

# Dans quelle mesure les fonds de pension permettraient-ils de résoudre le problème des retraites en France ?

Par Philippe TRAINAR

Professeur titulaire de la chaire assurance du CNAM  
Directeur de la Fondation SCOR pour la science

L'intérêt des fonds de pension a toujours été contesté en France et, par voie de conséquence, leur place dans l'économie est restée parfaitement marginale. Le débat sur les fonds de pension en France a pu laisser penser, un temps, que leur utilité se limitait à leur capacité à absorber les conséquences du retournement démographique. En réalité, les propriétés économiques de la capitalisation par rapport à la répartition dépassent largement leur capacité à absorber les chocs démographiques. Notamment, elles en font un support extrêmement efficace pour compenser les risques « politiques » que la répartition fait peser sur les retraites. Dans cet article, nous examinons en détail les objections opposées aux fonds de pension, pour constater finalement que la seule vraie difficulté tient aux problèmes soulevés par la transition institutionnelle de la répartition vers la capitalisation. Mais la tendance de notre système de retraite à évoluer vers un système minimaliste beveridgien relativise la portée de cette difficulté.

L'opposition aux fonds de pension dans les pays latins et en France se nourrit de quatre arguments principaux, qui sont difficilement conciliables entre eux, même si certains experts n'hésitent pas à les utiliser en même temps et de façon additive :

- l'argument traditionnel selon lequel les fonds de pension et la retraite par capitalisation exposeraient les salariés aux risques des marchés financiers et de leurs crises récurrentes, comme celles de 1929 ou de 2008 ;
- l'argument, lui aussi traditionnel, selon lequel les systèmes de retraite par répartition et les systèmes de retraite par capitalisation sont économiquement équivalents sur le long terme quand l'économie est sur son sentier de croissance tendancielle ;
- l'argument social, que les analyses de Thomas Piketty ont remis à l'honneur, selon lequel il n'appartient pas à l'État d'encourager des formules de retraite fondées sur la rémunération du capital, car celles-ci accroissent les inégalités sociales ;
- l'argument plus nouveau selon lequel la capitalisation était intéressante pour mieux absorber le retournement démographique, n'a plus guère d'intérêt dès lors que celui-ci est largement avancé.

Examinons ces quatre arguments plus en détail afin d'en apprécier l'actualité.

## Les risques financiers seraient excessifs par rapport aux besoins de la retraite

Si la retraite par capitalisation a bien résisté aux crises financières qui ont ponctué l'histoire économique du XIX<sup>e</sup> siècle, grâce notamment à la stabilité monétaire de la période, elle s'est révélée moins résiliente aux crises qui ont marqué la première moitié du XX<sup>e</sup> siècle. En fait, ce ne sont pas les crises financières, notamment la crise de 1929, qui ont mis à mal la retraite par capitalisation, mais l'hyperinflation de l'entre-deux-guerres, qui a déprécié le pouvoir d'achat des rentes. Les rentes étaient en effet traditionnellement libellées en valeurs nominales, pour une économie sans inflation depuis l'épisode des assignats. Avant-guerre, il n'y avait eu qu'un épisode d'inflation, en 1911, alors qu'entre 1914 et 1939, les prix vont augmenter de 600 % au total, divisant par 7 le pouvoir d'achat des rentes sur la période... du jamais-vu ! Il est sûr que si la retraite par capitalisation n'avait pas été remplacée par la retraite par répartition, par le gouvernement de Vichy, elle

aurait été ajustée pour prendre en compte le phénomène nouveau de l'inflation. Cela aurait naturellement imposé d'accroître significativement la part des actions et de l'immobilier dans les actifs en couverture des engagements de retraite, aux dépens des obligations et des titres souverains qui constituaient le support traditionnel des rentes jusque-là. Elle aurait en outre bénéficié du mécanisme de la participation aux bénéficiaires, introduit ultérieurement, et des différents schémas de protection contre les variations des taux d'intérêt (taux d'intérêt variables et options).

La crise financière récente et la période prolongée de bas taux d'intérêt qui a suivi ont créé des tensions fortes sur la rentabilité et la solvabilité des fonds de pension comme de l'assurance vie, dès lors qu'ils offraient une garantie minimum, sous forme de rendement minimum ou de plans à prestations définies. Les fonds de pension américains à prestations définies présentent d'ores et déjà une situation préoccupante, puisque l'on peut estimer à 20 % leur niveau de sous-capitalisation (le ratio entre la valeur actualisée de leurs actifs et la valeur actualisée de leurs passifs s'élève, en moyenne, à 80 %). Si les taux d'intérêt devaient rester bas, les tensions sur la rentabilité et la solvabilité des fonds de pension se poursuivraient au cours des prochaines années, avec une double conséquence : d'une part, le niveau des pensions servies devrait baisser, notamment dans les plans à prestations définies ; d'autre part, le rééquilibrage du marché, des plans à prestations définies vers les plans à cotisations définies, devrait s'accélérer, comme on l'observe d'ores et déjà<sup>(1)</sup>. La pression serait d'autant plus forte que la structure démographique du fonds est relativement âgée et que les chargements en capital prudentiel sur les actions sont élevés, dissuadant tout rééquilibrage des portefeuilles d'investissement des fonds de pension au profit des actions. À l'inverse, les fonds de pension collectifs européens, hybrides ou à prestations définies, présentaient fin 2015, selon EIOPA, le superviseur européen, une surcapitalisation de l'ordre de 24 %, ce qui reste confortable dans l'hypothèse d'une stabilisation, puis d'une remontée des taux d'intérêt en Europe, mais qui pourrait être sérieusement réduite dans l'hypothèse d'un nouveau choc financier sévère. Au total, les fonds de pension ont témoigné d'une bonne résilience face au cumul des chocs de la crise et du Quantitative Easing qui les a frappés durement. Par comparaison, le système français de retraite par répartition est actuellement en déficit à hauteur de 3 % de ses dépenses et le cumul de ses déficits depuis quinze ans atteint un montant équivalent à 17 % de ses dépenses.

Enfin, les fonds de pension et la retraite par capitalisation sont désormais soumis à une régulation prudentielle dans le cadre des directives européennes, qui ont vocation à être renforcées sur ce point, quand l'essentiel du système de retraite par répartition échappe toujours à toute régulation prudentielle.

(1) Voir FMI (avril 2017), "Global Financial Stability Report", chapitre 2 ("Low Growth, Low Interest Rates and Financial Intermediation").

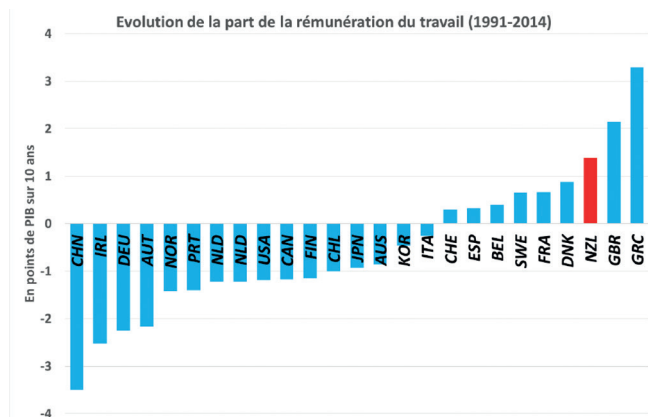
## L'équivalence entre capitalisation et répartition rendrait un changement peu attractif

Les économistes ont démontré qu'à l'équilibre stationnaire, la capitalisation et la répartition sont équivalents : leur rendement est similaire et le transfert de richesse qu'elles opèrent en faveur des retraités est *a priori* identique. À l'équilibre stationnaire, le taux d'intérêt est en effet égal au taux de croissance de l'économie augmenté du taux de dépréciation du capital. En d'autres termes, les revenus du capital et les revenus du travail croissent au même rythme. Sans entrer dans le détail de l'analyse économique, on rappellera que cette équivalence supposée atteint l'équilibre stationnaire, qui n'est en fait jamais atteint, sachant que les économies modernes changent constamment de régime de croisière. Elle ne vaut donc que pour le très long terme qui dépasse *a priori* l'horizon de notre cycle de vie. Entre-temps, les économies dans lesquelles nous vivons concrètement sont constamment en situation de transition et non point en régime de croisière. Dans ces conditions, l'évolution des revenus du capital et ceux du travail peuvent diverger durablement.

De fait, depuis le début des années 1990, à l'opposé de la thèse de l'économiste Kaldor sur la stabilité de la part des salaires dans le PIB, on observe des déformations importantes, durables et non homogènes du partage de la valeur ajoutée entre les revenus du capital et les revenus du travail, comme le montre le Graphique 1 de la page suivante<sup>(2)</sup>. Dans ces conditions, à la fois pour limiter les risques de creusement des inégalités<sup>(3)</sup>, notamment dans l'hypothèse d'une déformation aux dépens des revenus du travail, mais aussi, et surtout, pour diversifier les risques auxquels les futurs retraités seront exposés, il est économiquement souhaitable de diversifier les sources de financement des retraites, en les asseyant à hauteur de 45-55 % sur les revenus du travail, dans le cadre de la répartition, et à hauteur de 55-45 % sur les revenus du capital, dans le cadre de la capitalisation. Si l'on tient compte de la volatilité plus élevée des revenus du capital par rapport aux revenus du travail, notamment au salaire, le partage optimal serait autour de 34 et 66 % respectivement pour la capitalisation et la répartition en France. Il est clair que nous sommes très éloignés de ce partage optimal des risques et que les futurs retraités français sont, de fait, surexposés au risque de baisse de la part du travail dans le partage de la valeur ajoutée.

(2) Voir FMI (avril 2017), "World Economic Outlook", chapitre 3 ("Understanding the Downward Trend in Labor Income Shares").

(3) Voir MILANOVIC B. (2017), "Increasing capital income share and its effect on personal income inequality", in BOUSHEY H., DE LONG B. & STEINBAUM M. (eds), *After Piketty: The agenda for economics and inequality*, Harvard University Press, pp. 235-259.



Graphique 1 – Source : FMI, World Economic Outlook (avril 2017).

## Les fonds de pension ne feraient qu'aggraver les inégalités

Les travaux de Stiglitz et Piketty ont sensibilisé l'opinion aux inégalités, plus particulièrement à la concentration des revenus et des patrimoines au sein du dernier décile de la distribution des revenus et des patrimoines, voire du dernier centile. Nous avons été conduits à discuter la portée et les limites de ce constat dans un autre article<sup>(4)</sup>. Certains experts font valoir que l'introduction des fonds de pension et de la retraite par capitalisation dans notre système par répartition amplifierait significativement les inégalités, dans la mesure où la capitalisation intéresserait principalement les plus hauts revenus qui connaissent aujourd'hui la plus forte réduction de niveau de vie lors du passage à la retraite. Cette opportunité non seulement les inciterait, par le biais notamment d'un traitement fiscal et social plus favorable, à accumuler plus de capital qu'ils n'en accumulent aujourd'hui durant leur vie active, mais elle leur permettrait aussi de bénéficier de la dynamique des revenus du capital, supposée plus favorable que celle des revenus du travail.

Il faut bien voir que les trois arguments ci-dessus, qui sont souvent avancés de concert, se contredisent : il n'y a pas lieu de craindre une insuffisance des retraites versées par les fonds de pension ou de soulever l'argument de l'équivalence entre répartition et capitalisation, si l'on pense que la dynamique du partage de la valeur ajoutée est favorable aux revenus du capital par rapport aux revenus du travail... Le problème ne se pose tout simplement pas. Mais il faut bien voir que si le problème ne se pose pas, alors la déconcentration de la distribution du capital offre un moyen bien plus prometteur de réduction des inégalités de patrimoine que la taxation du capital ou la pénalisation fiscale des fonds de pension<sup>(5)</sup>. De fait, les systèmes de retraite par répartition dissuadent les ménages moins fortunés d'épargner et de se constituer un patrimoine-retraite. Ils jouent dans le sens d'un accroissement des inégalités patrimoniales, toutes choses égales par ailleurs. À l'inverse, les fonds de pension et la retraite par

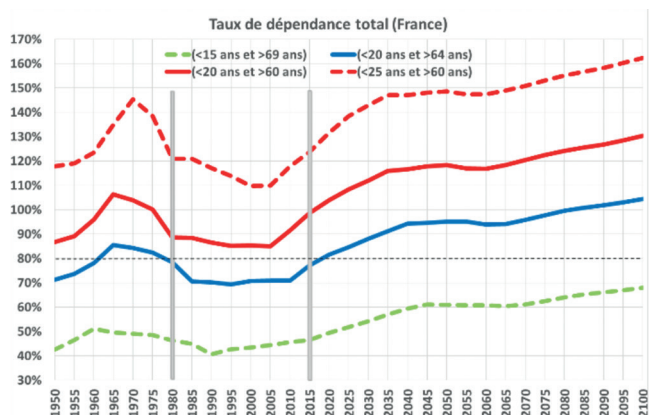
(4) Voir KESSLER D. & TRAINAR Ph. (2016), « Le retour du débat sur les inégalités », *Commentaire*, n°154.

(5) Voir MILANOVIC B. (2017), KESSLER D. & TRAINAR Ph. (2016), *op. cit.*

capitalisation constituent, avec la distribution d'actions, les moyens les plus simples et les plus naturels pour diffuser largement le patrimoine et éviter que la propriété du capital et des robots ne se concentre sur une frange trop étroite de la population. Les retraites par capitalisation représentent en moyenne respectivement 45 et 50 % de l'actif net des ménages aux États-Unis et en Allemagne. Elles y réduisent dans ces deux pays respectivement de 15 % et de 18 % en moyenne les inégalités patrimoniales mesurées par le coefficient de dispersion : de fait, elles accroissent le patrimoine des ménages dans des proportions fortement décroissantes au fur et à mesure que l'on monte dans l'échelle des revenus<sup>(6)</sup>. En outre, l'accumulation du capital qu'elles autorisent stimule la productivité et la croissance.

## La capitalisation ne serait plus intéressante après le retournement démographique

Lorsque, dans les années 1980, il est devenu évident que notre économie allait se trouver confrontée à un choc démographique, le thème de la retraite par capitalisation, qui avait assez largement disparu du débat depuis la guerre, est réapparu. Certes, le premier facteur du choc démographique, l'allongement de la durée de vie, affecte tous les régimes, qu'ils soient par répartition ou par capitalisation. En revanche, le deuxième facteur, la baisse de la fécondité, n'affecte que les régimes par répartition qui reportent sur les générations futures, en l'occurrence des générations qui vont être moins nombreuses, la charge des retraites des actifs actuels, qui, eux, sont plus nombreux. La capitalisation permet aussi de diversifier internationalement les investissements vers des placements dans les pays à structure démographique jeune. Le passage aux fonds de pension aurait naturellement permis d'éviter la hausse des cotisations et la baisse des taux de remplacement à laquelle la hausse du ratio de dépendance nous a contraints. Certains experts en tirent aujourd'hui argument pour faire valoir que, maintenant que le retournement démographique est engagé comme le montre le Graphique 2 ci-dessous, nous ne pourrions plus tirer bénéfice du passage à la capitalisation.



Graphique 2 – Source : Projections démographiques des Nations Unies (2015).

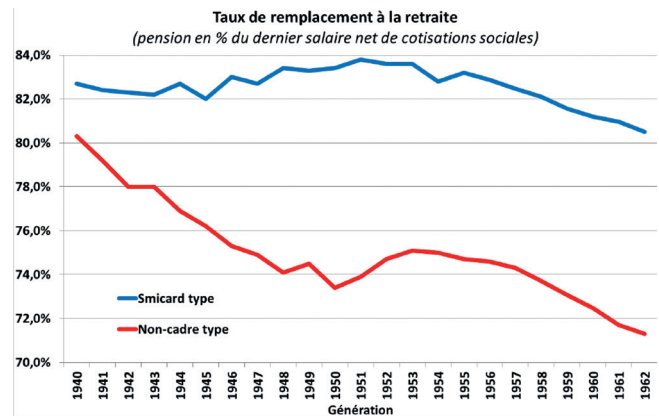
(6) Voir BÖNKE T., GRABKA M., SCHRÖDER C. & WOLFF E. N. (2017), "A head-to-head comparison of augmented wealth in Germany and the United States", NBER Working Paper 23244.

Cet argument n'est toutefois pas pertinent. Non seulement l'absorption du choc démographique n'est qu'un des multiples avantages économiques des fonds de pension, mais en outre les évolutions démographiques justifient toujours un recours aux fonds de pension, sachant que la moitié des actifs actuels dépendent d'ores et déjà, pour le financement de la moitié de leur retraite par répartition, de futurs actifs qui ne sont pas encore nés et pour lesquels il serait hasardeux de prendre pour acquis qu'il n'y aura plus de baisse significative de la fécondité. La réforme des régimes de retraite s'inscrit dans un temps très long, avec une période de transition s'étalant sur plus de quarante ans. Et ce temps très long impose une approche intrinsèquement stochastique du futur, notamment de la fécondité.

Mais par-delà ces arguments économiques, deux évolutions principales rendent les fonds de pension non seulement attractifs mais aussi nécessaires, en dépit de la double contribution qu'ils imposent à la génération de la transition :

- Première évolution importante : la baisse programmée des taux de remplacement dans les régimes par répartition (voir le Graphique 3 ci-contre) qui fait tendre progressivement notre système de retraite vers le modèle beveridgien, où l'État n'assure aux retraités que le versement d'une pension minimale. Probablement, l'inclination de l'État à raboter les pensions plus élevées pour financer les pensions moins élevées sans hausse de cotisations devrait se confirmer dans les années à venir et accentuer la baisse des taux de remplacement par rapport à ce qui est d'ores et déjà programmé. Si les actifs concernés, notamment les cadres, veulent éviter une chute trop brutale de leur niveau de vie au moment du passage à la retraite, ils vont devoir compléter plus systématiquement que par le passé leur retraite par d'autres sources de revenus. En effet, la solution la

plus naturelle qui consiste à retarder l'âge de départ à la retraite se heurte à des limites intrinsèques, liées tant aux opportunités d'emploi des seniors, qui restent réduites en raison de la rigidité du marché du travail français, qu'à la complexité de notre système de retraite qui ne permet pas de profiter de toutes les opportunités du marché du travail. En termes de gestion des risques individuels et de la croissance économique, la solution optimale consisterait à substituer de la capitalisation à la répartition sur la fraction de la retraite qui disparaît avec la baisse du taux de remplacement.



Graphique 3 – Source : Rapport annuel 2014 du Conseil d'orientation des retraites.

- Deuxième évolution : la réforme du système de retraite et la création d'un système de retraite universel. Cette réforme accélérerait la transition vers un système beveridgien, dans la mesure où elle plafonnerait le futur système universel de retraite par répartition (Sécurité sociale + retraites complémentaires) à trois fois le plafond de la Sécurité sociale, quand le système actuel est plafonné à huit fois le plafond de la Sécurité sociale. Que la transition soit brutale ou non, cela signifie que

Type de versement / Compartiment	Versements personnels de l'épargnant	Épargne salariale (participation, intéressement, abondement, CET, jours de repos non pris)	Cotisations obligatoires (employeurs et salariés)
Fiscalité à l'entrée	<b>Nouveau</b> Déductible de l'assiette de l'IR <sup>(1)</sup>	Non déductible de l'assiette de l'IR	Exonération d'IR CSG au taux en vigueur (9,7%)
Fiscalité pour une sortie en capital à l'échéance ou pour l'achat ou la construction de la résidence principale	Capital <b>Nouveau</b> soumis à l'IR au barème progressif (sans abattement de 10%)	exonéré d'IR et de prélèvements sociaux	
	Plus-values <b>Nouveau</b> soumises au prélèvement forfaitaire unique <sup>(2)</sup>	- exonérées d'IR - soumises aux prélèvements sociaux <sup>(3)</sup>	
Fiscalité pour les 5 autres cas de déblocage anticipé « accident de la vie »	Capital	exonéré d'IR et de prélèvements sociaux	
	Plus-values	- exonérées d'IR - soumises aux prélèvements sociaux <sup>(3)</sup>	
Fiscalité pour une sortie en rente	<b>Nouveau</b> soumis au régime fiscal de la Rente Viagère à Titre Gratuit (RVTG) <sup>(4)</sup>	soumis au régime fiscal de la Rente Viagère à Titre Onéreux (RVTO) <sup>(5)</sup>	soumis au régime fiscal de la Rente Viagère à Titre Gratuit (RVTG) <sup>(4)</sup>

Graphique 4 – Source : Amundi.

tous les revenus qui sont aujourd'hui compris entre trois et huit fois le plafond, c'est-à-dire essentiellement des cadres, doivent s'attendre à une baisse du niveau de leur pension pouvant atteindre jusqu'à 62,5 %, à un terme plus ou moins éloigné en fonction du sentier de transition choisi. Cela renforce l'urgence pour les cadres de se constituer une épargne retraite dans le cadre notamment de fonds de pension. La loi PACTE a réformé l'épargne retraite afin de faciliter celle-ci et de la rendre plus attractive, notamment en termes fiscaux (voir le Graphique 4 de la page précédente). L'effort fiscal programmé pour les nouveaux plans d'épargne retraite (PER) est-il suffisant ? L'avenir le dira. Notons seulement que le gouvernement n'est pas allé jusqu'à accorder à l'épargne retraite un régime aussi favorable que celui dont bénéficient les cotisations et prestations retraite, ce qui la rend plus coûteuse d'entrée de jeu.

La création de fonds de pension dans les économies avancées où ces fonds sont peu ou pas présents reste donc très utile, en dépit de notre avancement dans le cycle démographique, du fait de l'inclination des gouvernements à tendre vers un système beveridgien. Dès lors que les fonds de pension sont soumis à une régulation prudentielle adéquate, à l'instar de l'assurance

dans le cadre de Solvabilité 2, les risques financiers qu'ils représentent pour les assurés sont minimisés et leurs avantages économiques en termes de diversification par rapport à la répartition et d'incitation à l'investissement productif deviennent particulièrement attractifs.

Les bénéfices économiques et financiers à attendre de ces fonds sont importants, d'autant plus que l'investissement reste insuffisant, comme le sont également les gains de productivité, pour alimenter une croissance de 1,5 à 2,5 % par an, et que l'étroitesse de l'offre nationale de capitaux propres nous a jusqu'ici obligés à recourir massivement à l'offre des non-résidents. Ainsi, au 31 décembre 2018, 42,2 % des actions du CAC 40 étaient détenues par des non-résidents, dont les comportements sont par nature beaucoup plus volatiles et déconnectés des intérêts nationaux <sup>(7)</sup>.

---

(7) Voir GUETTE-KHITTER C. (2019), « La détention par les non-résidents des actions des sociétés françaises du CAC 40 à la fin de l'année 2018 », *Bulletin de la Banque de France* n°225/7, septembre-octobre.