Réforme des retraites: la capitalisation ou les fictions du financement de l'économie

mediapart.fr/journal/economie/230120/reforme-des-retraites-la-capitalisation-ou-les-fictions-du-

Martine Orange, *Mediapart*, 23 janvier 2020

C'est le dernier article du projet de loi sur la réforme des retraites. Mais pour beaucoup, en tout cas pour les banquiers et les assureurs, c'est l'article essentiel : la voie royale de la retraite par capitalisation est ouverte !

Bien que le gouvernement se défende de vouloir toucher au régime de retraite par répartition, il met tout en œuvre pour installer la capitalisation. D'abord sur un mode volontaire – en attendant que la capitalisation devienne ensuite obligatoire. Dans le projet de loi touffu de la réforme, l'article 64 vient compléter à point le travail de sape engagé par la loi Pacte (lire notre article) : *« Les organismes de retraite professionnelle supplémentaire constituent, dans ce cadre complété, des véhicules spécifiquement conçus et adaptés pour porter des engagements de retraite et pour financer l'économie sur le long terme, en dégageant une performance attractive pour les épargnants. »*

Mais naturellement c'est pour la bonne cause : *« Le secteur de l'assurance est appelé à se mobiliser, afin que le recours à ces véhicules se généralise et que l'économie française puisse ainsi bénéficier pleinement du dynamisme de l'épargne retraite généré par la loi PACTE. »*

Assurer le financement de l'économie, c'est l'argument massue qu'avait avancé le gouvernement lors de la suppression de l'impôt sur la fortune. Toutes ces sommes inutilement captées par l'État allaient se recycler vertueusement dans l'économie, assurait alors le ministre des finances. Trois ans après la suppression de l'ISF, la démonstration se fait encore attendre. *« Sans surprise, l'étude de l'institut des politiques publiques identifie d'ores et déjà une baisse significative des fonds propres des entreprises concernées, causée par la reprise de la distribution des dividendes au profit des actionnaires »*, note le rapport du Sénat sur l'évaluation de la suppression de l'ISF. Dans le même temps, les fonds investis dans les PME et qui ont donné le droit à déduction sur l'ISF (581 millions d'euros en 2017) se sont volatilisés, selon ce même rapport.

Le ministre des finances Bruno Le Maire recycle aujourd'hui le même argument du financement de l'économie. À une différence près cependant : alors que le gouvernement avait opté pour le laisser-faire à l'égard des plus fortunés au moment de la suppression de l'ISF, il choisit aujourd'hui la répression financière afin de contraindre par tous les moyens les Français à se tourner vers les produits d'épargne proposés par les banques et les assurances.

La baisse du taux du livret A, porté à 0,5 %, soit son plus bas historique, s'inscrit dans ce cadre. Il s'agit de disqualifier l'épargne réglementée, honnie par les milieux financiers mais privilégiée par les Français, *« afin de les inciter à diversifier leurs placements et choisir une épargne longue pour assurer le développement de l'économie »*, reconnaît Bruno Le Maire. De même, la réforme des retraites doit servir à réorienter l'épargne et assurer le financement de l'économie à long terme.

Mais pourquoi une telle insistance ? La France ne manque pas d'argent. Il n'y en a même jamais eu autant. Avec un taux d'épargne de plus de 15 %, les ménages français figurent même parmi les Européens les plus économes. Sauf à être cachée entre deux piles de draps, toute cette épargne sert tous les jours à faire fonctionner et financer l'économie. Mais elle serait trop mal orientée, selon le monde financier.

« La vulgate financière, en France notamment, reflète un large éventail de convictions communes parmi les praticiens ou les professionnels de la finance et les politiques libéraux […]*. Un de ses leitmotiv est de déplorer le manque d'épargne financière et risquée des ménages, épargne qui serait absolument requise pour financer les investissements productifs considérables et nécessaires à la croissance »*, écrivent Luc Arrondel et André Masson, tous les deux économistes, directeurs de recherche au CNRS et membres du Paris School of Economics, dans un article décapant publié dans *Capitalisme : le temps des ruptures* (Odile Jacob), un livre écrit à plusieurs mains dirigé par l'économiste Michel Aglietta.

« Pour la vulgate, poursuivent les deux économistes, *"la faute" en incomberait d'abord aux ménages eux-mêmes, trop frileux et peu éduqués financièrement, mais aussi à l'État du fait d'une fiscalité inadaptée et de réglementations tatillonnes et accessoirement aux nouvelles normes ou réglementations internationales, comptables ou prudentielles, adoptées depuis la crise. »*

Souscrivant sans le moindre recul à cette analyse, le gouvernement entend lever tous ces obstacles pour *« libérer les énergies »*, et réformer dans les moindres recoins. Afin de mettre la totalité de l'épargne française à la disposition de la finance. Mais tant d'efforts sont-ils justifiés ? Les changements peuvent-ils produire les effets escomptés par le gouvernement ? Retour sur la capitalisation et les fictions du financement de l'économie.

L'épargne des Français est-elle si mal orientée que cela ?

Les Français épargnent, épargnent beaucoup même. Chaque année, ils réservent en moyenne 15 % de leurs revenus disponibles. Seule l'Allemagne fait plus : le taux d'épargne s'y élève à plus de 17 %. Mais l'Italie, l'Espagne épargnent beaucoup moins (10 %), la Grande-Bretagne encore moins (6 %), sans parler des États-Unis où le taux d'épargne est à peine au-dessus de 2 %.

Selon la comptabilité nationale, la valeur totale des patrimoines des Français s'élevait à 13 125 milliards d'euros en 2017, soit 5,7 fois le PIB français. Depuis le début des années 2000, cette valeur a plus que doublé. Une fois l'endettement des ménages déduit (1 631 milliards d'euros), le patrimoine total s'élevait à 11 494 milliards d'euros. Cette

accumulation de capital cependant est très inégalitaire : 50 % du total des patrimoines est détenu par les 10 % les plus riches en France.
Les Français gèrent-ils très mal toute cette épargne ? Non, répondent Luc Arrondel et André Masson dans leur article. Reprenant les chiffres de la comptabilité nationale, les statistiques européennes, la conclusion des deux économistes est sans appel. Les Français ne sont ni plus incultes en matière d'économie, ni plus timorés que les autres épargnants. Ils sont dans la moyenne.

La priorité des Français, c'est le logement. Les actifs immobiliers représentent 60 % du patrimoine total des ménages. Cette importance de l'immobilier explique en partie la très forte augmentation des patrimoines ces dernières années : les prix de l'immobilier, surtout dans les grandes villes, ont explosé.

Mais le comportement des Français ne diffère pas de celui des Européens. En Italie, en Espagne, en Belgique, les ménages consacrent une grande partie de leur épargne, voire beaucoup plus que les Français pour se constituer un patrimoine immobilier.

Il existe une exception européenne : l'Allemagne. Pour des raisons historiques, qui ont amené à la constitution de parcs locatifs très importants détenus par les villes ou des institutions mutualistes, les ménages allemands ont moins éprouvé le besoin d'accéder à la propriété et d'acquérir leur logement que dans le reste de l'Europe. La part de l'immobilier représente à peine 40 % de leur patrimoine. Cette situation cependant est en train d'évoluer très vite. La hausse des prix de l'immobilier et des loyers dans les grandes villes, en particulier à Berlin, pousse de plus en plus de ménages à acheter leur logement.

Les 40 % restants de l'épargne française sont consacrés à un patrimoine financier. Mais là encore, les comportements d'épargne présentent de nombreuses similitudes d'un pays européen à l'autre. L'épargne liquide ou quasi liquide prédomine partout. Elle est même beaucoup plus élevée en Italie et en Allemagne (48 %) qu'en France (36,4 %).

Les banques et les assurances françaises la considèrent pourtant comme trop élevée. Et surtout stérile. Le livret A, support premier de cette épargne court terme disponible à tout moment, empêcherait les investissements à long terme. Ce qui est totalement faux. Les avoirs du livret A permettent de financer des projets de logements sociaux qui représentent souvent des engagements sur 50 ou 60 ans. Combien de placements dit de long terme, gérés par les banques et les assurances, prennent des engagements sur de si longues périodes ? Pratiquement aucun.

Pour le reste, l'épargne financière européenne est surtout constituée par des placements reposant sur des produits de dettes, obligataires essentiellement. La grande différence entre les pays européens est liée à des placements qui ont été orientés par des décisions fiscales et réglementaires. L'Italie a ainsi privilégié la détention directe des obligations d'État ou des grandes institutions par les épargnants : 20,5 % de l'épargne italienne est placée en obligations contre 3,4 % en Allemagne et à peine 1 % en France.

En France, la détention de titres obligataires est indirecte. Parce que les gouvernements français successifs ont décidé depuis plusieurs décennies d'orienter par des incitations fiscales l'épargne vers l'assurance-vie, celle-ci a une place prépondérante dans la composition des patrimoines des Français. Elle représente 39,4 % du patrimoine financier des ménages contre 24,4 % en Allemagne et à peine 7,2 % en Italie.

Les fonds récoltés par l'assurance-vie en France représentent quelque 1 500 milliards d'euros. Des sommes qui normalement sont censées irriguer toute l'économie, la gestion en étant confiée à des gestionnaires professionnels (banques ou assurances). Par bien des aspects, ces produits s'apparentent aux fameux fonds de pension que ceux-ci veulent développer. Mais, pour les financiers, ces produits ont des tares irrémédiables : ils sont trop réglementés et doivent offrir des garanties de maintien du capital. Cela empêcherait des investissements à risque, selon eux. Et cela augmente aussi leurs obligations prudentielles et leur ratio de solvabilité, tout en leur imposant d'immobiliser plus de capitaux, surtout.

Un premier verrou a été discrètement levé juste avant Noël. Par arrêté, le gouvernement a autorisé les assureurs-vie à comptabiliser la provision pour participation aux bénéfices dans les fonds propres des compagnies. En d'autres termes, la partie des gains qui revient chaque année aux assurés et leur appartient peut être annexée pendant huit ans dans les fonds propres des assureurs, si ceux-ci ont des difficultés à respecter leur ratio de solvabilité. C'est un premier pas. Mais pour le monde financier, ce sont tous les verrous qui doivent sauter, afin de faciliter la prise de risque.

L'ennui, pour eux, est que les épargnants français n'aiment pas assez le risque. Mais en cela, ils sont comme tous les autres ménages européens. La part des actifs financiers risqués (actions, fonds communs de placements, parts de fonds, etc.) représente à peine 15 % du patrimoine des ménages européens. Cette part varie sensiblement selon la fortune des ménages : plus ceux-ci sont aisés, plus ils investissent dans des placements risqués.

De même comme tous les Européens, les Français investissent peu en bourse (moins de 10 % de leurs actifs). Comme les Belges, les Allemands ou les Néerlandais, ils ont abandonné les marchés boursiers après la crise de 2008 pour y revenir après 2014, sur la pointe des pieds.

Le rêve des PME allemandes

Pas un discours sur l'industrie en France ne se tient sans qu'il n'y ait une référence aux PME allemandes. Le 21 janvier, Emmanuel Macron n'a pas échappé à la règle. Recevant quelque 500 dirigeants d'entreprises de taille intermédiaire (ETI) à l'Élysée, après avoir accueilli la veille 500 PDG de multinationales à Versailles, il s'est lancé dans un vibrant hommage du modèle allemand. *« Quand on se compare, on observe que c'est en effet une potentielle faiblesse française de ne pas suffisamment mettre l'accent sur ces ETI »*, a souligné le chef de l'État.

Pour le gouvernement, le « Mittelstand », ce réseau de moyennes entreprises industrielles allemandes, souvent familiales, parfaitement intégrées dans l'appareil productif, c'est le Saint-Graal industriel. Le modèle qu'il faut absolument reproduire. Si la France n'y parvient pas, selon lui, c'est que les entreprises ne disposent pas de suffisamment de fonds propres pour se développer, que l'argent leur manque. D'où la nécessité de réorienter l'épargne française pour les aider.

L'ennui est que ce cercle censé être vertueux n'existe que sur le papier. Le capitalisme actuel fonctionne sur la dette. C'est encore plus vrai en Europe où le financement des entreprises repose sur le crédit bancaire et non sur le marché des capitaux, comme aux États-Unis. Cette réalité est si bien admise que la Banque centrale européenne n'a cessé d'invoquer les besoins de financement de l'économie réelle pour justifier toutes ses mesures monétaires exceptionnelles (LTRO, QE, TLTRO, etc.) pour soutenir les banques et le secteur financier. En négligeant au passage le problème de transmission monétaire : l'essentiel des moyens engagés par les banques centrales a été capté uniquement par le monde financier.

C'est un des problèmes auxquels se heurtent les PME françaises. Face à des équipes bancaires interchangeables, ignorant tout des secteurs industriels, travaillant selon des procédures d'engagements normées, les dirigeants d'entreprise ont de plus en plus de difficulté à trouver des interlocuteurs acceptant de les accompagner, d'avoir accès au crédit.

Une des clés de la réussite allemande repose sur le fait qu'elles ont pu s'appuyer sur des réseaux bancaires locaux ou régionaux, connaissant parfaitement leurs clients industriels, acceptant de les accompagner mais aussi les contrôlant. (Tout est loin cependant d'être parfait. En 2008, l'État allemand a dû massivement intervenir pour renflouer ces caisses d'épargne en pleine déroute.)

La France a fait tout l'inverse. Avec un acharnement qui mérite d'être souligné, elle a détruit à partir du milieu des années 1980 tous les outils financiers sur lesquels pouvaient compter les dirigeants d'entreprise. Le Crédit national, institution bancaire publique qui était un des moyens de soutien aux PME, a été liquidé, privant au passage l'appareil d'État d'un outil très fin de connaissances des réalités industrielles sur le territoire. Les sociétés de financement régionales ont été privatisées pour le plus grand bénéfice de quelques amis. Tous les produits financiers (crédits à taux bonifiés, aides sélectives, financement de filière) ont été supprimés. Il ne reste que des dispositifs indifférenciés (CICE, CIR, etc.), arrosant grands et petits sans distinction et sans contrepartie.

La deuxième clé du succès des PME allemandes est encore plus compliquée à réaliser. Leur réussite tient beaucoup à une intégration, menée de très longue date, de chaînes de valeur industrielle, où la coopération, même si elle est parfois très rugueuse, entre grands groupes et sous-traitants existe, où il y a partage des connaissances, des innovations, des techniques, des marchés, de la valeur.

En défendant au-delà du raisonnable le modèle des « champions nationaux », les gouvernements successifs ont choisi la voie exactement inverse. Ils ont applaudi à tous les rachats des PME qui faisaient de l'ombre aux grands groupes. Ils ont encouragé l'assèchement du tissu industriel et des innovations. Tout devait être mis à la disposition de nos « champions ».

Les rapports entre les grands groupes et les PME françaises relèvent désormais de la subordination plus que de la coopération ou de l'intégration dans une chaîne de valeur. Les petites entreprises vivent sous la menace constante du laminage des prix et des marges, des délocalisations, et de l'abandon des commandes. Ce sont les PME qui doivent assumer les risques, les frais de développement, la compression des coûts, les retards de paiement en lieu et place des grandes entreprises. Les surprofits (88 milliards d'euros en 2018) que dégagent aujourd'hui les groupes du CAC 40 disent aussi cela : ils ne sont pas seulement le reflet de leur performance, mais aussi d'un accaparement de la valeur non seulement au détriment des salariés, mais aussi de leurs sous-traitants.

Ce n'est pas une nouvelle orientation de l'épargne qui pourrait corriger les tares de ces organisations du système productif auxquelles le gouvernement n'apporte aucun remède. D'ailleurs, de l'argent il y a en déjà. Au cours du seul premier semestre 2019, huit milliards d'euros ont été à nouveau levés auprès d'investisseurs institutionnels pour alimenter les fonds de capital risque, selon l'association France Invest qui regroupe les principaux intervenants de capital-risque.

Mais cet argent est essentiellement investi dans les sociétés existantes, qui se voient imposer des taux de retour sur capitaux toujours plus élevés. Pour ces fonds comme pour le *private equity* (fonds d'investissements privés), l'entreprise n'est qu'un bien comme un autre, à acheter, à vendre, à endetter, à dépecer. La multiplicité des exemples de ces PME totalement essorées illustre ces pratiques de prédation (lire ici, là ou là encore). Apporter une épargne supplémentaire à ces fonds sans rien changer à leurs méthodes et leurs critères de rendement ne servira qu'à alimenter un secteur qui, de l'aveu même des connaisseurs de ce milieu, connaît une véritable bulle.

Pourquoi la bourse ne finance plus l'économie

C'est un autre sujet régulièrement apporté par le monde de la finance : les marchés boursiers sont, selon eux, le meilleur moyen de financer l'économie réelle, de permettre aux entreprises de renforcer leurs fonds propres et de se développer. Pourtant, les marchés boursiers n'ont toujours financé que très partiellement l'économie et les entreprises. Et depuis plus d'une décennie, ils n'assurent pratiquement plus cette fonction.

Le vrai financement des entreprises en bourse intervient lors des introductions en bourse, des augmentations de capital, lorsque les entreprises lèvent des fonds pour renforcer leurs bilans ou pour financer des projets. C'est ce que les économistes appellent le marché primaire. Mais ce marché primaire a quasiment disparu au cours des quinze dernières années, de l'aveu même de l'Autorité des marchés financiers (AMF).

« Partout les introductions en bourse ont été décevantes, voire en net repli. Si à Paris elles sont plus nombreuses qu'en 2017 (34 contre 28), elles concernent des valeurs de plus petite taille et ont collecté moins de capitaux nouveaux (1,1 milliard d'euros contre 2 en 2017). De même, les émissions de titres de capitaux sont en recul, avec seulement 2 milliards levés (au lieu de 14 milliards en 2017) », indique l'autorité boursière dans son rapport de 2018, le dernier disponible.

Tout laisse penser que les chiffres seront à peu près les mêmes en 2019, en France comme à l'étranger. Car la bourse n'est plus maintenant qu'un marché secondaire, un marché d'occasion, où s'échangent et se négocient les actions existantes, sans relation avec les entreprises : celles-ci ignorent souvent l'identité de leurs actionnaires.

Et pour cause : la durée moyenne de détention des actions n'a cessé de s'effondrer. Aux États-Unis, elle serait autour de 20 secondes, selon des chiffres avancées par un universitaire américain, Michael Hudson, en janvier 2011. En France, les dernières évaluations remontent à 1999. Elles ont été faites par la Banque de France. À l'époque, les ménages détenaient leurs actions pendant 2 ans et 10 mois, les sociétés pendant 9 ans et 10 mois, et les fonds d'investissement, pendant 1 an et 1 mois. Pour les clients non résidents en France, la moyenne tombait à 4 mois. Tout porte à croire que ces durées ont été considérablement raccourcies. Alors que la finance s'est convertie au trading à haute fréquence, aux interventions à la nanoseconde, la durée moyenne doit tourner autour de quelques secondes. Ce qui donne une illustration de la vision long terme des investissements.

Loin d'assurer un financement des entreprises, les marchés boursiers sont devenus au contraire une arme de captation et de destruction du capital et des profits. Ils exigent des rendements, toujours plus de rendements. Le taux de distribution des profits atteint des records. Et les entreprises françaises du CAC 40 figurent parmi les premières de la classe : en 2019, elles ont distribué 49,2 milliards d'euros de dividendes, soit 58 % de leurs bénéfices, selon la Lettre Vernimmen de janvier.

Mais cela ne s'arrête pas là. Le capitalisme financier est devenu cannibale, exigeant la destruction du capital par le biais des rachats d'action. Instituée au cours des années 1990, cette pratique s'est généralisée et fait des ravages. En 2019, les groupes du CAC 40 ont dépensé 11 milliards d'euros pour racheter leurs actions. Aux États-Unis, selon les dernières estimations, les rachats d'action ont atteint la somme gigantesque de 850 milliards d'euros.

De l'argent pour soutenir des actions, souvent en pure perte. Entre 2008 et 2018, le groupe américain GE a dépensé 67,1 milliards de dollars en rachats d'actions qui sont venus s'ajouter à 105,2 milliards de dollars de dividendes. Résultat ? L'action GE a été divisée par deux en dix ans, elle a même perdu 75 % de sa valeur fin 2018 par rapport à 2016. Et le groupe licencie à tour de bras, incapable de financer les bouleversements dans ses activités.

En quoi orienter l'épargne française vers des placements dans une économie de casino permettrait-il de mieux financer l'économie réelle ? Mystère.

Le transfert du risque sur les épargnants

Dans une note récente, Patrick Artus, directeur des études chez Natixis, s'est interrogé sur la situation des salariés français s'ils avaient eu un régime de retraite par capitalisation depuis 1980. Sa conclusion était sans appel : la capitalisation permettait de bénéficier d'une retraite bien plus élevée que la répartition. Selon ses calculs, un euro cotisé en 1982 rapporterait 1,93 euro en 2019 dans notre système par répartition mais 21,90 euros dans un système par capitalisation *« Le coût d'avoir eu, depuis 40 ans, seulement de la retraite par répartition est donc considérable »*, concluait-il de façon définitive.

Cette note a déclenché une volée de critiques de la part de nombreux économistes, dénonçant la fantaisie de ces calculs. *« Si on reprend ceux de Patrick Artus, on arrive à ce résultat manifestement absurde selon lequel les retraites représenteraient aujourd'hui 156 % du PIB au lieu de 13,8 % »*, a répliqué l'économiste Michel Husson, membre d'Attac sur son blog. Ironisant sur la pensée magique qui a fait de nombreux émules dans l'histoire économique, il rappelait quelques principes de base, notamment que les rendements du capital ne peuvent être élevés qu'à la condition que les détenteurs soient peu nombreux. *« L'extension de leurs privilèges à d'autres couches sociales impliquerait leur "évaporation". »* Avant de conclure : *« La valorisation fictive d'actifs financiers, déconnectée de l'économie réelle, ne peut que s'effondrer. »*

Il n'y a pas que lui à lancer cet avertissement. De plus en plus d'analystes de banque, dont JPMorgan, Deutsche Bank, CIT, de grands gestionnaires dénoncent la dangerosité du système financier. Un système qui, bien que censé être en régime normal, ne sait plus vivre sans l'assistance permanente des grandes banques centrales. Quelque 11 000 milliards de dollars ont été déversés dans la planète financière depuis 2008. Le monde financier croule désormais sous des liquidités mal investies, qui provoquent des bulles d'actifs partout, des montagnes de dettes, et un dérèglement généralisé d'une finance qui n'a plus aucun lien avec l'économie réelle. Immanquablement, ces bulles finiront par exploser, prédisent les uns et les autres.

Déjà de nombreux fonds de pension, implantés depuis fort longtemps, rencontrent les plus grandes difficultés à se maintenir à flot. Alors quel est l'intérêt d'inciter des épargnants à aller vers la capitalisation alors que tout est à des niveaux stratosphériques et ne peut que descendre à un moment ou un autre ? La crise de 2008 a donné un aperçu des conséquences d'un effondrement des marchés pour les fonds de pension. D'un seul coup, des retraités américains, en première ligne dans la débâcle, ont vu leur retraite fondre de 30 %, 40 %, parfois 70 %. Certains d'entre eux totalement ruinés ont dû, à 70-75 ans, reprendre des petits boulots – livreurs, laveurs de voiture, coursiers – pour avoir un minimum de revenus.

Les banquiers et les assureurs, dans leur publicité, se gardent bien de mettre en garde les épargnants de ces risques éventuels. Pourtant, ils sont inévitables et même directement recherchés par les financiers. *« Tous les fonds de pension appliquent aujourd'hui le principe de la cotisation définie pour éviter toute responsabilité en cas de mauvais rendement des systèmes privés d'épargne retraite »*, insiste Francesco Saraceno, directeur adjoint du département des études à l'OFCE, Sciences Po – USPC dans une étude sur les limites du projet de réforme français.

Mais c'est bien cela le vrai but poursuivi par les banquiers et les assureurs dans leur campagne pour la capitalisation : supprimer les garanties de capital telles qu'elles existent dans l'assurance-vie ou les produits réglementés et faire supporter tout le risque à l'épargnant. Un risque pouvant aller jusqu'à la disparition totale du capital engagé.

Un choc de défiance

Ce n'est pas le moindre des paradoxes du capitalisme actuel. Tout en revendiquant la prise de risques, à des rendements du capital exorbitants et des rémunérations hors norme, le monde financier et les grands groupes ne cessent de réclamer des garanties, des protections, des sécurités. Ils ont installé un capitalisme de rente protégé, normé, contractualisé, qui leur permet de poursuivre les États, mais interdit l'inverse.

Car dans le même temps, ils ne cessent de demander la suppression de toutes les garanties et des protections pour les salariés. Droit du travail, assurance-chômage, protection sociale et de santé, retraites… tout ce qui assure un minimum de protection au monde du travail, une mutualisation des risques par la collectivité leur paraît relever de privilèges exorbitants.

Ce programme de mise à bas des droits et des protections, d'insécurité sociale, créant précarité et incertitudes chez tous, est appliqué à la lettre depuis l'accession au pouvoir d'Emmanuel Macron. Les Français voient se défaire sous leurs yeux leur statut, leurs protections, leur sécurité, leurs droits, leurs aides, leurs services publics. Comment prétendre dans le même temps créer un choc de confiance pour inciter les épargnants à prendre plus de risque ? Le gouvernement pourrait bien obtenir l'effet exactement inverse : il est en train de créer un choc de défiance.

L'enchaînement des réformes, l'effacement de tous leurs repères et cadres, créent un climat d'instabilité et d'insécurité généralisé, qui interdit de se projeter dans le futur, de rêver l'avenir. Ce qui ne peut que provoquer des réflexes de prudence, voire de paralysie, comme le rappelle Francesco Saraceno : *« Comme on l'apprend en première année de microéconomie, les assurances améliorent l'efficacité en permettant la mutualisation du risque. Si on laisse le risque peser sur les épaules des travailleurs, l'efficacité de l'assurance collective est entravée. »*

Parce que demain, plus rien ne sera assuré, que la précarité sera devenue la norme, qu'il faudra peut-être avoir rapidement de l'argent pour faire face aux aléas de la vie, y compris désormais pour la santé, les Français vont devoir épargner et plus sans doute qu'aujourd'hui. Mais geler de l'argent pendant des décennies, sans même avoir l'assurance de retrouver ses économies n'est pas une option dans un tel environnement. Ils choisiront des placements sûrs, immédiatement mobilisables pour pouvoir répondre aux accidents de la vie.

Pour le reste, ils risquent de privilégier encore plus qu'aujourd'hui l'immobilier, même si cela leur demande un effort financier encore plus important et long qu'aujourd'hui. Parce qu'avoir une maison, c'est la seule, la dernière protection qui leur est offerte face à un gouvernement qui a choisi de leur retirer protection et assurance collective et de les exposer à tous les vents, à tous les risques.