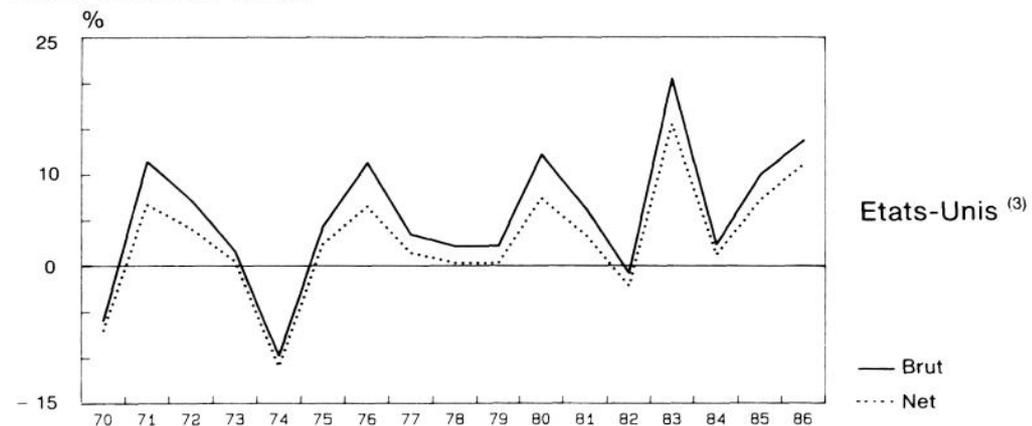
9. Taux de rendement brut et net des actions, y compris les plus-values - 1970-1986



Source : calculs des auteurs



Source : calculs des auteurs



Source : calculs des auteurs

(1) Y compris l'avoir fiscal

(2) Taux marginal d'imposition du revenu à 56 %

(3) Taux marginal d'imposition du revenu à 50 %

(15) Le taux d'imposition des plus-values est très inférieur à celui qui s'applique aux revenus ordinaires, ce qui, toutes choses égales par ailleurs, tend à décourager la distribution de dividendes et à favoriser la capitalisation boursière, surtout lorsque l'inflation est peu élevée.

En France et aux Etats-Unis la pression fiscale sur les revenus d'actions est généralement une combinaison de l'imposition des dividendes et de celle des plus-values réalisées, illustrée dans les graphiques 9 par des évaluations conventionnelles sur l'ensemble de la période étudiée. Celles-ci ont été établies pour un cas particulier, celui d'un actionnaire imposé au taux maximum de l'impôt sur les revenus pour ses dividendes et qui revend ses actions au cours moyen de l'année considérée, après les avoir détenues pendant un an. Il apparaît que, même en tenant compte de l'imposition des plus-values réalisées, la fin de période, à partir de 1982, se caractérise par des taux de rendement nets très élevés pour les actions, dans les trois pays et singulièrement en France, ce qui contribue à expliquer la déformation de la structure des patrimoines au profit des actions dans les années quatre-vingt.

Un problème du même ordre se pose dans le cas des plus-values sur cession d'obligations. L'évaluation de l'incidence globale de la fiscalité sur les revenus est cependant beaucoup plus délicate, sauf à avoir recours à des hypothèses précises concernant la maturité de l'obligation, la durée de sa détention..., hypothèses qui sont peu compatibles avec le type de données dont on dispose.

L'incidence des impôts sur le patrimoine ⁽¹⁶⁾

Outre l'imposition de ses revenus, le patrimoine supporte des prélèvements obligatoires dont l'assiette est son montant, généralement net des dettes. Alors que les droits d'enregistrement et de timbres en cas de cession à titre onéreux sont, dans les trois pays, négligeables pour les transactions financières, les droits de mutation à titre gratuit (droits de succession) sont relativement importants, bien qu'ils ne soient perçus qu'à de longs intervalles de temps. En France, où le produit de cet impôt représentait en 1985 environ 1 % des recettes fiscales de l'Etat, les taux, généralement progressifs, sont compris entre ceux pratiqués aux Etats-Unis, où c'est le seul impôt assis sur le patrimoine total, y compris financier ⁽¹⁷⁾, et ceux de la RFA, où ils sont relativement faibles.

L'imposition annuelle du patrimoine est pratiquée en Allemagne et l'a été, en France, entre 1981 et 1986, avec l'IGF (impôt sur les grandes fortunes), supprimé à partir de 1987, sauf pour les bons anonymes qui représentent une part non-négligeable des patrimoines. Dans les deux pays l'assiette comprend le patrimoine financier ; mais alors qu'en RFA l'abattement est important, les exclusions peu nombreuses et le taux fixe (0,6 % depuis 1978), le taux de l'IGF était fortement progressif et les exonérations nombreuses, ce qui le rendait peu productif de recettes fiscales (Conseil national des impôts, 1986).

(16) Pour plus de détail, on consultera le rapport du CNI (1986), auquel nous empruntons les évaluations d'incidence fiscale globale présentées ici.

(17) Quelques Etats et collectivités locales incluent des éléments du patrimoine financier dans l'assiette des impôts sur la propriété. En général, toutefois, seules les propriétés foncière et bâtie sont imposables à ce titre.

Les tableaux suivants illustrent, dans le cas de la France et avec le régime fiscal de 1985, l'effet de la prise en compte de ces impôts, en plus de l'impôt sur le revenu, sur les taux de rendement nets moyens des actions et obligations, selon la taille du patrimoine financier. Les rendements ainsi calculés de ces deux types de placement ne sont pas comparables car celui des actions ne tient pas compte des plus-values. En dépit de taux marginaux relativement peu élevés et de leur faible rapport pour le budget de l'Etat, ces impôts réduisent sensiblement les rendements nets pour les contribuables situés dans les tranches les plus hautes des barèmes.

1. Rendement moyen courant d'un portefeuille d'actions (*)
en fonction de son montant en 1985

| Actions françaises | Taux de rendement brut (en %) | Revenu net avant abattements ⁽¹⁾ (en francs) | Revenu imposable ⁽²⁾ (en francs) | Taux moyen d'impôt sur le revenu ⁽³⁾ (en %) | Taux moyen de l'impôt sur les grandes fortunes (en %) | Taux de rendement net après impôts (en %) |
|------------------------|----------------------------------|--|--|---|--|--|
| 1 million de francs | 4,88 | 48 800 | 45 800 | 3,9 | — | 4,69 |
| 5 millions de francs | 4,88 | 244 000 | 241 000 | 29,2 | 0,16 | 3,3 |
| 10 millions de francs | 4,88 | 488 000 | 488 000 | 42,6 | 0,58 | 2,22 |
| 20 millions de francs | 4,88 | 976 000 | 976 000 | 54,8 | 1,05 | 1,16 |
| 50 millions de francs | 4,88 | 2 440 000 | 2 440 000 | 62,1 | 1,69 | 0,16 |
| 100 millions de francs | 4,88 | 4 880 000 | 4 880 000 | 64,5 | 1,9 | - 0,17 |

Source : Conseil des impôts.

(*) En l'absence de plus-values réalisées.

(1) Y compris avoir fiscal. Le revenu effectivement perçu par l'actionnaire n'est que $\frac{2}{3} \times 4,88\%$ soit 3,25 %. Le taux de rendement net après impôts est donc en fait supérieur au taux effectif brut avant impôt, pour les tranches les moins élevées, du fait de l'avoir fiscal (voir encadré).

(2) Le revenu imposable tient compte de l'abattement de 3 000 F pour les actions françaises.

(3) Le taux moyen d'imposition à l'impôt sur le revenu est rapporté au revenu net avant abattement.

2. Rendement moyen courant d'un portefeuille d'obligations (*)
en fonction de son montant en 1985

| Obligations françaises | Taux de rendement brut (en %) | Revenu net avant abattements ⁽¹⁾ (en francs) | Revenu imposable ⁽²⁾ (en francs) | Taux moyen d'impôt sur le revenu ⁽³⁾ (en %) | Taux moyen de l'impôt sur les grandes fortunes (en %) | Taux de rendement net après impôts (en %) |
|------------------------|----------------------------------|--|--|---|--|--|
| 1 million de francs | 12,7 | 127 000 | 122 000 | 14,7 | — | 10,8 |
| 5 millions de francs | 12,7 | 635 000 | 630 000 | 23,7 | 0,16 | 9,5 |
| 10 millions de francs | 12,7 | 1 270 000 | 1 265 000 | 24,9 | 0,58 | 8,96 |
| 20 millions de francs | 12,7 | 2 540 000 | 2 535 000 | 25,4 | 1,05 | 8,4 |
| 50 millions de francs | 12,7 | 6 350 000 | 6 345 000 | 25,8 | 1,69 | 7,7 |
| 100 millions de francs | 12,7 | 12 700 000 | 12 695 000 | 25,9 | 1,9 | 7,5 |

Source : Conseil des impôts.

(*) En l'absence de plus-values réalisées.

(1) Y compris crédit d'impôt.

(2) Le revenu imposable tient compte de l'abattement de 5 000 F pour les obligations françaises.

(3) Le taux moyen d'imposition à l'impôt sur le revenu est rapporté au revenu net avant abattement.

3. Taux de rendement annuel moyen net des actions et des obligations après impôts annuels et après droits de mutation à titre gratuit en 1985

| Obligations françaises | Actions | | Obligations | |
|---------------------------|-----------------------|----------------|-----------------------|----------------|
| | Taux de rendement net | | Taux de rendement net | |
| | Après impôts annuels | Après mutation | Après impôts annuels | Après mutation |
| 1 million de francs .. | 4,69 | 4,46 | 10,8 | 10,57 |
| 5 millions de francs .. | 3,3 | 3,24 | 9,5 | 8,9 |
| 10 millions de francs .. | 2,22 | 1,49 | 8,96 | 8,23 |
| 20 millions de francs .. | 1,16 | 0,2 | 8,4 | 7,44 |
| 50 millions de francs .. | 0,16 | - 1,04 | 7,7 | 6,5 |
| 100 millions de francs .. | - 0,17 | - 1,19 | 7,5 | 6,14 |

Source : Conseil des impôts.

Abattements et réductions d'impôt

La plupart des instruments de placement à long terme bénéficient de mesures fiscales incitatives sous forme d'abattements sur le revenu imposable ou de réductions d'impôt, les uns et les autres d'un montant maximum spécifique au type de placement.

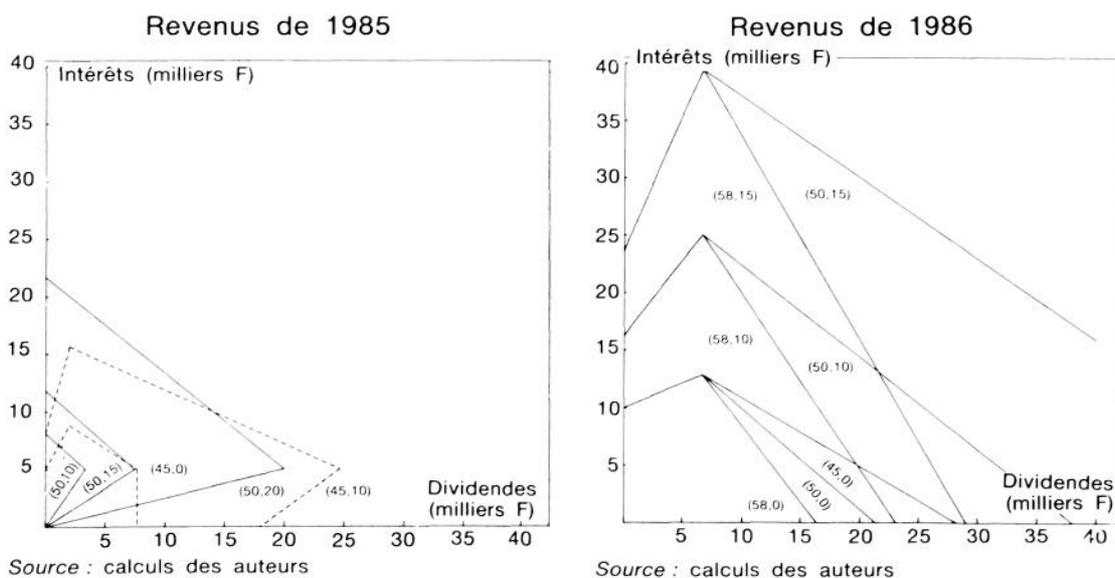
Utilisés à des degrés divers dans les trois pays considérés (voir annexes), les abattements permettent de réduire le taux d'imposition moyen des revenus du placement concerné, et ce d'autant plus que le taux marginal auquel est soumis le contribuable est élevé. En France les revenus des portefeuilles d'actions françaises et d'obligations non-indexées bénéficient d'une telle formule, depuis 1965 pour les obligations et depuis 1977 pour les actions. De 1983 à 1985, les deux régimes ont différé : 3 000 F étaient déductibles du montant des dividendes perçus, en deçà d'un plafond de revenu imposable ; pour les obligations, 5 000 F étaient déductibles des intérêts reçus, sans limite quant au montant du revenu imposable. A compter des revenus de 1986 les deux régimes sont unifiés et un abattement global maximum de 5 000 F par personne (10 000 F par couple) est consenti sur ces deux catégories de revenu. En fait le traitement unique des revenus d'actions et d'obligations, interférant avec l'avoir fiscal, conduit dans certains cas à privilégier l'investissement en actions (graphique 10).

D'autres formules d'allègement du poids de la fiscalité sur les placements font intervenir la déduction du revenu imposable des versements effectués dans l'année sur ces placements, à concurrence d'un plafond donné. C'est notamment le cas des IRA (*Individual Retirement Accounts*) aux Etats-Unis (annexe 3). Ce sera aussi le cas, en France, du futur PER (plan d'épargne retraite) (encadré 3).

Jusqu'en 1982 un tel régime de déductibilité des achats nets s'appliquait également en France aux portefeuilles d'actions françaises (loi Monory) et aux primes d'assurance-vie. Depuis 1983 ces placements,

dans le cadre des CEA, bénéficiant, en revanche, d'une réduction d'impôt de 25 % des versements nets. Une telle formule, propre au système fiscal français, équivaut à un abaissement effectif du prix d'achat des titres. Contrairement aux abattements, cette réduction est la même pour tous les contribuables

10. Effets des abattements sur intérêts d'obligations et dividendes en France (*)



(*) Les courbes d'iso-impositions (a, b) du graphique représentent les couples de dividendes nets et d'intérêts sur obligations qui conduisent pour un contribuable imposé au taux marginal (a) à une imposition moyenne fixe (b) sur les revenus totaux (intérêts et dividendes).

Le nouveau régime d'abattement de 10 000 F (couple) sur l'ensemble des revenus d'action et d'obligations conduit à des exonérations très importantes au regard de celles qui prévalaient auparavant. Ainsi pour avoir une imposition moyenne nulle ($b = 0$), un foyer fiscal peut certes recevoir 10 000 F d'intérêts d'obligations. Mais l'abattement étant calculé avoir fiscal compris, des dividendes de 6 666,7 F (10 000 F y compris avoir fiscal) sont totalement exonérés. Or l'avoir fiscal associé de 3 333,3 F, créance sur le Trésor, correspond au prélèvement libératoire à 26 % sur un montant d'intérêts d'obligations de 12 820 F. Au total l'imposition est nulle pour un revenu total de 19 487 F. Un calcul du même type montre que ce couple peut être totalement exonéré pour des revenus d'actions nets de 21 319 F s'il est dans la tranche d'imposition à 50 %. Auparavant il ne pouvait bénéficier que de l'abattement de 5 000 F sur les revenus d'obligations.

Fiscalité et inflation.

Bien que le profil général des principaux taux de rendement nominal sur les marchés financiers soit peu différent de celui de l'inflation sur longue période, l'ajustement est loin d'être parfait. Les variations du rythme de l'inflation se traduisent donc le plus souvent par des modifications des taux de rendement bruts réels ⁽¹⁸⁾. A ces fluctuations, reflé-

(18) Ceci vaut a fortiori pour les dépôts à taux réglementés, dont la rémunération a rarement été modifiée au rythme des variations d'inflation. On constate, en réalité, qu'en France ils ont augmenté beaucoup moins que l'inflation dans les années soixante-dix, mais baissent moins vite que celle-ci depuis 1982.

3. Le plan d'épargne-retraite (PER)

En RFA et aux Etats-Unis l'épargne-retraite est soumise à une fiscalité spécifique. En particulier les montants investis sont déductibles du revenu imposable dans la limite d'un plafond. En outre l'imposition des intérêts, qui sont capitalisés, est différée jusqu'au moment de la jouissance des revenus.

Le plan d'épargne-retraite récemment annoncé par le gouvernement français s'inspire fortement de l'exemple américain (IRA, voir annexe 2). Le souscripteur peut déduire de son revenu imposable les versements annuels à concurrence de 6 000 F (12 000 F pour un couple), le produit du placement étant imposable au moment de la retraite. Les retraits avant 60 ans, ou moins de 10 ans après l'ouverture, sont fortement pénalisés. En revanche une prime de 5 % (ou 10 %) est attribuée si le retrait intervient après 63 ans (ou 65 ans). Le coût budgétaire estimé est de l'ordre de 5 milliards de francs par an.

Avec des taux marginaux d'imposition de 10, 15, 25 et 50 %, les réductions d'impôts sont pour un couple au maximum de 1 000, 1 800, 3 000, 6 000 F. En comparaison la souscription d'un contrat d'assurance-vie, dont les sommes sont immobilisées 6 ans et le produit non imposable, conduit à des réductions d'impôt maximum de 1 250 F pour un ménage de deux enfants (25 % du montant des primes à concurrence de 4 000 + 1 000 F par enfant à charge).

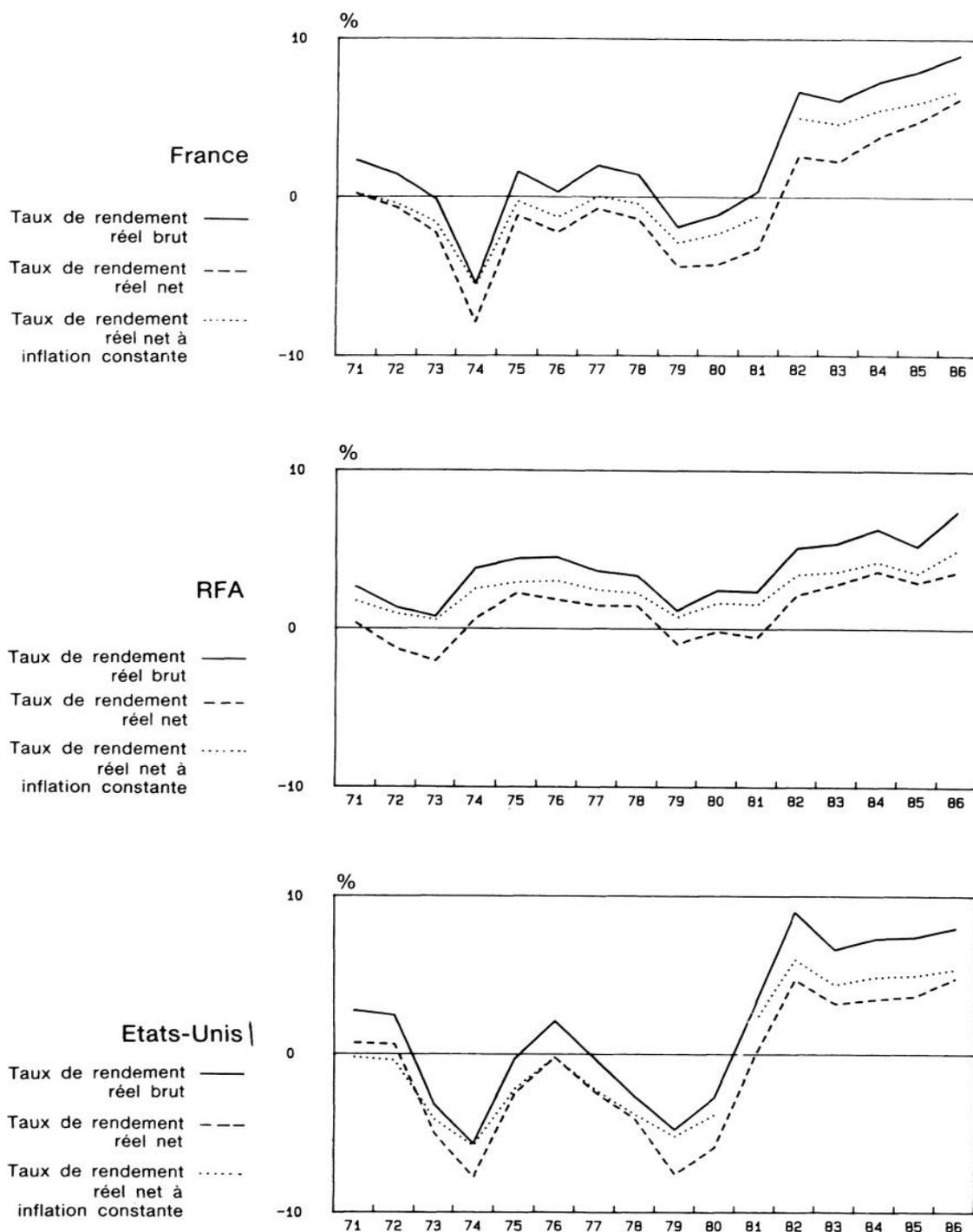
tant, dans les cas des taux libres, des erreurs d'anticipations, s'ajoutent des distorsions qui résultent du caractère nominaliste de la fiscalité ⁽¹⁹⁾.

La première, déjà signalée à propos des taux des rendements nets des obligations américaines dans les années soixante-dix, provient de la non-réévaluation des barèmes d'imposition sur le revenu en période d'inflation, qui fait glisser les contribuables ayant un revenu réel constant vers des taux marginaux d'imposition de plus en plus forts. Ce phénomène est aussi décelable en RFA, bien qu'avec une ampleur plus limitée en raison de taux d'inflation généralement plus bas. Même en France, où le barème est révisé chaque année, mais avec un peu de retard sur la progression nominale des revenus, il n'est pas négligeable.

En supposant même que les barèmes soient parfaitement indexés, c'est-à-dire que le taux marginal d'imposition du revenu réel total reste inchangé, le poids effectif de la fiscalité des intérêts créditeurs et des dividendes demeure sensible aux variations du rythme de l'inflation, comme l'illustrent les graphiques 11 pour le cas du rendement des obligations non-cédées dans les trois pays. Pour le calcul des rendements on a considéré que l'obligation, achetée le 1^{er} Janvier de chaque année, était détenue pendant au moins un an, de façon à éliminer la

(19) Rappelons cependant que la réforme fiscale votée en 1986 aux Etats-Unis a indexé non seulement les barèmes d'imposition, mais aussi les intérêts et gains en capital qui entrent dans le calcul de l'assiette.

11. Fiscalité et inflation (*)



Sources : OCDE et calculs des auteurs

(*) Pour chaque pays, la courbe intermédiaire est calculée avec le taux d'intérêt réel *ex-post* observé et une norme d'inflation choisie de telle sorte que le taux nominal correspondant ne soit jamais négatif. Pour la RFA cette norme est une inflation nulle sur toute la période. En France et aux Etats-Unis, où les taux réels ont été fortement négatifs dans les années soixante-dix, la période a été coupée en deux : de 1970 à 1981 inclus pour la France et de 1970 à 1980 pour les Etats-Unis, la norme d'inflation est de 6 % par an (en glissement) ; ensuite elle est de zéro dans les deux cas.

possibilité de réalisation de gains en capital, taxés différemment. Dans ces conditions les rendements réels *ex-post* sont évalués à l'aide de l'inflation observée (en glissement) au cours des douze mois qui suivent l'acquisition de l'obligation.

Afin de faire apparaître l'effet propre à la fiscalité des intérêts reçus, le rendement réel net effectivement perçu par un contribuable dont le taux marginal d'imposition serait constant est comparé au rendement réel hypothétique d'une obligation ayant, chaque année, le même rendement réel brut *ex-post* (le taux d'intérêt réel observé), mais avec un rythme d'inflation constant sur l'ensemble de la période, ou, le cas échéant, par sous-périodes. Seule l'indexation des intérêts imposés — ou imposition des taux d'intérêt réels — telle qu'elle figure dans la nouvelle fiscalité américaine, supprimerait cette distorsion.

L'inflation érode aussi les avantages réels résultant des abattements, dont les plafonds ne sont que rarement relevés dans les trois pays étudiés. Enfin, dans les pays où elle est pratiquée (France et Etats-Unis), la taxation des plus-values nominales réalisées accentue encore la pression fiscale réelle en période d'inflation. En effet ces gains nominaux correspondent, pour une part qui excède même souvent les gains réalisés, au maintien de la valeur réelle de l'actif considéré. Ainsi se justifie l'institution d'un taux d'imposition des plus-values nettement inférieur à celui qui frappe les revenus ordinaires (voir annexes) et, dans le cas de la France, d'abattements substantiels. Mais là encore, la taxation des seules plus-values réelles remplirait mieux cet office.

Eléments de synthèse

Les comparaisons internationales de pression fiscale sur les revenus des placements financiers sont rendues difficiles par la diversité des instruments, dont certains sont spécifiques à chaque pays, des réglementations, et surtout par la variété des régimes fiscaux applicables. En outre les taux de rendement nominaux bruts connaissent des évolutions différentes. Quelques éléments d'appréciation synthétique peuvent toutefois être fournis par la comparaison des taux de rendement bruts et nets de portefeuilles-types. Pour ce faire nous avons, non sans arbitraire, construit un portefeuille dont la structure, tant que faire se peut, est identique pour les trois pays et soumis ses revenus à la fiscalité en vigueur sur la tranche la plus élevée en 1986, ce qui conduit à un taux de rendement net marginal du portefeuille. Puis, en tenant compte des abattements, il est possible, connaissant la taille du portefeuille, de calculer son taux de rendement net moyen et le taux moyen d'imposition des revenus correspondants. La même procédure d'évaluation a été appliquée à un portefeuille dont la structure reproduit, dans chaque pays, celle des placements financiers de l'ensemble des ménages — le « portefeuille du marché » en 1985.

Les résultats présentés dans le tableau 4 ne sont qu'indicatifs des différences globales existant entre les trois pays. D'une manière générale les taux d'imposition moyens sont beaucoup plus bas en France que dans les deux autres pays. Ceci résulte à la fois de l'existence de taux de prélèvement forfaitaires très inférieurs aux taux marginaux s'appliquant aux tranches supérieures, et de l'importance des abattements consentis sur les revenus d'actions et d'obligations. C'est encore plus vrai dans le cas des portefeuilles incluant les actions, en raison du traitement favorable des plus-values — non imposables pour des portefeuilles de ces tailles, même si elles sont réalisées. En RFA et aux Etats-Unis les mêmes causes produisent les mêmes effets. En outre, pour les montants des portefeuilles retenus, les abattements introduisent une progressivité d'autant plus grande qu'ils sont élevés : d'où leur peu d'effet dans le cas américain. Mais, d'autre part, ces évaluations ne tiennent pas compte des incitations spécifiques à certains instruments — incitations qui sont nombreuses en France à tout niveau de revenu et en RFA pour les revenus les plus faibles. Leur prise en compte ferait apparaître une pression fiscale moyenne encore plus limitée en France, et une plus grande progressivité en RFA.

4. Taux de rendement moyens de portefeuilles-types (*)
avant et après impôt sur le revenu France, RFA, Etats-Unis, 1986

| | FRANCE | | | RFA | | | ETATS-UNIS | | |
|------------------------------|--------|------|-----|-----|-----|-----|------------|-----|-----|
| | (1) | (2) | (3) | (1) | (2) | (3) | (1) | (2) | (3) |
| Portefeuille-type (**): | | | | | | | | | |
| — sans actions | 5,5 | 4,8 | 4,4 | 3,2 | 2,3 | 1,5 | 6,4 | 3,4 | 3,4 |
| — avec actions | 10,6 | 10,2 | 9,8 | 6,2 | 5,5 | 4,9 | 7,9 | 5,0 | 4,9 |
| Portefeuille du marché (**): | | | | | | | | | |
| — sans actions | 4,8 | 4,3 | 4,0 | 3,4 | 2,5 | 1,6 | 6,3 | 3,4 | 3,4 |
| — avec actions | 10,3 | 10,1 | 9,7 | 4,4 | 3,6 | 2,8 | 8,5 | 5,5 | 5,4 |

(1) Rendement moyen brut.

(2) Rendement moyen net d'un petit portefeuille (150 000 F en France ; 50 000 DM en RFA ; 100 000 \$ aux Etats-Unis).

(3) Rendement moyen net d'un portefeuille plus important (respectivement, 1 500 000 F ; 500 000 DM et 1 000 000 \$).

(*) Les assurances et l'épargne-logement ont été exclues, en raison de la difficulté d'estimer leur rendement. Les taux d'imposition sont les maxima de 1986.

(**) Les parts théoriques retenues sont les suivantes : monnaie, 13 % (7 % de dépôts à vue rémunérés aux Etats-Unis) ; dépôts d'épargne, 30 % (24 % de dépôts exonérés en France) ; dépôts à terme, 13 % ; obligations, 19 % (4 % d'obligations exonérées aux Etats-Unis) ; actions 25 %.

(***) Pour chaque pays, la structure est calculée à partir de celle présentée dans les graphiques 2.

Comme nous l'avons souligné dans l'introduction de cette étude le régime fiscal de l'épargne vise généralement plusieurs objectifs. Celui d'encourager globalement l'épargne des ménages est sans doute actuellement prioritaire pour la plupart des gouvernements. Les évaluations présentées ici ne permettent pas d'apprécier cette catégorie d'effets, mais elles constituent la première étape pour le faire.

En ce qui concerne les deux autres objectifs — orientation de l'épargne et progressivité — notre étude éclaire la plus ou moins grande adéquation des moyens aux fins dans chacun des pays. Le système fiscal français se caractérise, pour les placements, par un foisonnement de régimes particuliers, spécifiques aux instruments. Il permet sans doute une orientation de l'épargne vers les placements que les autorités désirent voir se développer — les placements longs, tels que l'épargne retraite, ou les investissements boursiers, en actions et obligations, qui sont plus liquides que les précédents. Mais les mesures visant l'encouragement de l'épargne populaire et une certaine progressivité de la fiscalité des placements sont coûteuses et mal ciblées. Le système allemand semble beaucoup plus efficace en termes de progressivité, puisque la plupart des abattements sont réservés aux revenus des tranches inférieures, et peu directif quant aux orientations de l'épargne. Ceci vaut aussi pour le système américain, où la discrimination entre placements est très limitée, la plus importante, qui était liée à l'inflation, étant éliminée dans le code fiscal réformé qui s'appliquera à partir de 1987, qui comporte l'indexation généralisée des barèmes et des revenus. Mais la progressivité y a été réduite par l'abaissement du taux maximum d'imposition.

Au total la fiscalité française se caractérise à la fois par de nombreuses distorsions et par l'existence de privilèges importants, qui bénéficient relativement plus aux contribuables aisés qu'aux personnes ayant les revenus les plus faibles. Il est probable que l'objectif de progressivité serait mieux atteint si les intérêts actuellement réglementés et exonérés étaient libérés et fiscalisés, avec des abattements réservés aux tranches inférieures du barème. Un tel régime serait moins coûteux pour l'Etat, mais il obligerait les caisses d'épargne et les banques à mieux rémunérer ces placements.

D'une manière générale il est permis de s'interroger sur la possibilité de maintenir le système français en l'état si la déréglementation des circuits financiers internes doit se poursuivre, car les distorsions dues à la fiscalité n'en seront que plus importantes. En outre la libéralisation des changes et des mouvements de capitaux, si elle conduit à l'intégration annoncée des marchés financiers européens, risque de mettre en cause les régimes fiscaux des placements financiers actuellement en vigueur et d'obliger à leur refonte complète.

Références bibliographiques

- Banque de France (1986 a), « Le TERF, Tableau d'équilibre des relations financières », *Cahiers économiques et monétaires* n° 23.
- Banque de France (1986 b), « Rôle et politique des taux d'intérêt en France », *Cahiers économiques et monétaires* n° 24 et 25.
- de BOISSIEU Christian (1983), « Les innovations financières aux Etats-Unis », *Observations et diagnostics économiques*, Revue de l'OFCE n° 3, février.
- BOUTILLIER Michel et CHARPIN Françoise (1986), « L'accumulation patrimoniale des ménages », *Observations et diagnostics économiques*, Revue de l'OFCE n° 15, avril.
- Conseil national des impôts (1986), *Huitième rapport au président de la République relatif à l'imposition du capital*, Paris, Journal Officiel.
- Département des diagnostics de l'OFCE (1986), « L'onde de contre-chocs », chronique de conjoncture française, *Observations et diagnostics économiques*, Revue de l'OFCE n° 15, avril.
- Documentation française (1982), *Le développement et la protection de l'épargne*, Paris.
- FULLERTON Don et KING Mervyn (1984), *The Taxation of Income from Capital*, NBER ; Chicago, II : The University of Chicago Press.
- GUBIAN Alain, GUILLAUMAT-TAILLIET François et LE CACHEUX Jacques (1986), « Fiscalité des entreprises et décision d'investissement. Eléments de comparaison internationale, France, RFA, Etats-Unis », *Observations et diagnostics économiques*, Revue de l'OFCE n° 16, juillet.
- MERTON Robert C. (1973), « An Intertemporal Capital Asset Pricing Model », *Econometrica*, 41, n° 5, septembre.
- MODIGLIANI Franco (1986), « Cycle de vie, épargne individuelle et richesse des nations », *Revue française d'économie*, vol. 1, n° 2, automne.
- OCDE (1983), *Etudes économiques : Etats-Unis*, Paris, décembre.
- PECHMAN Joseph A. (1984), *Federal Tax Policy*, Washington DC : The Brookings Institution.
- TOBIN James (1969), « A General Equilibrium Approach to Monetary Theory », *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1, n° 1.

Annuaire

1. L'imposition des placements liquides et mobiliers en France

La fiscalité française des placements financiers est relativement hétérogène. Leurs produits peuvent le plus souvent ne pas être soumis au régime général de l'imposition des revenus, qu'ils soient totalement exonérés ou qu'il existe un prélèvement libératoire de l'impôt sur le revenu, optionnel ou obligatoire. De plus coexistent de nombreuses incitations fiscales à l'épargne, spécifiques à chaque instrument, qui prennent la forme d'abattements sur le revenu imposable ou de réductions d'impôt.

Nous présentons ici les caractéristiques de la législation fiscale en vigueur au début de 1987 ainsi que les principales évolutions depuis 1970.

La fiscalité des revenus de placements liquides

Les placements aux revenus exonérés

Les intérêts de plusieurs produits de placement liquides dont les encours à la fin de 1985 représentaient 20 % du patrimoine des ménages sont totalement exonérés. Il en est de même des placements d'épargne contractuelle, principalement les plans d'épargne logement ⁽¹⁾ pour lesquels la prime versée est aussi exonérée (voir encadré 1 et ci-dessous).

Les autres placements liquides

Les revenus d'intérêt non-exonérés autres que des obligations (dépôts à terme, livrets d'épargne, bons du Trésor, autres bons non négociables...), peuvent être soumis à un prélèvement libératoire fixé depuis 1984 à 46 % et à 51 % si l'épargnant conserve l'anonymat (1 % correspond au prélèvement pour la Sécurité sociale). Les intérêts des bons, comme ceux de la plupart des capitaux mobiliers, sont soumis à une retenue à la source de 10 % donnant lieu à un crédit d'impôt ⁽²⁾.

Le taux de prélèvement, auparavant identique à celui des revenus d'obligations (25 %) à été relevé à 33 1/3 %, au début de 1974 et à 40 % en juin 1978. A partir de 1980, deux taux ont été appliqués : 38 % et 42 % dans le cas d'anonymat. En 1983, ils ont été portés à 45 % et à 50 %.

Les titres négociables du marché monétaire

La fiscalité des nouveaux placements (billets de trésorerie, certificats de dépôts, bons du Trésor, bons des institutions financières spécialisées) ne distin-

(1) Il faudrait citer à ce titre le livret d'épargne entreprise créé en 1984 (auparavant existait le livret d'épargne des travailleurs manuels créé en 1977) dont le but est d'encourager la création ou la reprise d'entreprises. Les versements sont soumis à un plafond et leur rémunération est exonérée. A l'issue de la phase d'épargne préalable, l'épargnant peut bénéficier d'un prêt dans des conditions favorables. Etaient aussi exonérés les revenus des comptes d'épargne à long terme supprimés en 1981 sur lesquels l'épargnant effectuait des versements dans le cadre d'un contrat d'épargne à long-terme (au moins cinq ans).

(2) Les bons du Trésor et ceux de la Caisse nationale du crédit agricole en sont exonérés.

que pas les revenus et les plus-values. Un nouveau taux de prélèvement libératoire (ce prélèvement est obligatoire) a été créé : 33 % (dont 1 % pour la Sécurité sociale). Il n'y a pas de retenue à la source.

La fiscalité des revenus des valeurs mobilières

Les obligations

Les revenus d'obligation peuvent être soumis à un prélèvement libératoire fixé à 26 % depuis 1984. La retenue à la source de 10 % ne concerne pas les titres d'Etat. Elle est supprimée au 1er janvier 1987 pour les nouvelles obligations. Depuis 1986⁽³⁾ les intérêts d'obligations françaises non indexées sont déductibles du revenu imposable à la hauteur de 5 000 F pour une personne, 8 000 F pour une personne seule de plus de 65 ans et 10 000 F pour un couple. Cet abattement concerne l'ensemble des revenus d'obligations et des dividendes d'actions. Les intérêts de l'emprunt 4,5 % 1973 sont exonérés et ceux de l'emprunt 8,80 % 1977 le sont à hauteur de 1 000 F par an.

Avant 1984, le prélèvement libératoire était de 25 %. Jusqu'en 1985, il existait un abattement sur le revenu imposable, spécifique aux revenus d'obligations, porté de 2 000 F à 3 000 F en 1975 et à 5 000 F en 1983.

Les actions

Les revenus d'actions bénéficient depuis 1965 de l'avoir fiscal (encadré 2). Depuis 1986, les dividendes d'actions françaises bénéficient de l'abattement unique de 5 000 F (8 000 F ou 10 000 F) sur les revenus de valeurs mobilières.

Jusqu'en 1985, existait un abattement sur le revenu imposable spécifique aux dividendes d'actions françaises. Créé en 1977 à 2 000 F, cet abattement avait été porté à 3 000 F en 1978. Il concernait les contribuables dont le revenu net global n'excédait pas le montant de la limite de la dixième tranche de l'impôt sur le revenu.

Depuis 1983 l'épargne en actions est favorisée par une réduction d'impôt égale à 25 % des achats nets d'actions françaises déposées dans un compte d'épargne en actions (CEA). Le maximum d'achat donnant lieu à la réduction d'impôt est de 7 000 F (14 000 F pour un couple) soit une réduction d'impôt maximum de 1 750 F (3 500 F). Cet avantage prendra fin en décembre 1987. Pour compenser, l'abattement sur le revenu imposable des produits d'actions et d'obligations serait porté à 8 000 F (16 000 F pour un couple) à partir de 1988.

L'encouragement de l'investissement en actions a été initié par la loi « Monory », qui autorisait la déduction du revenu imposable du montant des achats nets d'actions françaises effectués entre le 1er juin 1978 et le 31 décembre 1981 dans la limite de 5 000 F par foyer plus 500 F pour chacun des deux premiers enfants et 1 000 F pour les autres. Cette mesure non cumulable avec l'abattement de 3 000 F, à la différence des CEA, a été prolongée jusqu'en 1982. Elle reste valable pour les personnes nées avant 1932 qui doivent choisir entre elles et le CEA, la limite étant portée à 6 000 F.

Imposition des gains en capital

Depuis 1979 les plus-values réalisées lors de cessions de valeurs mobilières sont imposables lorsque le volume des cessions nettes est supérieur à un seuil

(3) Cette mesure, qui s'applique à l'ensemble des revenus de 1986 a été instituée par le collectif budgétaire d'avril 1986 (loi du 11 juillet).

réévalué chaque année (265 600 F en 1985)⁽⁴⁾. Le calcul des plus-values ne tient pas compte de la durée de détention ni de l'érosion monétaire. Elles ne sont pas soumises au taux marginal de l'impôt sur le revenu mais taxées forfaitairement à 16 % depuis 1984 (15 % auparavant).

Avant 1979 les plus-values sur cessions de valeurs mobilières n'étaient en général pas taxées.

Produits spécifiques ⁽⁵⁾

Placements d'assurance-vie

On peut distinguer trois types de placements d'assurance-vie :

- les placements bancaires (du type SICAV) sans fiscalité spécifique ;
- les bons de capitalisation, émis pour trente ans ou plus. Leur produit (intérêts et plus-values) est imposé depuis 1983 comme des revenus. Il existe un prélèvement libératoire optionnel de 51 % en cas d'anonymat, de 46 % à 0 % en fonction de la durée du contrat, l'exonération étant totale lorsque la durée est supérieure à six ans. Avant 1983, l'exonération de ces produits était totale ;
- les contrats d'assurance-vie proprement dits sont soumis à la taxe sur les conventions d'assurances au taux de 5,15 % sur les primes annuelles, les formules d'assurance collective étant exonérées. Leurs revenus sont imposés comme ceux des bons de capitalisation.

Une réduction d'impôt de 25 % du montant des primes hors frais prélevés par l'assureur à concurrence de 4 000 F plus 1 000 F par enfant à charge est accordée depuis 1985 (revenus de 1984). Elle concerne les contrats d'une durée d'au moins six ans.

En 1984 (revenus de 1983) la réduction d'impôt était calculée au taux de 20 % sur le montant total des primes. De 1975 à 1983 les primes des contrats d'assurance-vie d'au moins dix ans étaient déductibles du revenu imposable jusqu'à 3 250 F pour un couple plus 600 F par enfant. De 1970 à 1974 ces montants étaient de 3 000 F plus 200 F pour chacun des deux premiers enfants et 600 F pour les suivants.

Précisons de plus que les produits de capitalisation (à la différence des actions et obligations) ne sont pas soumis au régime des plus-values.

Plan d'épargne-retraite

Voir encadré 3.

L'imposition des patrimoines

L'imposition générale des patrimoines par les droits de mutation à titre gratuit (impôt sur les successions) et l'impôt sur les grandes fortunes (IGF) supprimé en 1987 sont présentés dans CNI (1986).

On retiendra que l'IGF, créé en 1982, taxait le patrimoine net hors biens professionnels au-delà de 3 millions de francs (montant réévalué chaque année ; 3,6 millions en 1986). L'imposition était progressive (taux de 0,5 %, 1 %, 1,5 %

(4) Ce qui revient en 1985 à exonérer les plus-values sur les cessions d'un portefeuille de 1 328 000 F dont la rotation est de 20 %.

(5) Diverses mesures non exposées ici visent le développement de l'épargne des salariés dans le cadre de l'entreprise, notamment l'exonération fiscale des sommes qui leur sont versées au titre de la participation aux fruits de l'expansion des entreprises (ordonnances de 1967), les plans d'épargne d'entreprise (1967), les fonds salariaux (1983) donnant droit aussi à des réductions d'impôt sur les sommes versées.

et à partir de 1985, taux de 2 %). A partir de 1984 l'introduction d'une majoration conjoncturelle de 8 % a porté ces taux à 0,54 %, 1,08 %, 1,62 % et 2,16 %. L'IGF a été supprimé au collectif budgétaire d'avril 1986.

L'imposition spécifique au titre de l'IGF des bons et titres anonymes (au taux forfaitaire de 1,5 % puis 2 % à partir de 1984) reste en vigueur.

Coût budgétaire des principales mesures d'incitation à l'épargne en 1986 ⁽⁶⁾

La liste des dépenses fiscales annexée à la loi de finances chaque année reprend l'ensemble des dispositions légales ayant pour contrepartie une perte de recettes fiscales et en fournit pour la plupart une évaluation. Les dépenses fiscales au titre de l'épargne s'élèveraient ainsi à plus de 26 milliards dans le budget de l'Etat en 1986.

Principales dépenses fiscales au titre de l'épargne en 1986

En millions de francs

Coût budgétaire de l'exonération fiscale de certains placements

| | |
|--|----------|
| — Livrets A | 7 000 |
| — Livrets bleus du Crédit mutuel | 750 |
| — CODEVI | 800 |
| — Comptes et plans d'épargne-logements | 3 550 |
| — Livrets d'épargne populaires | 180 |
| | (12 280) |

Coût budgétaire des autres mesures d'incitation à l'épargne

| | |
|---|----------|
| — Abattements sur le revenu imposable des obligations | 2 250 |
| — Prélèvement libératoire sur les produits de placements à revenu fixe | 4 150 |
| — Intérêts de l'emprunt à 4 1/2 % 1973 | — |
| — Intérêts de l'emprunt à 8,80 % 1977 | 30 |
| — Abattement sur le revenu imposable des dividendes | 620 |
| — Loi Monory (pour les personnes nées avant 1932) | 270 |
| — Réduction d'impôt au titre des CEA | 1 750 |
| — Réduction d'impôt au titre des primes d'assurance-vie et rente-survie (montant plafonné) | 2 200 |
| — Taxation à 16 % des gains nets réalisés lors de la cession de valeurs mobilières en dessus d'un certain montant | 1 300 |
| — Exonération des revenus dans le cadre d'un engagement d'épargne à long terme (inutilisable après 1981) | 100 |
| — Exonération des sommes attribuées aux salariés au titre de la participation aux fonds de l'entreprise | 1 100 |
| | (13 770) |
| | (26 050) |

(6) Estimations du projet de loi de finances pour 1987.

2. L'imposition des placements liquides et mobiliers en RFA (*)

Les placements des ménages sont soumis à deux types d'imposition : d'une part les revenus de placements sont soumis, selon des modalités relativement uniformes, à l'impôt sur le revenu des personnes ; d'autre part les placements sont inclus dans l'assiette de l'impôt sur le patrimoine net.

L'imposition des revenus

Barème de l'impôt sur le revenu

Un seul barème est applicable à tous les contribuables, avec possibilité de déclaration commune, doublant tous les montants pour les couples mariés. Il comporte quatre tranches, les deux tranches moyennes étant soumises à imposition progressive selon une formule complexe (voir tableau). Les limites des tranches ont été fréquemment réévaluées au cours des quinze dernières années, tandis que les taux n'ont que peu varié : le taux maximum est ainsi demeuré à 56 % sur toute la période, excepté dans les périodes de surchauffe de l'économie, où une surtaxe exceptionnelle (10 % en 1973) a été imposée sur les plus hauts revenus.

Barèmes de l'IR en RFA.
Chronologie des modifications (limites des tranches en DM)

| Limites supérieures | 1970 | 1971 | 1974 | 1976 | 1979 | 1980 | A partir de 1986 | |
|--------------------------------|---|---------|---------|---------|---------|---------|---|----------------------|
| Max 1 | 3 000 | 3 000 | 3 000 | 3 300 | 3 690 | 4 212 | 4 536 | $I = 0$ |
| Max 2 | 9 250 | 10 250 | 12 000 | 16 000 | 16 000 | 18 000 | 18 035 | $I = 0,22x - 998$ |
| Max 3 | 60 000 | 60 000 | 60 000 | 60 000 | 60 000 | 60 000 | 80 027 | $I = IA$ |
| Max 4 | 129 999 | 129 999 | 129 999 | 129 999 | 129 999 | 129 999 | 130 031 | $I = IB$ |
| Max 5 | 130 000 | 130 000 | 130 000 | 130 000 | 130 000 | 130 000 | 130 032 | $I = 0,56x - 16 433$ |
| IA (3 ^e tranche) | $y = (x - \text{Max 2})/10 000$ $IA = \{[(3,05 \cdot y - 73,76)y + 695]y + 2 200\}y + 3 034$ | | | | | | $y = (x - 18 000)/10 000$ $IA = \{[(2,1y - 56,02)y + 600]y + 2 200\}y + 2 962$ | |
| IB (4 ^e tranche) | $y = (x - 60 000)/10 000$ $IB = \{[(0,009 \cdot y - 5,45)y + 88,13]y + 5 040\}y + 200 018$ | | | | | | $y = (x - 80 000)/1 000$ $IB = (42y + 5 180)y + 29 417$ | |

x : Revenu imposable.
I : Montant de l'impôt dû.

Depuis le 1^{er} janvier 1986, le minimum imposable est fixé à 4 536 DM (4 212 DM en 1984-1985). La déduction pour enfants à charge, remplacée en 1975 par une forme d'allocation familiale, a été réintroduite en 1985 et fixée à 1 242 DM par enfant. En outre le contribuable salarié peut déduire de son revenu imposable de nombreuses dépenses liées à son activité, ou choisir des déductions

(*) Nous remercions Madame R. Draus, assistante de recherche à la Confédération des associations d'employeurs allemands (Bundesvereinigung der Deutschen Arbeitgeberverbände) pour les précisions qu'elle nous a fournies concernant la fiscalité des placements en RFA.

standard, totalisant 1 644 DM par salarié en 1984-1985. Toutefois les intérêts payés ne sont pas déductibles de l'assiette de l'impôt, à l'exception des intérêts hypothécaires des emprunts immobiliers.

Exclusions de la base imposable

Les revenus de la propriété sont inclus dans le revenu imposable ⁽⁷⁾, mais certaines exclusions sont prévues par la loi. En premier lieu un abattement forfaitaire de 100 DM par personne (200 DM par couple) est applicable au titre des frais de gestion, ainsi qu'une exclusion spéciale d'encouragement à l'épargne (300 DM par personne et 600 DM par couple) depuis 1975. En outre, les salariés dont le revenu salarial annuel ne dépasse pas 24 000 DM (48 000 DM pour un couple et 1 800 DM par enfant) bénéficient d'une exonération générale de leurs revenus annexes (y compris les intérêts) à concurrence de 800 DM, puis une imposition graduelle jusqu'à 1 600 DM. La loi sur la formation du patrimoine des salariés, qui autorise les employeurs à verser sur divers placements une partie du salaire de l'employé, exonérait jusqu'en 1971 les revenus de ces placements, à concurrence de 312 DM par salarié. Depuis 1971, cet avantage est remplacé par des primes spécifiques aux divers placements qui sont réservées aux salariés dont les revenus annuels ne dépassent pas 24 000 DM (même plafonds que ci-dessus). Ces primes sont un pourcentage des versements de l'employeur (plafonnées à 624 DM par salarié sauf pour les actions, depuis 1984), pourcentage accru de 10 % à partir du troisième enfant. Les différents plafonds prévus par cette loi n'ont pas été révisés depuis le début des années soixante-dix ; en revanche les taux des primes ont été réduits en 1981.

Par ailleurs, de 1975 à 1980, une loi sur l'épargne encourageait les placements longs (plus de sept ans) des contribuables à faible revenu (salariés et non salariés).

Actions et obligations

Les dividendes distribués par les entreprises sont taxés au titre de l'impôt sur les sociétés à un taux moindre que les bénéfices non distribués (36 % et 56 % depuis le 1^{er} janvier 1977). L'actionnaire bénéficie d'un avoir fiscal à 100 % (crédit d'impôt) qui évite complètement la double taxation dans les tranches inférieures. Un prélèvement à la source de 25 % est applicable aux dividendes.

Dans le cadre de la loi sur la formation du patrimoine des salariés, une prime de 23 % du montant des achats d'actions est versée, à concurrence de 936 DM par salarié. De plus les salariés recevant des actions de leur entreprise à un cours privilégié ne sont pas imposables sur la différence entre ce cours et celui du marché.

Les revenus d'obligations sont tous imposables, au-delà des exclusions standards autorisées pour les revenus de la propriété. Seules les obligations convertibles sont soumises au prélèvement de 25 % à la source.

En revanche les gains en capital, considérés entièrement comme un revenu si l'actif a été détenu moins de six mois, sont complètement exonérés au-delà.

Placements longs

Dans le cadre de la loi sur la formation du patrimoine des salariés, les versements sur les dépôts à terme de plus de sept ans dans les banques sont subventionnés à 16 %, à concurrence de 624 DM par salarié.

(7) Toutefois il semble que tous les experts s'accordent à reconnaître une fraude importante sur cette catégorie de revenu, les banques n'étant pas tenues de déclarer les intérêts versés.

L'épargne-logement

Les fonds sont immobilisés pendant sept ans, avec perte des avantages en cas de retrait anticipé et les intérêts sont imposables. Deux types d'avantages alternatifs sont associés à ces placements.

A tout niveau de revenu le contribuable peut déduire de son revenu imposable la totalité de ses versements à concurrence de 2 340 DM (4 680 DM pour un couple et 600 DM par enfant), puis 50 % de la différence avec ce plafond jusqu'à deux fois le plafond.

D'autre part, les contribuables satisfaisant aux conditions de la loi sur la formation du patrimoine des salariés peuvent opter soit pour une prime de 23 % (33 % à partir du troisième enfant) jusqu'à 624 DM (1 248 DM pour un couple), soit pour une prime de 14 % (plus 2 % par enfant) sur les versements, à concurrence de 800 DM (1 600 DM par couple).

Le loyer fictif des résidences est imposable.

L'épargne-retraite et les assurances

La quasi-totalité des primes d'assurance vie, sont déductibles du revenu imposable, à concurrence de 3 000 DM par personne, une fois déduite la contribution éventuelle de l'employeur. Dans le cadre de la loi sur la formation du patrimoine des salariés, s'y ajoute une prime de 16 %.

Impôts sur le patrimoine net des particuliers

Le patrimoine, net des dettes, des particuliers est imposable à un taux de 0,6 % (ce taux était de 1 % jusqu'à 1973, puis de 0,7 % jusqu'à 1977 inclus). Cet impôt n'est pas déductible de l'impôt sur le revenu. Cependant cet impôt n'est exigible que sur les patrimoines nets supérieurs à 70 000 DM par personne, après abattement de 125 000 DM.

3. L'imposition des placements liquides et mobiliers aux Etats-Unis

Alors que les patrimoines financiers ne sont pas imposables, la règle générale est que les revenus des placements sont soumis à l'impôt sur le revenu des personnes physiques au même titre que les autres catégories de revenu des ménages. En pratique, des régimes particuliers sont applicables aux revenus des différentes formes de placements de l'épargne. Nous résumons ici les principales caractéristiques de la fiscalité en vigueur en 1984-1985, ainsi que les modifications importantes depuis 1970. Il convient cependant de rappeler qu'une réforme fiscale majeure a été adoptée cette année. Elle n'entrera en vigueur que progressivement à partir du 1^{er} janvier 1987 et nous nous contenterons de signaler en quoi elle affecte la fiscalité des placements.

Barèmes de l'impôt sur le revenu

L'IR est prélevé sur le revenu imposable à un taux progressif selon un barème comprenant 15 tranches, le taux marginal variant de 0, au dessous du minimum imposable (*zéro-bracket amount* - ZBA), à 50 %. Quatre barèmes

différents sont, en fait, applicables selon la situation du chef de famille. Dans le calcul du revenu imposable, le contribuable est autorisé à déduire 1 000 \$ par personne présente dans le ménage (le montant est indexé depuis le 1er janvier 1985 et devient 1 080 \$ en 1986).

Les limites des tranches, au nombre de 25 en 1970, n'ont pas été modifiées jusqu'en 1978, en dépit de l'inflation. Les taux ont cependant été légèrement réduits en 1971, avec la suppression de l'impôt exceptionnel finançant la guerre au Vietnam, et l'abaissement à 70 % du taux maximum. A partir du 1er janvier 1979, l'ensemble des barèmes est refondu et le nombre de tranches passe de 25 à 16. Avec l'adoption de l'ERTA (*Economic recovery tax act*) en 1981, l'ensemble des taux est de nouveau réduit progressivement et le taux maximum plafonné à 50 %, ce qui porte le nombre de tranches à 13 en 1982, 14 en 1983 et 15 ensuite. A partir du 1er janvier 1985, l'ensemble des barèmes est indexé sur l'indice des prix à la consommation. Enfin, avec la réforme fiscale récemment adoptée, les barèmes ne comporteront plus que 5 tranches en 1987, puis 3 dès le 1er janvier 1988, le taux maximum étant abaissé à 38,5 % en 1987, 28 % ensuite ; en outre les montants imposables des intérêts perçus et des plus-values réalisées seront corrigés de l'inflation observée. Toutefois la plupart des intérêts payés, qui sont déductibles du revenu imposable, ne le seront plus, excepté pour l'acquisition des résidences.

Outre ces barèmes et déductions personnelles, le contribuable bénéficie d'un crédit d'impôt sur les revenus du travail (*Earned income tax credit*). D'autre part les dons aux organisations à but non-lucratif, les dépenses de santé exceptionnelles, et ce qui est plus important, les intérêts versés au titre des crédits de toutes sortes sont déductibles sans limitations, au-delà du ZBA. Toutefois, au cas où ces déductions aboutissent à annuler l'impôt, les contribuables dont les revenus sont élevés sont soumis à l'impôt minimum (20 % sur certains types de revenus).

Exclusions de la base imposable

En principe le revenu imposable inclut les revenus de la propriété. De nombreuses exclusions sont cependant autorisées pour les différentes formes d'épargne liquide, financière et mobilières.

Actions et obligations

Les dividendes sont inclus dans la base imposable, au-delà d'une exclusion standard de 100 \$ par personne. Pour l'année de 1981 celle-ci était de 200 \$ et concernait aussi les intérêts perçus sur les obligations. Hormis cette exception ces derniers sont intégralement imposables, sauf lorsqu'il s'agit d'obligations émises par les Etats et collectivités locales, dont les intérêts sont totalement exonérés.

A compter du 1er janvier 1985 le contribuable est autorisé à déduire de son revenu imposable 15 % des intérêts nets reçus sur ses placements non-exonérés, à concurrence de 3 000 \$ (6 000 \$ pour un couple marié).

Gains en capital

Les gains en capital ne sont imposables que s'ils sont réalisés, c'est-à-dire si l'actif correspondant est effectivement vendu. Lorsque leur montant, net des pertes, est positif, ils sont considérés comme un revenu ordinaire si l'actif a été détenu pendant une période inférieure à six mois. Ce minimum de détention était de six mois jusqu'en 1977, de neuf mois en 1977 et d'un an du 1er janvier 1978 au 1er juillet 1984.

Au-delà de cette limite seuls 40 % des gains nets sont inclus dans le revenu imposable. Ce taux était de 50 % jusqu'en 1978 inclus. A partir de 1987 ils seront imposables comme des revenus ordinaires, mais seront indexés.

L'épargne-retraite

La plupart des employés bénéficient de plans d'épargne retraite financés par l'employeur et comparables en cela aux mutuelles du système français. Les montants ainsi épargnés sont traités comme des cotisations sociales et ne sont pas imposables. En revanche l'imposition des intérêts capitalisés n'est que différée au moment de la retraite.

Pour les entrepreneurs individuels des comptes-épargne bénéficiant d'avantages fiscaux (*Keogh-plan*) ont été institués. Les montants versés sur ces comptes sont exonérés d'impôts à concurrence de 15 % du revenu du travail, avec un plafond de 30 000 \$ pour un couple (ce plafond était de 15 000 \$ avant le 1^{er} janvier 1982).

Enfin le bénéfice des comptes-épargne spéciaux (*IRA : Individual retirement account*) institués en 1975 pour les employés non couverts par un plan de retraite de leur employeur, ont été étendus en 1981 à l'ensemble des employés. A compter du 1^{er} janvier 1982, la contribution maximum déductible est passée de 1 500 \$ à 2 000 \$ par personne salariée, de 1 750 \$ à 2 250 \$ pour un couple avec un seul actif.

Instruments spécifiques

Du 30 septembre 1981 au 1^{er} juillet 1983, des certificats de dépôts particuliers (*All-savers certificates*) ont été émis à un taux égal à 70 % du rendement des bons du Trésor à un an. Les intérêts perçus sur ces dépôts ne sont inclus dans le revenu imposable qu'au-delà de 1 000 \$.