



**Institut de Recherches  
Economiques et Fiscales**

**Idées pour agir**

---

## Réforme des retraites

---

Pour la création d'un  
Compte Personnel Retraites (CPR)  
et la mise en place  
des Fonds de pension

---

N° 6 - Octobre 2016

- Le système de retraite français est très inégalitaire
- Le régime public est privilégié et financé par les contribuables tandis que le secteur privé, faute de réforme, se dirige vers la faillite
- Presque partout dans les pays riches et démocratiques, on a introduit un pilier par capitalisation
- En France, les fonds de pension ne représentent que 0.4 % du PIB contre 149 % aux Pays-Bas où les retraites sont les plus élevées de tous les pays de l'OCDE
- L'IREF propose l'introduction de véritables fonds de pension en France et la création d'un Compte Personnel Retraite

**Comme pour le chômage, « nous avons tout essayé » en matière de retraites... sauf ce qui marche. Selon le rapport annuel publié par le Conseil d'orientation des retraites, le besoin de financement (ce qu'en langage vulgaire on appellerait le déficit) des régimes de retraite sera de 0,2 % du PIB d'ici à 2020, soit environ 4,5 Md€. Cela représente un « besoin de financement » deux fois moins élevé que celui de 2015, une amélioration qui s'explique par l'accord trouvé par les régimes de retraite complémentaires AGIRC pour les cadres et ARCCO pour les salariés du privé (des économies de 6 Md€ d'ici à 2020), et une amélioration temporaire du niveau de croissance économique. Toutefois, le problème n'est pas résolu, et il s'agit essentiellement de rustines sur un régime structurellement déficitaire qui pourrait être pénalisé gravement par une nouvelle récession. La France est attachée idéologiquement au système de répartition qui consiste à verser aux retraités des pensions correspondant aux cotisations payées par les salariés en activité. Les objectifs du système de retraite français sont définis au II de l'article L. 111-2-1 du code de la Sécurité sociale : « *La Nation réaffirme solennellement le choix de la retraite par répartition au coeur du pacte social qui unit les générations. Le système de retraite par répartition assure aux retraités le versement de pensions en rapport avec les revenus qu'ils ont tirés de leur activité.* » Sauf que ça ne marche plus.**

De 1950 à 2010, l'espérance de vie à la naissance est passée de 63 à 78 ans pour les hommes et de 69 à 85 ans pour les femmes. L'espérance de vie instantanée à 60 ans progresse assez régulièrement en France métropolitaine depuis 1945. Pour les hommes, elle est désormais de 22,9 ans et celle des femmes est de 27,3 ans et elle continue d'augmenter<sup>1</sup>. La conséquence est que de moins en moins de personnes en activité doivent financer de plus en plus de personnes pensionnées. « La baisse du rapport démographique s'est accélérée à partir de 2006 – année où l'on compte 2,5 personnes de 20 à 59 ans pour chaque personne de 60 ans et plus – et le phénomène se poursuivrait jusque vers le début des années 2030 en raison de l'arrivée à l'âge de 60 ans des générations du baby boom. Au-delà, le rapport démographique continuerait à baisser mais à un rythme moindre, puis aurait tendance à se stabiliser en fin de période de projection ; en 2060, on dénombrerait 1,4 personne de 20-59 ans par personne de 60 ans et plus »<sup>2</sup> (Cf. Rapport du COR susvisé, p 17). Pour sa part, la CNAV note déjà que son ratio cotisants/retraités du régime général est de 1,39 cotisant pour un retraité.

1. Cf. Rapport annuel du COR, Juin 2016 p.13

2. Cf. Rapport du COR susvisé, p. 17

Ce ratio continue de se dégrader et il est bien pire dans certains régimes spéciaux (les mines, l'agriculture...). Au début des années 1960, ce ratio était supérieur à 4. Chacun comprend que le système n'est plus viable. Même en bricolant les taux et les âges de départ, il est dans une impasse. Le COR estime que le taux de remplacement (montant de la retraite par rapport au dernier salaire) d'un retraité non cadre type devrait rester autour de 66 % dans les prochaines années. Mais le jour où le ratio cotisant/retraité sera de 1, pour assurer un taux de remplacement de cet ordre il faudra que la cotisation des personnes en début d'activité soit de 100 % de leur salaire. En effet eu égard à l'évolution des salaires entre le début et la fin de carrière, les 66 % de fin de carrière doivent en moyenne représenter a minima la totalité du salaire de début de carrière. Même avec le ratio cotisant/retraité de 1,4, c'est une ponction de l'ordre de 70% du salaire d'entrée qu'il faudrait pratiquer. C'est évidemment tout à fait déraisonnable. Alors il faudra que l'argent public prenne le relai, mais cela revient au même, autrement. Car l'argent public est celui des contribuables qui sont pour une large partie les actifs payant des cotisations !

Comment en est-on arrivé là sinon par imprévoyance ou peut-être surtout par la politique de l'autruche de ceux qui ne veulent pas voir, font des calculs avec des hypothèses béatement optimistes comme le COR qui dans son rapport de juin 2016 retient un taux moyen de chômage de 7 % (4,5 % à partir de 2027) et un taux de croissance annuelle de la productivité du travail de 2 % à partir de 2028. A long terme on rase gratis ! Pourtant, on connaît la situation depuis longtemps. Dès 1974 les Nouveaux économistes libéraux, réunis notamment autour de Jacques Garelli et Pascal Salin, ont tiré la sonnette d'alarme : une population vieillissante ne peut s'accommoder d'un système de répartition, puisque chaque année le nombre des actifs cotisants diminue par rapport à celui des retraités. S'agissant de documents officiels, c'est le Livre blanc de Michel Rocard qui, en 1991, a vraiment lancé le débat sur la réforme des retraites. Les 20 rapports officiels suivants et les dizaines de livres parus sur le sujet l'ont tous confirmé : le vieillissement de la population exige une réforme de nos systèmes de retraite. Ni la baisse du chômage, ni la croissance, ni la natalité, ni l'immigration ne peuvent résoudre ce problème. Ayant fait le même constat, les pays européens, de la Suède à l'Allemagne, en passant par l'Italie et les Pays-Bas, ont déjà réformé leurs régimes publics et privés de retraite. Il ne reste que la France qui s'entête à vouloir préserver un système par répartition déjà en faillite.

## Des privilégiés en surnombre

Bien entendu, cette situation catastrophique ne concerne pas les agents de l'Etat. Quand les fonctionnaires de l'Etat payent un euro de cotisation pour leur retraite, l'Etat employeur en paye près de neuf. Dans le secteur privé, ce rapport est de 1 à 1,6, soit six fois moins. Or, ce sont les contribuables qui paient les cotisations de l'Etat, au profit de fonctionnaires dont les pensions de retraites sont bien plus élevées que dans le privé. La liberté d'assurance de chacun doit guider une réforme vers plus d'égalité entre tous les bénéficiaires des différents régimes de retraite. Car la situation actuelle n'est pas acceptable plus longtemps.

Par rapport au salaire brut, le taux de cotisation des agents de l'Etat est de 9,94 % en 2016, avant de converger en 2020 vers le taux actuel moyen de 11,15 % des salariés du secteur privé. En ce qui concerne les employeurs, en moyenne, la cotisation de retraite à la charge des employeurs du secteur privé est de 16 %, mais celle versée par les employeurs de fonctionnaires civils de l'Etat a été fixée pour 2016 au taux de 74,28 % et de 126,07 % pour les militaires !

Par un tour de passe passe, pour combler le gouffre que représente le régime de retraite de la fonction publique de l'État, il a été créé dans le budget de l'État un compte d'affectation spéciale « Pensions » (programme 741), équilibré par l'ajustement des taux de contributions employeurs lors de chaque loi de finances, de façon à respecter apparemment l'exigence d'équilibre financier. Cette année, sur un total de ressources de leur régime de 52,785 Md€, les cotisations des agents publics représenteront seulement 5,660 Md€ et la soi disant cotisation employeur 46,300Md€. Si les cotisations employé et employeur étaient les mêmes dans le secteur public que dans le secteur privé, il manquerait 35,696Md€, soit plus de six fois le montant des cotisations des agents concernés.

Ainsi et par la fiction d'une cotisation employeur vertigineuse, l'équilibre est assuré par une ponction sur le contribuable pour abonder un régime encore très privilégié en termes de calcul des pensions, d'âge de départ à la retraite.... Les bénéficiaires de ce régime disposent d'une pension moyenne de 2079€ par mois contre 1 306 euros par mois en 2013 dans le privé. On comprend pourquoi les fonctionnaires ne veulent pas d'alignement sur le privé !

Il n'y a pourtant plus d'autres solutions aujourd'hui que de glisser de la retraite par répartition à la retraite par capitalisation. Bien entendu, c'est une opération difficile parce qu'il faut continuer à honorer les engagements inconsidérés pris à l'égard des retraités tout en permettant aux cotisants actuels de se prémunir de la faillite à venir du système en optant, s'ils le désirent du moins, pour des assurances de capitalisation. Il ne peut s'agir que d'un processus progressif ainsi d'ailleurs que l'expérience de nombreux pays en atteste.

### **Les réformes drastiques et l'évolution vers la capitalisation des pays de l'OCDE**

Dans les autres pays de l'OCDE et d'une manière générale il a été pratiqué un relèvement de l'âge légal de départ à la retraite sensiblement plus important qu'en France. L'âge de 67 ans, voire 70 ans, remplace pratiquement partout l'âge de 65 ans. Et ceci est valable aussi pour les employés de l'Etat<sup>3</sup>. Le taux d'emploi des 60-64 ans est de 25 % dans notre pays contre 55 % en Allemagne, voire 70 % en Suède ! 14 pays sur 34 ont relevé

3. Cf. *Panorama des pensions 2015*, OCDE, 2016.

l'âge de départ à la retraite et 11 pays ont instauré des mesures (épargne, capitalisation, etc.) pour augmenter les prestations.

Mais ce qui est marquant ailleurs dans les pays de l'OCDE, c'est surtout l'importance croissante de la capitalisation mise en place pour se substituer en partie plus ou moins significative à la répartition. Dans 17 pays sur 34, il existe des régimes privés obligatoires, tous par capitalisation, 75 % des actifs de ces régimes privés étant détenus par des fonds de pension, 20 % par des assurances et le reste par des banques. Dans tous ces cas, il s'agit bien de l'épargne privée qui se transformera en pension de retraite. Dans quelques pays comme le Chili, l'Estonie, le Mexique et la République slovaque, les plans de retraite privés sont exclusivement financés par des fonds de pension. Dans les pays de l'OCDE, les actifs des fonds de pension s'élevaient à 24 800 milliards USD en 2013. C'est aux États-Unis que le patrimoine des fonds de pension est le plus important, avec 13 900 milliards USD d'actifs accumulés, ce qui représente 56.2 % de l'ensemble des pays de l'OCDE. Les autres pays membres où les fonds de pension occupent une place significative sont notamment le Royaume-Uni, avec 2 800 milliards USD d'actifs et 11.3 % du marché des fonds de pension de l'OCDE en 2013, l'Australie (1 400 milliards USD et 5.8 % du marché), les Pays-Bas (1 300 milliards USD et 5,4%), le Japon (1 300 milliards USD et 5,4%) et le Canada (1 300 milliards USD et 5,1%). En 2013, seuls quatre pays ont affiché un ratio actifs des fonds de pension/PIB supérieur à 100 % : les Pays-Bas (148,7%), l'Islande (141,2%), la Suisse (113,4%) et l'Australie (102.2%). Outre ces pays, le Royaume-Uni (99,6%) et les États-Unis (83,2%) ont enregistré un ratio actifs/PIB supérieur à la moyenne pondérée de l'OCDE (82, %). Ces pays sont dotés de fonds de pension depuis longtemps et, à l'exception du Royaume-Uni et des États-Unis, de régimes de retraite privés obligatoires ou quasi-obligatoires. Dans les autres pays, l'importance des actifs des fonds de pension par rapport au PIB est assez variable.

### Actifs des fonds de pension en% du PIB (2013)

FRANCE	0.4%
AUSTRALIE	102.2%
BELGIQUE	5%
CANADA	70%
DANEMARK	42%
FINLANDE	48.7%
ALLEMAGNE	6.1%
IRLANDE	52.3%
PAYS-BAS	148.7%
SUISSE	113.4%
ETATS-UNIS	83.2%
ROYAUME-UNI	99.6%
OCDE	82.8%

Ainsi que l'indique le tableau ci-dessus la France est très, très loin par rapport aux autres pays membres de l'OCDE.



Certes, les fonds de pension subissent les aléas de la conjoncture boursière. Ils les ont supportés notamment en 2008, mais ils s'en sont bien remis depuis. En 2012, les fonds de pension ont connu, dans les pays de l'OCDE, un rendement moyen positif de 5,7% en termes réels. Dans la zone OCDE, ceux qui ont obtenu les meilleurs rendements en 2012 sont ceux du Mexique (9,7%), de la Turquie (9,6%), des Pays-Bas (9,5%) et de la Belgique (9,3%). Aucun des pays de l'OCDE déclarants n'a affiché de rendement réel négatif en 2012. Le taux de rendement net des investissements a considérablement varié selon les marchés nationaux en 2013. Cette année-là, en moyenne, dans les pays de l'OCDE pour lesquels on dispose d'informations, les fonds de pension ont enregistré un taux de rendement réel des investissements de 9,7%, ce taux allant de 11,5% pour le pays affichant les meilleurs résultats (les États-Unis) à -7,6% pour celui enregistrant les plus mauvais (Turquie). Après les États-Unis, les pays obtenant les rendements les plus élevés en 2013 ont été l'Australie (10,3%), le Canada (9,8%), la Nouvelle-Zélande (9,5%) et le Japon (8,9%).

Les fonds de pension ne semblent plus être un sujet tabou de la politique française. Plusieurs candidats à la primaire de droite se sont prononcés en faveur de la capitalisation et par ailleurs le ministre Emmanuel Macron a osé mentionner les fonds de pension. Mais les avancées sont bien timides et hésitantes. Le 27 novembre 2015, celui-ci a détaillé son projet de « *fonds de pension à la française* » devant un parterre d'assureurs réunis à l'occasion de la COP 21. Alors ministre de l'économie, il a dit vouloir créer un nouveau cadre réglementaire pour que l'argent épargné par les salariés en vue de leur retraite permette de mieux financer les entreprises. Emmanuel Macron s'est néanmoins bien gardé d'utiliser le terme controversé de « fonds de pension », qu'il avait d'abord employé, le lundi 9 novembre précédent, lors de la présentation de sa loi Noé. Il s'est aussi défendu de vouloir révolutionner le régime français des retraites. « *Soyons clairs, notre objectif n'est pas de modifier les équilibres entre retraite par répartition et par capitalisation en France, ni de bouleverser le marché des produits d'épargne retraite. Ce n'est pas de livrer au marché la protection sociale* », a précisé le ministre de manière très politiquement correcte.

La position timorée du ministre est d'autant plus surprenante qu'il existe déjà plusieurs fonds de pension en France pour quelques privilégiés. Les fonctionnaires ont leur propre fonds, la PREFON. Les élus locaux bénéficient d'un autre fonds, le FONPEL. De même, nos sénateurs bénéficient d'une retraite – bien méritée bien entendu ! -- par capitalisation. Mais le Français lambda n'a pas le droit de substituer une retraite par capitalisation à sa retraite par répartition, ou plus exactement, s'il le fait, il ne peut pas déduire les cotisations de son revenu imposable. Il dépend des aléas de la répartition et des capacités, de plus en plus mauvaises, des caisses complémentaires. Tandis que les fonctionnaires ont leur retraite principale assurée par l'Etat, donc par nos impôts. Instaurer des fonds de pension serait déjà une forme de justice sociale.

Pratiquement tous les pays riches et démocratiques ont instauré un pilier capitalisation avec des fonds de pension à côté des autres piliers, par points et/ou répartition (ce dernier est de plus en plus rare).

D'après l'OCDE (*Pensions at a Glance*, 2009), le système de retraite aux **Pays-Bas** est parmi les plus généreux d'Europe. Le retraité reçoit en moyenne 105,5 % de son salaire moyen (après impôts) et part à la retraite à 65 ans (allongé à 66 ans d'ici à 2019 et 67 ans d'ici à 2023). Les dépenses publiques de retraites représentent environ 5 % du PIB et les dépenses privées à peu près la même chose. Quelle est la raison de ce bonheur pour les retraités des Pays-Bas ? Rien qui ne tienne du miracle : c'est le bienfait naturel d'un système de retraite par capitalisation.

Le système de retraite néerlandais repose sur trois piliers. En fonction de sa situation personnelle, le retraité reçoit de l'argent en provenance du premier pilier, ou du premier et du deuxième, ou du premier et du troisième, ou des trois piliers. Le premier pilier consiste en la retraite versée par l'état, l'AOW. L'Algemene Ouderdomswet (Loi générale sur l'assurance vieillesse) a été adoptée en 1957. Elle sert de base à la pension de retraite. L'AOW est une indemnité de base dont le montant est ajusté en fonction du salaire minimum légal. Les personnes mariées ou vivant en couple perçoivent chacune 50 % du salaire minimum (environ 700 euros bruts par mois). Une personne célibataire perçoit plus, à savoir 70 % du salaire minimum (environ 1000 euros bruts par mois). Ce premier pilier est financé au moyen d'un système de répartition. Cela signifie que la population active paie les dépenses liées à la retraite AOW des plus de 65 ans. Ces dépenses sont prélevées au moyen de cotisations sur le salaire ou les allocations.

À côté de la pension nationale de base par répartition (1<sup>er</sup> pilier), la plupart des salariés sont soumis à des régimes obligatoires de pension complémentaire (2<sup>e</sup> pilier) sous forme d'accords collectifs établis par secteur d'activité, de plans de retraite complémentaire d'entreprise ou de plans de retraite relevant de contrats d'assurance individuels ou collectifs. Tous ces plans de retraite complémentaire doivent respecter certaines dispositions fixées par l'État. Plus de 97 % de la population est affiliée à un fonds de pension. Il en existe plus de 600 aux Pays-Bas avec un rendement moyen annuel de 5,35 % (avec des rendements réels observés allant jusqu'à 13,5 % !). Le patrimoine total géré par les fonds de pension représente 700 Md€ ! La part de la retraite couverte par un fonds de pension représente en moyenne environ 70 % de la pension. Les retraites sont donc beaucoup plus généreuses que les retraites françaises alors que les dépenses y afférentes, publiques et privées, sont environ 50 % plus élevées en France qu'aux Pays Bas (15 % du PIB contre 10 %).

Ces régimes de retraite par capitalisation du deuxième pilier peuvent être gérés par un fonds de pension ou par un assureur privé. Selon la loi néerlandaise, l'entreprise et le fonds de pension doivent être strictement séparés juridiquement et financièrement, la gestion des retraites complémentaires devant obligatoirement être externalisée hors de l'entreprise. Enfin, le troisième pilier se compose de produits de retraite individuelle. Les entrepreneurs indépendants et les employés dans des secteurs dépourvus de régimes de retraite peuvent y faire appel. Mais n'importe qui peut conclure un contrat d'assurance-vieillesse du troisième pilier. En utilisant ces contrats, qui sont pour la plupart défiscalisés, chacun peut mettre de l'argent de côté pour bénéficier d'une retraite complémentaire.



Outre les Pays-Bas, bien d'autres pays importants ont choisi d'introduire au moins un pilier capitalisation dans leur système de retraite.

En **Suède**, la retraite par capitalisation fait partie intégrante du régime obligatoire de l'assurance vieillesse. C'est un système «à cotisations définies» : le taux de cotisation est fixé à 2,5 % des salaires ; et les sommes sont versées par les cotisants sur un compte individuel. Une autorité parapublique – Premierpensionmyndigheten (PPM) - collecte les cotisations et les distribue à plus de 700 fonds privés suédois ou étrangers gérés par plus de 80 institutions choisies par les assurés. En principe, tout fonds d'investissement qui répond à certaines conditions et s'engage à respecter les règles du système peut intégrer le marché de la capitalisation. L'assuré peut choisir au maximum 5 fonds différents et il peut en changer aussi souvent qu'il le souhaite. Lorsque les assurés ne choisissent pas les fonds, les montants des cotisations sont versés automatiquement par le PPM à un fonds par défaut appelé aussi septième fonds AP dont les investissements se font à 90 % en actions et 10 % en obligations. Chaque assuré crée son propre capital avec les cotisations annuelles et le rendement des investissements. Les Suédois peuvent choisir entre ces fonds pour placer cette épargne. Environ 2/3 des assurés font des choix individuels en fonction de l'information dont ils disposent, 1/3 préfèrent laisser les institutions choisir à leur place. Sur les 90 % des fonds investis en actions, environ 30-40 % sont constitués d'actions « nationales » tandis que le reste est investi à l'étranger dont plus de 50 % aux Etats-Unis. Par exemple, un des principaux fonds, Sjunde AP-Fonden, n'emploie qu'une quinzaine de personnes à Stockholm, le reste étant « délocalisé » avec des experts financiers par zone géographique.

Malgré la crise financière, les risques pris par les épargnants sont minimes. D'abord, parce que l'offre est très vaste et diversifiée avec des centaines de fonds qui sont en concurrence, ensuite parce que, à long terme, l'épargne est toujours porteuse de rendement. Le taux moyen de croissance annuelle est d'environ 5-6 %. Une fois à la retraite, les Suédois peuvent choisir entre diverses manières de percevoir ce complément par capitalisation. Ils peuvent convertir la pension en rente fixe ou bien opter pour une rente variable. Dans le second cas, la pension mensuelle peut changer en fonction de l'évolution des fonds choisi par les individus et aussi des modifications de l'espérance de vie.

Environ, 20 % des fonds détiennent 92 % du capital, 59 % des fonds sont étrangers et 12 % du capital est investi dans des fonds étrangers. Les capitaux gérés par ces fonds représentent environ 25 % du PIB. La valeur de la rente n'est pas garantie. Mais elle a été calculée pour rapporter un minimum de 3,5 % avec un taux de croissance économique de 0 % et 6 % avec un taux de croissance à 2 %. La valeur est calculée de la manière suivante : Le compte est divisé par le nombre d'annuités (en fonction de l'espérance de vie moyenne) et la pension est versée sur la base d'un taux d'intérêt estimé à 3 % (duquel il faut déduire les frais de gestion). Le coût de fonctionnement du système est actuellement estimé à 0,75 % des actifs dont 0,3 % pour le PPM.

Pour sa part, **l'Allemagne** a instauré (en 2001) une dose de capitalisation dans les retraites grâce à des incitations fiscales. Les salariés peuvent épargner jusqu'à 4 % de leur salaire

brut en investissant dans un fond de pension. La part des retraites par capitalisation correspond aujourd'hui à presque 15 % du total des retraites.

**L'Australie** qui vient d'entrer dans sa 25<sup>e</sup> année de croissance économique ininterrompue (en effet, depuis 1991, il n'y a pas eu de récession et cela malgré la grande crise de 2008 !) a un système de retraite basé sur trois piliers : un de base et public par répartition, un deuxième par capitalisation créé en 1992 et un troisième d'épargne volontaire. Les fonds de pension représentent environ 105.4 % du PIB contre 0.4 % en France.

### La capitalisation est moins risquée que la répartition

L'argument habituel contre la capitalisation est qu'elle serait soumise au risque d'effondrement de la bourse et de perte de valeur du patrimoine des fonds de pension au détriment des pensionnés. Une étude du Cabinet Tower Watson publiée en 2010, après la crise de 2008, a montré que ces peurs sont infondées. Les 300 grands fonds de pension mondiaux totalisent environ 11.3 trillions de dollars. Après avoir perdu 12.6 % de la valeur des actifs en 2008 et en pleine crise, les fonds de pension en ont gagné 8.2 % en 2009. Les 20 premiers fonds de pension qui représentent 39.3 % des placements ont réalisé des résultats supérieurs aux attentes : + 6.2 % en 2009. Pour rappel, les fonds de pension ont connu une croissance de 34.4 % entre 2004 et 2009 et de 58.2 % entre 2003 et 2008. Certes, certains fonds de pension connaissent des mésaventures. C'est arrivé en Angleterre en 2008. Mais il pourrait être demandé aux fonds de s'assurer contre leurs fautes graves de gestion. Dans la plupart des cas, ce sont de mauvaises décisions ou un mauvais cadre institutionnel qui conduisent à des difficultés. Ainsi, le régime de retraite par capitalisation des pilotes de KLM garantit aux salariés une pension égale à un pourcentage de leur rémunération. Il n'est pas certain que cette garantie puisse être maintenue quand les rentabilités s'amenuisent. C'est le danger des fonds à prestations garanties qui sont fréquents aux Pays-Bas alors que dans nombre des régimes de retraite par capitalisation, les salariés ne bénéficient que d'une garantie de répartition des sommes que le fonds peut produire. Encore faut-il que cette répartition soit équitable bien sûr. Au Chili, l'un des premiers pays à avoir généralisé avec succès le régime de capitalisation, la fronde gronde contre les six grands fonds d'investissement qui gèrent les pensions des Chiliens. Ceux-ci capitalisent 150Md€, soit 70 % du PIB du pays. Le problème est que ces fonds continuent d'engranger les mêmes bénéfices qu'autrefois, soit une marge nette affichée de 26 % alors que les taux de rendement ont baissé et que les retraites servies ont diminué de manière significative. Il y a là bien entendu une faille qu'une meilleure rédaction de la loi aurait pu permettre d'éviter. Les défauts et difficultés représentent donc des exceptions gérables et susceptibles d'être anticipées et évitées.

Dans une étude intitulée « Pour un nouveau système de retraite. Des comptes individuels de cotisations financés par la répartition », même Thomas Piketty reconnaît que le taux de rendement d'un système de retraite basé sur la capitalisation est très largement supérieur au taux de rendement de la retraite par répartition. D'après Piketty, qui se

base sur une étude plus exhaustive publiée par le très prestigieux « Quarterly Journal of Economics », « Le rendement financier moyen observé sur les placements en actions est certes nettement plus élevé : 9,1 % par an en moyenne en France sur la période 1950-2000, en prenant en compte à la fois les dividendes et les plus-values (...) » (page 31). Ce qui veut dire que 1 franc de cotisation versée en 1950 aurait valu plus de 9 francs en 2000 ! Et sur la période 1900-2000, le rendement moyen des actions a été de 7% ». Et cela malgré la crise de 1929 et les deux guerres mondiales ! Même un intellectuel de gauche le reconnaît : la capitalisation garantit une bien meilleure retraite que la répartition.

### **Le compte Personnel Retraite (CPR)**

Dans une étude intitulée « Pour la création d'un Compte Personnel Retraite (CPR) », l'Institut de Recherches Economiques et Fiscales –IREF- a proposé de réformer l'assurance retraite en permettant à chacun de disposer d'un compte personnel qui pourrait être affecté à son choix en assurance par capitalisation ou le cas échéant en répartition selon le régime actuel. Il a analysé les résultats d'une affectation intégrale des cotisations payées actuellement dans le régime obligatoire de la CNAV et dans les régimes complémentaires ARRCO / AGIRC à un compte personnel de retraite par capitalisation. Dans le cadre d'un calcul actuariel, sur la base d'un taux annuel d'actualisation de 2% (qui mesure le prix donné à la dépréciation des valeurs futures par rapport aux valeurs actuelles) et d'un rendement financier, généré par le placement de divers actifs (monétaire, obligataire, actions, immobilier...) à un taux moyen de 5% par an, il apparaît que la retraite de chacun pourrait être revalorisée de manière spectaculaire.

En retenant un taux de cotisation de 25% (correspondant au taux utilisé à ce jour par les organismes de retraite obligatoire, sans distinction entre parts patronales et parts salariales) et en tenant compte du Plafond de Sécurité Sociale (la rémunération retenue est exprimée en multiple du Plafond Annuel de la Sécurité Sociale (PaSS), cette rémunération étant croissante cependant de 0,50% par an, nette d'inflation), il ressort que, quelle que soit la tranche salariale, un individu détenteur d'un Compte Personnel Retraite toucherait une pension supérieure à celle qu'il obtiendrait grâce à la répartition. De plus, les salariés les plus modestes seraient les plus favorisés par ce système. En cotisant pour un CPR, un smicard pourrait toucher une retraite supérieure à son dernier salaire, alors qu'en restant dans le système par répartition la pension est actuellement de l'ordre de 80% du dernier salaire à la date où l'intéressé fait valoir ses droits à la retraite et devrait baisser vers 70% à terme de vingt ans.

Aujourd'hui, même la gauche reconnaît que les pensions baissent et que bientôt on ne pourra plus les financer. Alors, pourquoi ne pas agir ? La transition se ferait graduellement : les tranches d'âge de 40 et 50 ans cotiseraient partiellement pour un CPR à hauteur respectivement de 50% et 30%. Les plus jeunes affecteraient l'ensemble des cotisations retraite à un CPR. La mise en place d'un Compte Personnel Retraite donnerait la possibilité aux Français de cotiser au fonds de pension de leur choix. Mais

chaque fonds devrait respecter certaines règles prudentielles et des ratios de protection des assurés.

Ceux qui le voudraient pourraient continuer d'affecter une partie de leurs cotisations retraites, dans la limite de 50%, au système public de retraite. Celui-ci continuerait de servir jusqu'à épuisement les pensions des retraités ayant déjà fait valoir leurs droits à la retraite à la date de mise en œuvre de la réforme et, partiellement, celles de ceux ayant plus de 40 ans à cette date, ainsi que celles de ceux qui continueraient d'opter pour ce régime optionnel partiel. Bien entendu les personnes en activité bénéficiant encore de ce régime continueraient d'y cotiser en tout ou partie selon leur choix.

Les cotisants seraient gagnants à long terme. Certes, les premières années seraient difficiles puisqu'il faudrait continuer de financer les retraités ayant cotisé sous l'ancien régime tout en permettant aux nouveaux entrants de cotiser dans un système de capitalisation qui n'abonderait plus les dépenses de répartition à verser aux retraités. Mais en procédant progressivement, il apparaît que globalement le système ne serait pas plus déséquilibré pendant cette période de transition qu'il ne l'aurait été dans la continuité du système actuel qui de toutes les façons conduit à la faillite. Et à terme, les cotisants seront largement gagnants. Alors autant engager cette réforme le plus vite possible car chaque année qui passe dégrade la situation. D'autant plus que la mise en place de fonds de pension favorisera la croissance économique.

### **Quand les retraites financent l'économie**

En effet, les fonds de pension favorisent le financement des entreprises en capitaux propres. Les Sociétés Non Financières –SNF–, celles qui fournissent des produits et services peuvent se financer soit en fonds propres, par appel au marché pour trouver des actionnaires ou des prêteurs de long terme en obligations notamment, soit par emprunt, auprès des banques en particulier. Chacun comprend aisément que les entreprises sont plus fragiles lorsqu'elles dépendent des banques et de prêts à renégocier régulièrement avec elles plutôt que de capitaux investis dans la durée et non remboursables lorsqu'il s'agit de participation directe ou indirecte au capital. La structuration du financement des entreprises est encore plus importante dans les économies en mutation profonde comme celle que représente le passage de l'économie traditionnelle à l'économie numérique. Les entreprises doivent alors se placer en permanence à de nouvelles frontières technologiques et innover davantage avec tout ce que cela implique comme prise de risque, ce qui est plus facile lorsque le créateur dispose de fonds durables.

A cet égard, le développement de fonds de pension et autres fonds d'investissement est d'une grande valeur ajoutée à l'économie, car ces fonds qui doivent placer l'argent collecté en recherchant une rentabilité supérieure à celle d'un simple placement en banque sont très friands d'investissements en capital dans des entreprises prometteuses et leur intervention en favorise le développement. C'est probablement l'une des forces de l'économie américaine que de disposer de ce financement en capital grâce à

l'importance des fonds de pension en recherche constante de nouveaux placements en capital.

Le financement par le crédit bancaire du secteur privé non financier (entreprises et ménages) domine en France et en Europe. A l'inverse, les financements en capitaux propres – actions, obligations ou autres instruments de participation au capital- prévalent aux Etats Unis. Les prêts bancaires aux SNF représentent un peu moins de 50 % du PIB et surtout près de 70 % de l'endettement des entreprises européennes contre seulement près de 15 % du PIB et près de 30 % du financement de la dette des SNF aux États-Unis<sup>4</sup>.

Les fonds de pension et les *mutual funds* représentent environ 45 % de la capitalisation boursière aux **Etats-Unis**. Le cadre fiscal et réglementaire y est extrêmement favorable au financement privé : les capitaux affluent auprès des entreprises innovantes dont le concept est porteur. Les États-Unis ont ainsi levé 58,8 Mds \$ en capital-risque sur l'année 2015, contre seulement, – même si cela représente tout de même plus de deux fois plus qu'en 2014 -, 1,8 Mds € en France (2,03 Mds \$). Une grande partie du financement en capital-risque aux États-Unis provient des fonds de pension (41,8 %) et l'intervention de l'État y est quasi-inexistante. En France, l'investissement en capital est mené par l'Etat au travers notamment de la CDC et de la BPI qui, malgré un certain entregent, restent des machines lourdes et limitées dans leur intervention.

L'avantage de ces fonds réside dans leur effet de « taille » qui leur permet de constituer des portefeuilles complexes dans lesquels le risque de chaque actif est mitigé par l'ensemble des autres actifs du portefeuille. Ces fonds peuvent donc tout à la fois placer leurs capitaux dans des produits complexes, dits structurés, qui contribuent plutôt au financement des grands projets et des grandes entreprises, mais aussi dans des investissements en faveur d'entreprises moyennes et de taille intermédiaire. A titre d'exemple, aux Etats-Unis tout comme aux Pays-Bas, deux des nations accueillant les plus gros fonds de pension au monde, une part des placements de ces fonds bénéficie directement au secteur des entreprises locales sans pour autant perdre de rentabilité. Pour une part, souvent non négligeable, ces investissements se font également dans la construction immobilière, y compris dans le logement bon marché. Ainsi, sur la période 1995-2011, les fonds de pension américains ont investi 1,22 Md\$ par an dans la construction de logements à loyers modérés. Sans être des philanthropes, ces fonds sont souvent prêts à s'engager dans des investissements audacieux d'intérêt local et social. Aux Etats-Unis durant l'année 2011, certains fonds ont utilisés leurs capitaux pour relancer l'activité de territoires en récession. Ainsi, à San Francisco, le fonds AFL-CIO Housing Investment Trust a permis d'embaucher 270 ouvriers du bâtiment pour construire des logements à destinations des ménages les plus pauvres de la région. De même, le Building Investment Trust a investi 353 M\$ dans le Maryland pour développer le complexe de locaux commerciaux « Ritchie Station Marketplace », ce qui a permis d'embaucher 1000 personnes dans le secteur de la construction.

---

4. Cf. Econote de la Société Générale n° 24 mai 2014.



Mais au-delà de ces quelques exemples particuliers, sur la période 1995-2011, les fonds de pension américains ont investi, directement, près de 21 Md\$ dans l'immobilier résidentiel, permettant ainsi l'embauche de plus de 161 000 ouvriers et employés dans le secteur immobilier. À la lumière de ces chiffres américains, il apparaît que l'activité des fonds de pension pourrait avoir un impact remarquable sur l'économie française.

Comme le montre l'exemple néerlandais, l'influence des fonds de pensions sur des secteurs aussi rigides que l'immobilier est aussi positive à long terme. En effet, au cours des 20 dernières années, l'emploi dans le secteur de la construction a baissé de 8% en France, alors qu'il augmentait de 20% aux Pays-Bas.

Alors que la multiplication de contrats d'emplois aidés et des embauches d'agents publics en surnombre font peser un lourd tribut sur les contribuables, les fonds de pension pourraient créer en France de vrais emplois avec de l'argent privé investi et non pas des emplois d'avenir dont le coût est de contre 23 000 par emploi à la charge des contribuables!

Ainsi, la mise en place de fonds de pension favoriserait doublement l'avenir des retraites d'une part en sécurisant l'épargne des cotisants et d'autre part en développant l'économie dont une croissance saine et durable est le meilleur garant de l'avenir de tous.

La réforme des retraites en France ne viendra pas de l'Etat et de [ses fonctionnaires qui profitent du système](#). Mais la solution serait de donner progressivement à tous, fonctionnaires compris, leur [salaire complet](#), charges comprises, et de laisser chacun s'assurer obligatoirement mais librement au près de la compagnie ou mutuelle de son choix, y compris, s'ils le souhaitent en restant assurés auprès du régime public dont il devrait bien entendu être interdit à l'Etat de financer à l'avenir les déficits pour les nouveaux cotisants.



# Idées pour agir



Réformer et améliorer  
le système de Santé  
grâce au privé  
et à la concurrence

Le système français  
face aux exemples allemands,  
suisses et néerlandais

Octobre 2013

Contact : Nicolas Lecausse, Directeur du développement,  
nicolas.lecausse@irefeurope.org • Tél : 01 43 80 55 18



Idées pour agir  
Vaincre  
le chômage

N° 1 - Février 2016

Contact : Nicolas Lecausse, Directeur,  
nicolas.lecausse@irefeurope.org • Tél : 01 43 80 55 18 / 06 64 89 73 21



Idées pour agir  
Impacts d'un IS à 25 %  
sur l'économie française

N° 2 - Mars 2016

- Une hausse de 2% du PIB, soit une production supplémentaire de 41 Md€
- Une augmentation des investissements, de l'ordre de 7 Md€ ;
- La création rapide de 201 000 emplois, soit une baisse de 0,8 point du taux de chômage.

Contact : Nicolas Lecausse, Directeur,  
nicolas.lecausse@irefeurope.org • Tél : 01 43 80 55 18 / 06 64 89 73 21



Idées pour agir  
Vers une flat tax à deux taux :  
2 % et 15 %  
Les gains pour l'économie française

N° 3 - Mars 2016

Contact : Nicolas Lecausse, Directeur,  
nicolas.lecausse@irefeurope.org • Tél : 01 43 80 55 18 / 06 64 89 73 21



# Institut de **R**echerches **E**conomiques et **F**iscales

[www.irefeurope.org](http://www.irefeurope.org)

**L'IREF** est un « think tank » européen fondé en 2002 par des membres de la société civile issus de milieux académiques et professionnels dans le but de développer la recherche indépendante sur des sujets économiques et fiscaux. À vocation européenne, **l'institut est indépendant de tout parti ou organisation politique. Il refuse le financement public.**

**L'IREF publie des études, des rapports, des livres ainsi qu'une Newsletter hebdomadaire diffusée uniquement sur internet.** Ses publications traitent des thèmes variés comme par exemple : la fiscalité française et mondiale, les droits de propriété, la mondialisation et le libre-échange, les politiques publiques, les retraites, la santé et l'écologie.

**L'IREF agit concrètement auprès des décideurs politiques** en leur proposant les mesures à prendre afin de renforcer l'économie, **sous forme d'amendements ou de propositions de lois.**

## **IREF**

35 avenue Mac-Mahon  
75017 Paris